

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ  
Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение  
высшего образования  
«ТЮМЕНСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»  
ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ИНСТИТУТ  
Кафедра финансов, денежного обращения и кредита

ДОПУЩЕНО К ЗАЩИТЕ В  
ГЭК И ПРОВЕРЕНО НА  
ОБЪЕМ ЗАИМСТВОВАНИЯ  
И.о.заведующего кафедрой  
канд. экон. наук, доцент

Е.С. Корчемкина

«» 06 \_\_\_\_\_ 2016

**ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА**  
**БАНКИ НА РЫНКЕ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ:**  
**АНАЛИТИЧЕСКИЙ АСПЕКТ**  
(магистерская диссертация)

38.04.01 Экономика: Банки и банковская деятельность

Выполнил  
Студент 2 курса  
очной формы обучения



Ахтариев  
Ильдар  
Даниярович

Научный руководитель  
д-р. экон. наук, доцент



Болдырева  
Наталья  
Брониславовна

Рецензент  
Заместитель директора  
Управления внутреннего  
аудита ПАО «Сбербанк  
России» по Западно-  
Сибирскому банку



Яковлева  
Татьяна  
Николаевна

Работа выполнена на кафедре финансов, денежного обращения и кредита  
Финансово-экономического института ТюмГУ  
по направлению «Экономика»,  
магистерская программа «Банки и банковская деятельность»

Защита в ГЭК  
протокол от \_\_\_\_\_ № \_\_\_\_\_  
оценка \_\_\_\_\_

## ОГЛАВЛЕНИЕ

|  |    |
|--|----|
| ВВЕДЕНИЕ.....  | 4  |
| ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ РЫНКА<br>КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ.....                                     | 7  |
| 1.1. Корпоративные облигаций: понятие, виды и риски.....   | 7  |
| 1.2. Участники рынка корпоративных облигаций.....  | 19 |
| 1.3. Роль банков на рынке корпоративных облигаций.....   | 27 |
| ГЛАВА 2. АНАЛИЗ БАНКОВСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА РЫНКЕ<br>КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ.....                         | 33 |
| 2.1. Текущее состояние российского рынка корпоративных<br>облигаций.....                                 | 33 |
| 2.2. Анализ банковского сектора на рынке корпоративных<br>облигаций.....                                 | 43 |
| 2.3. Исследование факторов, влияющих на объемы рынка<br>корпоративных облигации банковского сектора..... | 60 |
| ГЛАВА 3. ПРОБЛЕМЫ И ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ РЫНКА<br>КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ.....                             | 74 |
| ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....  | 84 |
| СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....   | 88 |
| ПРИЛОЖЕНИЯ.....  | 95 |

## ВВЕДЕНИЕ

Российский рынок корпоративных облигаций является относительно молодым, и динамично развивающимся сегментом финансового рынка. С развитием экономики страны в целом, рынок корпоративных облигаций стал важным элементом рыночной экономики, обеспечивающий предприятия долгосрочными и среднесрочными источниками финансирования, и владельцев облигаций – прогнозируемым уровнем дохода.

В настоящее время рынок корпоративных облигаций характеризуется, с одной стороны, высокими темпами позитивных количественных и качественных трансформаций, с другой стороны, - наличием многочисленных проблем, носящих комплексный характер и препятствующих эффективной мобилизации сбережений в инвестиции.

С развитием банковской системы и экономики в целом, банки выходят на рынок корпоративных облигаций с целью увеличения источников дополнительных доходов и снижения общих рисков за счет расширения видов деятельности. Расширение и диверсификация форм участия банков на рынке корпоративных облигаций приводит к формированию крупных финансово – банковских групп, центром которых являются сами банки, концентрирующие вокруг себя относительно самостоятельные структурные подразделения. Как участники этого рынка, банки могут выступать в различных качествах: в роли эмитентов, инвесторов и инвестиционных институтов, осуществляющих посреднические операции с облигациями. На сегодняшний день банки, занимают около 25% от общего объема первичного размещения облигаций на рынке, и более 50% от общей совокупности инвесторов рынка.

Банковская деятельность на рынке корпоративных облигаций является источником привлечения денежных средств и получения прибыли для поддержания ликвидности и выполнения своих классических операций. Поэтому, рынок корпоративных облигаций является хорошей конкурентной альтернативой кредитному рынку для размещения и привлечения средств. В

связи с этим, особую актуальность приобретает исследование значимости банковских операций на рынке корпоративных операций для банка, а также выявление факторов, влияющих на объемы этих операций.

Цель диссертационного исследования состоит в определении роли и значимости банковской деятельности на рынке корпоративных облигаций и выявлении факторов и тенденций его развития в современной России.

Цель диссертационного исследования обусловила постановку следующих задач:

1. Раскрыть сущность и экономическое содержание облигации как объекта рынка корпоративных облигаций.
2. Выявить основных участников рынка корпоративных облигаций.
3. Определить место и роль банков на рынке корпоративных облигаций.
4. Оценить текущее состояние рынка корпоративных облигаций в России.
5. Проанализировать деятельность банков на рынке корпоративных облигаций.
6. Определить факторы, влияющие на объемы банков.

Объектом диссертационного исследования являются деятельность российских банков на рынке корпоративных облигаций.

Предметом диссертационного исследования являются экономические отношения, возникающие в процессе функционирования и развития рынка корпоративных облигаций, а также в процессе деятельности банков на нем.

Методологической основой диссертационного исследования послужили труды зарубежных и отечественных ученых по вопросам функционирования рынка корпоративных облигаций и составляющих его элементов: У. Шарп, Ф. Фабозци, Р. Уилсон, Я. М. Миркин, Н. Б. Болдырева, О. И. Лаврушин, Е. М. Жукова, С. В. Галицкая и другие. Сложность поставленных задач и системный подход к их решению определили применение в работе таких методов, как метод научной абстракции, сравнения, классификации, научное обобщение, графического анализа, методы эконометрического анализа и пр.

Элемент научной новизны состоит в следующем:

— построена линейная модель множественной регрессии, на основе которой были выявлены факторы, влияющие на объемы рынка корпоративных облигаций банковского сектора страны.

Теоретическая и практическая значимость диссертационного исследования состоит в анализе современного состояния рынка корпоративных облигаций и банковской деятельности на рынке корпоративных облигаций, в определении факторов и направлений развития данного рынка в экономике современной России, а также в эконометрическом анализе: построении линейной модели множественной регрессии для выявления факторов, влияющих на объемы рынка корпоративных облигаций банковского сектора.

Результаты научных исследований опубликованы в 2 научных работах, в том числе 1 публикация в журнале из перечня ведущих рецензируемых научных журналов и изданий, определяемого ВАК России.

## ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

### 1.1. Корпоративные облигаций: понятие, виды и риски

В современной экономической литературе существует огромное множество определений облигации. Так, Ричард С. Уилсон установил, что облигация «означает долговой инструмент, который, как правило, гарантируется обеспечением, таким как земля и строения или финансовые активы» [63, с.15].

По мнению Фрэнка Дж. Фабоцци облигация – это «долговой инструмент, обязывающий эмитента (называемого также должником или заемщиком) в течение установленного промежутка времени выплатить кредитору/инвестору взятую займы сумму плюс процент» [64, с.14].

Уильям Ф. Шарп определяет облигации как «долгосрочное обязательство со стороны эмитента (т.е. заемщика) перед инвестором (т.е. кредитором). Это обязательство состоит в том, чтобы каждый год осуществлять денежные платежи (купонные выплаты) до определенного момента (даты погашения), когда будет сделан последний платеж (выплата основной суммы)» [66 с.6].

Жукова Е.Ф. в своем труде «Деньги. Кредит. Банки. Ценные бумаги» обусловила, что облигации – это «долговые обязательства, подтверждающие отношения займа между инвесторами и эмитентами» [19, с.327].

В соответствии с Федеральным Законом «О рынке ценных бумаг» «облигация – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента» [45].

В Гражданском Кодексе согласно статье 816 под облигацией «признается ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента. Облигация предоставляет

ее держателю также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права» [15].

На мой взгляд, наиболее точно и широко определяют облигацию законодательные определения. В них исключен долгосрочный характер этой ценной бумаги, это говорит о том, что она может как долгосрочной, так и средне- и краткосрочной бумагой. К тому же в определении заложен четкий механизм выплаты основного долга и получения дохода. Так что под облигацией следует понимать эмиссионную ценную бумагу, которая предоставляет право ее владельцу на получение от эмитента в установленные сроки периодических выплат, являющихся частью номинальной стоимости, а также основной суммой долга, и фиксированного процента от номинальной стоимости облигации.

Существует большое количество видов облигаций, в зависимости от классификационного признака. Так, по типу эмитентов различают государственные и муниципальные облигации, облигации Банка России и корпоративные облигации.

В Российской Федерации юридического обоснования термина «корпоративные облигации» нет, хотя и используется в ряде нормативных документов Банка России. Так что методом исключения следует определить, что к корпоративным облигациям относятся любые облигации, за исключением тех, которые выпущены от имени Российской Федерации, субъектов РФ, муниципальных образований. В соответствии с законодательством последние относятся к классу государственных и муниципальных ценных бумаг.

К корпоративным облигациям обычно относят облигации, выпущенные юридическими лицами, а именно корпоративными организациями для финансирования текущей хозяйственной деятельности и развития производства.

По мнению Я. М. Миркина корпоративная облигация обладает следующими фундаментальными свойствами в качестве ценной бумаги:

— обращаемость;



- доступность для гражданского оборота;
- стандартность;
- документальность;
- регулируемость и признание государством;
- рыночность;
- раскрытие информации;
- ликвидность;
- риск;
- доходность [36, с. 27].

Раскроем ключевые особенности корпоративных облигаций.

1. Размещение облигаций привлекательно для организации-эмитента, поскольку позволяет мобилизовать дополнительные денежные ресурсы без угрозы вмешательства со стороны их владельцев - кредиторов в управление финансово-хозяйственной деятельностью заемщика и «размывания» собственности.

2. Размещение акционерным обществом облигаций осуществляется по решению совета директоров при соблюдении следующих условий:

- выпуск облигаций допускается после полной оплаты уставного капитала;

- общество не в праве размещать облигации, конвертируемые в акции общества, если количество объявленных акций общества меньше количества акций, право на приобретение, которых предоставляют облигации [46].

3. Облигации имеют преимущество перед акциями при реализации имущественных прав их владельцев: в первую очередь выплачиваются проценты по облигациям и лишь затем дивиденды; при делении имущества компании - эмитента в случае ее ликвидации акционеры могут рассчитывать лишь на ту часть имущества, которая остается после выплаты всех долгов, в том числе и по облигационным займам.

В современной экономической литературе не существует общепринятой классификации облигаций ни за рубежом, не в Российской Федерации. Ученые считают нецелесообразным разработку единой общепризнанной классификации из-за сложной природы, многообразия и динамически развивающимися новыми видами облигаций. Однако следует определить классификацию этой ценной бумаги для лучшего ее особенностей. Классификация важна для упорядоченного изучения состава и структуры облигаций, что необходимо для осуществления эмиссии, управления, размещения и других операций с облигациями. Основные классификации корпоративных облигаций представлены в табл. 1.

Таблица 1.

## Классификация корпоративных облигаций

| № п/п | Признак классификации   | Виды корпоративных облигаций  |
|-------|-------------------------|---|
| 1     | По валюте               | 1. В российских рублях<br>2. В иностранной валюте<br>3. В условных денежных единицах  |
| 2     | По срокам               | 1. Классические<br>2. Биржевые<br>3. Коммерческие   |
| 3     | По структуре размещения | 1. Размещаемые полным выпуском<br>2. Размещаемые отдельными частями   |
| 4     | По структуре погашения  | 1. С единым сроком погашения (с выплатой в конце срока)<br>1.1. С выплатой номинала в конце срока<br>1.2. С выплатой номинала и процентов в конце срока<br>2. С амортизацией долга (с погашением периодическими платежами)<br>2.1. С фондом погашения<br>2.2. Без фонда погашения |

| № п/п | Признак классификации                                       | Виды корпоративных облигаций   |
|-------|---|--|
| 5     | По возможности досрочного погашения / выкупа эмитентом      | 1. Без досрочного погашения (с запретом досрочного выкупа)<br>2. С досрочным погашением или с правом обратной продажи эмитенту (по инициативе инвестора)<br>3. С досрочным погашением или правом досрочного выкупа (по инициативе эмитента – отзывные облигации)   |
| 6     | По способу погашения  | 1. Получение номинальной стоимости облигации в денежной форме<br>2. Получение номинальной стоимости облигации иным имуществом (натуральные облигации)  |
| 7     | По формам выплаты доходов                                   | 1. Процентные (купонные) облигации<br>1.1. Облигации с постоянным купонным доходом<br>1.2. Облигации с фиксированным купонным доходом<br>1.3. Облигации с переменным купонным доходом<br>2. Дисконтные (бескупонные) облигации<br>3. Облигации, доход по которым формируется иными имущественными правами  |
| 8     | По срокам установления процента или порядка его определения | 1. До подачи документов в ФКЦБ России для государственной регистрации выпуска<br>2. После государственной регистрации выпуска и до даты начала размещения облигаций<br>3. В течение аукциона (торгов, конкурса) с учетом поступивших заявок<br>4. После государственной регистрации отчета об итогах выпуска. В разные купонные периоды может быть установлен разный размер процента/разный порядок его установления |
| 9     | В зависимости от субъекта удостоверенных ею прав            | 1. Облигации на предъявителя<br>2. Именные облигации   |

| № п/п | Признак классификации               | Виды корпоративных облигаций  |
|-------|-------------------------------------|---|
| 10    | По форме фиксации прав на облигации | 1. Облигации в бездокументарной форме (именные)<br>2. Облигации в документарной форме (на предъявителя)   |
| 11    | По форме обеспечения                | 1. Облигации без обеспечения<br>1.1. Необеспеченные облигации<br>1.2. Облигации под конкретный вид доходов эмитентов<br>1.3. Облигации на конкретный инвестиционный проект<br>1.4. Застрахованные облигации<br>2. Облигации с обеспечением<br>2.1. Облигации, обеспеченные залогом<br>2.2. Облигации, обеспеченные поручительством<br>2.3. Облигации, обеспеченные банковской гарантией<br>2.4. Облигации, обеспеченные государственной или муниципальной гарантией |
| 12    | По возможности обращения            | 1. Свободно обращаемые<br>2. С ограниченным кругом обращения  |
| 13    | По уровню риска                     | 1. Инвестиционные облигации<br>2. Спекулятивные облигации<br>3. Бросовые, «мусорные» облигации  |
| 14    | По национальной принадлежности      | 1. Национальные облигации<br>2. Международные облигации   |

Источник: [составлено автором]

Разновидностью корпоративных облигаций, исходя из их национальной принадлежности, являются корпоративные еврооблигации.

В научной литературе существует большое количество трактовок понятия «еврооблигация». По мнению У. Шарп «Термин еврооблигация (eurobond) в широком смысле применяется для облигаций, размещаемых за пределами как страны заемщика, так и страны, в валюте которой указан номинал» [66, с. 12].

Я.М. Миркин отмечал: «Еврооблигация (eurobond) - облигация, номинал которой выражен в иной валюте, чем денежная единица страны, где она была выпущена. Размещается на международных рынках)» [36, с. 15].

Однако, невзирая на большое количество определений, существует официальный документ, в соответствии с которым ту или иную ценную бумагу можно отнести к еврооблигации. Официальное определение статуса еврооблигации дается в Директиве Комиссии европейских сообществ от 17.03.1989 № 89/298/ЕЕС, регламентирующий порядок предложения новых эмиссий инвесторам на европейском рынке. Согласно данной Директиве, еврооблигации представляют собой торгуемые ценные бумаги, предлагаемые в значительных объемах в одном и более государствах, кроме страны регистрации эмитента, и первоначально приобретены (в том числе по подписке) только при посредстве кредитной организации или другого финансового института [16].

Однако приставка «евро» в названии данных ценных бумаг со временем утрачивает свое изначальное значение, поскольку еврооблигационный рынок выходит далеко за пределы собственно европейской юрисдикции.

Еврооблигациям присущи следующие особенности:

- их обращение вне национального рынка валюты, в которой они деноминированы;
- размещение на рынках нескольких стран среди зарубежных инвесторов, для которых данная валюта так же, как правило, является иностранной, с привлечением международного синдиката андеррайтеров;
- организованный, внебиржевой характер рынка еврооблигаций с установившимися на рынке правилами и стандартами; - являются ценными бумагами на предъявителя, выпуск оформляется глобальным сертификатом;
- доходы по ним выплачиваются, как правило, без удержания налогов в стране эмитента; - крупные размеры сделок на рынке еврооблигаций (в среднем 1-2 млн. долл.);

— эмитенты должны получить международный рейтинг и пройти листинг на ведущей международной бирже, в частности на Лондонской фондовой бирже;

— являются инструментом международного финансового рынка, участниками которого выступают институты с высоким международным рейтингом.

По методу выплаты основной суммы долга еврооблигации могут быть:

- **Bullet.** Облигации без права досрочного отзыва эмитентом. Основная сумма долга выплачивается единовременно в полном размере в конце срока жизни облигации. Большинство облигаций относится к этому типу.

- **Callable.** Эмитент облигации с опционом на покупку имеет право досрочно погасить облигации в заранее установленные моменты времени.

- **Putable.** Инвестор облигации с опционом на продажу имеет право досрочно предъявить облигации к погашению в заранее установленные моменты времени.

- **Restractable . Callable/Putable.** Облигация, имеющая черты двух приведенных выше. То есть это облигация с правом досрочного погашения, предоставляемым как эмитенту, так и инвестору.

- **Sinking fund.** Амортизируемые облигации – основная сумма погашается частями по заранее определенному плану; происходит выкуп бондов за счет средств фонда погашения. Для этого эмитент делает регулярные отчисления на специальный счет. На рынке еврооблигаций практикуется погашение путем покупки эмитентом облигаций на открытом рынке или погашение по жребию определенных серий.

По выплате купонного дохода выделяют:

— **Fixed-rate note** – ноты (облигации) с фиксированной процентной ставкой по купону.

— **Zero-coupon note** – облигации с нулевым купоном.

— Capital Growth Bond - такие облигации размещаются по номиналу и погашаются по более высокой цене.

— Deep Discount Bond (Deep Concession in the price obligation.) - размещение бондов происходит ниже номинала.

— Floating-rate note (FRNs) – облигации с плавающей ставкой. Как правило, ставка привязана к LIBOR или Euribor.

Облигации различают по старшинству выплаты долга:

✓ Senior debt – главный (основной) долг, который погашается в первую очередь.

✓ Subordinated. По субординированному долгу выплаты в случае дефолта возможны только после полной выплаты обязательств по главному долгу. Это более рискованный вид бондов для инвесторов, в то же время дающий более высокие доходности.

По способу обеспечения облигации можно классифицировать следующим образом:

- Secured. Еврооблигация, обеспеченная залогом эмитента определенного актива или денежного потока.

- Guaranteed – облигации, выполнение обязательств по которым гарантировано 3-ми лицами. Они обычно выпускаются высококлассными финансовыми институтами.

- Unsecured. Данные облигации не обеспечены активами. Они обычно подкрепляются «добросовестностью» компании - эмитента, т. е. обещанием этой компании выплатить проценты и возместить всю сумму займа по наступлению срока погашения.

По конвертируемости:

- Обычные еврооблигации.
- Конвертируемые еврооблигации (convertibles) – инвестор облигации имеет возможность обменять их на акции эмитента, облигации со встроенным опционом call. Важное значение для держателей конвертируемых облигаций имеют такие параметры, как конверсионная цена и конверсионный

коэффициент. Конверсионный коэффициент показывает, сколько акций можно получить в обмен на такую облигацию. Конверсионная цена представляет собой отношение номинальной цены облигации к конверсионному коэффициенту.

По валюте заимствования:

— Моновалютные заимствования – эмиссия облигаций производится в определенной валюте.

— Двойная валютная деноминация – номинал выражен в одной валюте, а процентные выплаты в другой [34, с. 69].

Валюты займа могут быть разнообразными. На данный момент около 80% всех выпусков еврооблигаций номинированы в долларах США и евро. Но в последнее время четко отслеживается тенденция роста доли траншей номинированных в локальных валютах. Например, такие банки как ВТБ, Банк Москвы, Россельхозбанк, МДМ-Банк уже успели выпустить ряд еврооблигационных траншей номинированных в рублях.

В последние 40 лет еврооблигации стали активно использоваться на международных рынках для осуществления межгосударственных заимствований на среднесрочной и долгосрочной основе. Высокая ликвидность еврооблигаций для инвесторов при достаточном разнообразии их видов дает возможность эмитенту выбрать наиболее приемлемые для него инструменты заимствования. Международный рынок предоставляет заемщикам доступ к значительно большему числу потенциальных кредиторов различного профиля, чем на национальных рынках. Займы носят чисто финансовый характер, т.е. не связывают заемщика целевым использованием полученных средств. Особенностью рынка еврооблигаций является то, что на нем главным образом происходит заимствование долгосрочного капитала. Период обращения их разных выпусков лежит в пределах 7–40 лет.

Фактические доходы, связанные с владением корпоративной облигацией по тем или иным причинам могут сильно отличаться от ожидаемых, и именно



это различие является характеристикой риска. Все риски корпоративных облигаций могут быть классифицированы следующим образом:

- 1) процентный риск;
- 2) риск досрочного отзыва;
- 3) риск дефолта;
- 4) риск снижения рейтинга облигации;
- 5) инфляционный риск;
- 6) валютный риск;
- 7) риск ликвидности.

Рассмотрим каждый из них поподробнее.

Свойством облигации является обратная зависимость изменения цены в направлении изменения доходности по ней. Это свойство объясняется формулой выявления цены облигации:

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{C_1}{(1+y)^{t_i}} + \frac{N}{(1+y)^{T_0}} \quad (1)$$

где  $P$  – цена облигации;

$n$  – количество купонных выплат;

$y$  – процентная ставка;

$C_1$  – купонная выплата;

$t_i$  – срок  $i$ -й купонной выплаты;

$N$  – номинал;

$T_0$  – срок до погашения.

Согласно формуле 1 при возрастании процентной ставки цена облигации снижается и у держателя облигации возникают убытки. Обратная ситуация при уменьшении процентной ставки. Отсюда следует, что процентный риск облигации заключается в том, что реальный возврат на вложенные в облигации деньги может оказаться ниже, чем предполагалось.

Риск досрочного отзыва облигаций эмитентом возникает в случае, если эмитент воспользуется правом досрочного отзыва обязательств. Как правило, это происходит в двух случаях:

1) при снижении уровня процентных ставок, облигации с фиксированным доходом отзываются, чтобы выпустить новые под более низкий процент. Риск держателя в этом случае заключается в том, что получив средства за выкупленную облигацию, он сможет их реинвестировать вновь под более низкий процент.

2) при росте процентных ставок, облигации с переменным доходом отзываются для страхования от чрезмерных выплат. Риск инвестора заключается в недополучении доходов по сравнению с альтернативными инструментами.

Риск дефолта связан с возможной неплатежеспособностью эмитента, в связи которой он не сможет вовремя и в полной мере произвести выплаты по обязательствам (основной суммы долга или процентов. Данный риск измеряется присвоенным рейтингом корпоративной облигации.

Отсюда вытекает и следующий вид рисков – риск снижения рейтинга облигации. В ходе деятельности компании – эмитента с течением времени меняется ее кредитоспособность, что напрямую влияет на ее рейтинг. При снижении рейтинга, увеличивается премия за риск, однако держатель облигации будет получать ту же премию, что и в момент приобретения ценной бумаги.

Одним из способов снижения инфляционных издержек является инвестирование в корпоративные облигации. Однако существует риск, что на фактический момент уровень инфляции будет выше ожидаемого уровня, тем самым снижая доходность облигации – это инфляционный риск.

Валютный риск заключается в потере стоимости облигации, номинированной в иностранной валюте. Он зависит от курса иностранной валюты к рублю в момент погашения облигации или выплаты процентов.

Риск ликвидности возникает в том случае, когда корпоративную облигацию не удастся быстро реализовать по справедливой цене. Это один из значимых видов риска, так как низкая ликвидность для инвесторов влечет за собой потерю денежных средств.

Определив сущность облигации, ее классификацию и основные риски, связанные с ними, далее рассмотрим основных участников рынка корпоративных облигаций.

## 1.2. Участники рынка корпоративных облигаций

Ключевыми звеньями рынка корпоративных облигаций являются эмитенты и инвесторы. В их лице выступают коммерческие организации, которые выходят на рынок корпоративных облигаций либо для привлечения денежных средств, с помощью выпуска облигаций в обращение, либо для приобретения облигации с целью извлечения доходов по ним.

Эмитентом корпоративных облигаций могут быть хозяйственные общества (акционерные общества и общества с ограниченной ответственностью). Особенности эмиссии и размещения облигаций регулируются ФЗ «О рынке ценных бумаг» и ФЗ «Об акционерных обществах», а также Положением Банка России о стандартах эмиссии ценных бумаг.

Согласно статье 19 ФЗ «О рынке ценных бумаг» процедура эмиссии включает следующие этапы:

- 1) принятие решения о размещении эмиссионных ценных бумаг или иного решения, являющегося основанием для размещения эмиссионных ценных бумаг;
- 2) утверждение решения о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг;
- 3) государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или присвоение выпуску (дополнительному выпуску) эмиссионных ценных бумаг идентификационного номера;
- 4) размещение эмиссионных ценных бумаг;

5) государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или представление уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг [45].

Согласно ФЗ «Об акционерных обществах» существуют следующие ограничения при выпуске облигаций:

- сумма выпуска облигаций не должна превышать размер уставного капитала либо величину обеспечения, предоставленного обществу в этих целях третьими лицами;
- выпуск может быть осуществлен после полной оплаты уставного капитала;
- выпуск необеспеченных облигаций допускается не ранее третьего года существования акционерного общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов общества [46].

Посредниками рынка корпоративных облигаций выступают брокеры и дилеры, которые обеспечивают связь между эмитентами и инвесторами и имеющие специализированные лицензии на осуществление посреднических видов деятельности.

Так же к числу посредников относятся профессиональные организаторы, которые подготавливают и размещают облигации компаний на рынке. Согласно формальным требованиям работы на рынке корпоративных облигаций, и исходя из сложившегося на нем разделения труда, эмитент вынужден взаимодействовать с целым рядом специалистов. Обычно в качестве организаторов выступают крупные инвестиционные банки или брокерско-дилерские компании, имеющие большой опыт в размещении, находящиеся в курсе ситуации на рынке, популярности у инвесторов тех или иных видов облигаций, и к тому же обладающие развитой клиентской базой.

Значительную часть инфраструктуры рынка корпоративных облигаций обеспечивает Группа ММВБ. Группа "Московская Биржа" управляет единственной в России многофункциональной биржевой площадкой по

торговле акциями, облигациями, производными инструментами, валютой, инструментами денежного рынка и товарами. В состав Группы входит центральный депозитарий (НКО ЗАО "Национальный расчетный депозитарий"), а также клиринговый центр (Банк "Национальный Клиринговый Центр"), выполняющий функции центрального контрагента на рынках, что позволяет Московской бирже оказывать клиентам полный цикл торговых и пост-трейдинговых услуг.

Рейтинговые и информационные агентства являются главным источником информации на рынке корпоративных облигаций. Они предоставляют в первую очередь кредитный рейтинг эмитента, то есть готовность и способность своевременно и в полном объеме выполнять свои финансовые обязательства. Так же предоставляется информация о качестве того или иного обязательства.

Банк России на рынке корпоративных облигаций выступает в роли главного регулятора. Согласно статье 42 ФЗ «О рынке ценных бумаг» Банк России:

- 1) утверждает стандарты эмиссии ценных бумаг;
- 2) разрабатывает и утверждает требования к осуществлению профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- 3) устанавливает обязательные требования к операциям с ценными бумагами;
- 4) устанавливает обязательные требования к порядку ведения реестра;
- 5) устанавливает порядок и осуществляет лицензирование различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- б) и т.д.

Анализируя рынок еврооблигаций, необходимо четко представлять круг участников данного рынка. На рынке еврооблигаций существует 4 основные категории участников: эмитенты, инвесторы, посредники и расчетно-депозитарные институты, которые обеспечивают инфраструктуру.

Фактически, всю совокупность эмитентов можно разделить на две большие группы в зависимости от типа заемщика.

- суверенные заемщики и международные организации
- банки, иные кредитные организации, национальные и транснациональные корпорации.

Следовательно, в категорию суверенных заемщиков включаются правительства различных стран, уполномоченные государственные органы, а также региональные и муниципальные органы власти. Как правило, уполномоченные государственные органы (Министерство финансов, Казначейство, Центральный банк) осуществляют заимствование на рынке еврооблигаций от лица государства. В США и Франции собственные еврооблигации могут эмитироваться принадлежащими и контролируруемыми государством учреждениями и организациями. В большинстве случаев подобные эмиссии гарантируются государством в целях повышения надежности и ликвидности еврозайма. В ином случае кредитоспособность суверенных эмитентов, выпустивших еврооблигации без явной гарантии государства, обеспечивается статусом самого заемщика, а государство обязуется лишь возместить временный недостаток средств, необходимый для купонных выплат и погашения займа.

Международные организации представляют собой независимые наднациональные институты, и их кредитоспособность в значительной степени зависит от имеющихся соглашений о поддержке с их акционерами.

Основными категориями эмитентов еврооблигаций, образующими частный сектор, выступают банки и компании. Данные эмитенты используют еврооблигации в качестве инструмента заимствования, хотя уровень их активности на рынке постоянно менялся. Для банков и кредитных учреждений характерно привлечение средств через выпуск облигаций с фиксированной и плавающей ставкой от собственного имени и от имени своих холдинговых компаний. В некоторых странах, например в Великобритании, при выборе вида

ценных бумаг для эмиссии, банки должны учитывать требования своих вкладчиков.

В свою очередь, корпоративным заемщикам более свойственно использование как традиционных форм еврооблигационного выпуска, так и форм, более сложных с точки зрения структуры (конвертируемые еврооблигации, еврооблигации с варрантом и др.) Некоторые корпоративные эмиссии, в особенности с недооцененной стоимостью (выпускаемые заемщиками, которые нечасто выходят на рынок), рассматриваются как сравнимые по уровню надежности и ликвидности с эмиссиями первоклассных банков, муниципальных и даже государственных органов власти.

Таким образом, в зависимости от типа эмитента еврооблигаций, различают такие категории заемщиков, как государства, муниципалитеты, международные организации, банки и компании. На данный момент, приблизительно 4/5 всех еврооблигационных займов приходится на субъекты частного сектора (банки, корпорации), оставшаяся часть – на субъекты общественного сектора (правительства, муниципальные органы власти и международные организации).

Большинство инвесторов на рынке еврооблигаций являются институциональными инвесторами, кредитными организациями и компаниями по управлению активами. Объясняется это очень высоким порогом входа на данный рынок. Минимальным объемом сделок является 100 000\$.

Наибольшую активность на рынке частных инвесторов проявляют швейцарские банки, действующие в интересах лиц, держащих средства в этих банках на кастодиальных счетах. От 40 до 60% всех еврооблигаций, размещаемых на рынке, в конечном счете, оказываются в портфелях, управляемых швейцарскими банками.

Все более важную роль на международном рынке еврооблигаций инвесторы. Одним из главных факторов повышения роли институциональных инвесторов явилась практика выпуска более крупных еврооблигационных

займов, что позволило снизить ценовые спреды и повысить ликвидность вторичного рынка еврооблигаций

Особую роль на рынке еврооблигаций играют центральные банки. Накопление валютных резервов органами валютного регулирования стран производителей нефти обусловило потребность в их организованном и эффективном управлении, что само по себе является ключевой функцией центральных банков. значение данных субъектов в национальных экономических системах предопределило их осторожность и индивидуальность в выборе стратегий инвестирования на рынке еврооблигаций.

Активными инвесторами данного рынка являются крупные национальные и транснациональные корпорации, которые желают сохранить ликвидность и капитальную стоимость активов и размещают средства в краткосрочные активы (евродепозиты и др.) Несмотря на это, некоторые корпорации иногда инвестируют свои кассовые остатки в еврооблигации или в долговые среднесрочные ценные бумаги с плавающей процентной ставкой, обеспечивая тем самым более высокую доходность своих вложений за счет принятия на себя более высокого риска. Также участие корпораций носит опосредованный характер. Большинство пенсионных фондов, инвестирующих в еврооблигации, созданы именно ими. Удовлетворяя потребность в хеджировании обязательств в иностранной валюте, такие фонды позволяют избежать сложных процедур, связанных с востребованием налоговых сумм, удержанных источником выплаты дохода. Подобная схема распространяется и на страховые фонды.

Особой категорией инвесторов на рынке еврооблигаций выступают паевые инвестиционные фонды. Они владеют большими пакетами указанных инструментов.

Последней категорией инвесторов на международном рынке еврооблигаций выступают менеджеры вкладов (управляющие инвестициями), в роли которых выступают банковские трастовые департаменты. В силу того, что они обычно представляют частных инвесторов, которые обычно стремятся



увеличить свою доходность в обмен на риск, данная категория инвесторов обычно инвестирует свои средства в еврооблигации корпораций и банков.

В качестве посредников на рынке еврооблигаций выступают крупнейшие компании и банки по ценным бумагам. Они выполняют роль андеррайтеров при первичном размещении и маркет-мейкеров для поддержания ликвидности вторичного рынка. Так же к посредникам относят брокеров-дилеров и on-screen брокеров (on-screen brokers).

В регулировании оборота еврооблигаций ключевую роль играют профессиональные объединения участников рынка. Одним из ведущих координаторов деятельности профессиональных участников рынка капитала является «Ассоциация участников международного рынка капитала» (ISMA), созданная путем объединения в июле 2005 г. Ассоциации участников международных фондовых рынков (International Securities Market Association, ISMA) с Международной ассоциацией первичных рынков (International Primary Market Association, IPMA). Членами ассоциации на данный момент являются более 390 участников рынка капитала из 47 стран от крупнейших международных инвестиционных банков до небольших региональных банков. В состав ассоциации также входят центральные банки, торговые организации, а также профессиональные консультанты, в том числе юридические фирмы. Членами ассоциации являются такие российские банки, как сеть Сбербанк, Альфа-банк, государственная корпорация Внешэкономбанк. ISMA предоставляет всем заинтересованным лицам информацию по рынкам евробумаг.

К основным функциям ISMA относятся: разработка стандартов деятельности ее участников, включая стандарты составления документации, оценки доходностей, расчета купонов и купонных периодов и другое, а также оказание помощи надзорным органам. Ее решения являются рекомендательными для участников рынка, однако все члены ассоциации предпочитают соблюдать правила ISMA, которые упорядочивают рынок, обеспечивают его ликвидность и делают его привлекательным как для

эмитентов, так и для инвесторов. Одним из основных условий выхода на рынок еврооблигаций является получение кредитного рейтинга, что говорит о кредитоспособности заемщика. Кредитные рейтинги основаны на принципах независимости, объективности и открытости. Основными рейтинговыми агентствами являются: Moody's Investors Service, Standart & Poor's, Fitch IBCA [65, с. 35].

Международными центральными депозитариями выступают Euroclear, который возник в 1968г. в Брюсселе и CEDEL, организованный в 1970г. В Люксембурге. Это произошло в связи с развитием торговли еврооблигациями на вторичном рынке в 1960-х годах. С 2000-х годов эти организации начали расширяться, приобретая другие депозитарно-расчетные системы. CEDEL был переименован в Clearstream.

То есть, при заключении трансграничной сделки по еврооблигации расчет сделки и последующее хранение ценной бумаги будет осуществлено либо через Euroclear, либо через Clearstream. Оба международных депозитария предлагают своим клиентам возможность расчетов либо на основе свободной поставки, либо на условиях ППП, используя первую модель расчетов (DVP-1). Первая модель расчетов предполагает перевод ценных бумаг от продавца к покупателю с одновременным осуществлением денежного перевода от покупателя к продавцу. Расчет сделок осуществляется на валовой основе («сделка за сделкой»). Расчет сделки на условиях ППП осуществляется международными депозитариями только при соблюдении следующих требований:

- реализация успешной квитовки встречных поручений, т. е. совпадении расчетных параметров поручений, присланных покупателем и продавцом;
- наступление даты расчетов;
- наличие у продавца ценных бумаг;
- наличие у покупателя денежных средств [20].

Трансграничные расчеты и последующее хранение ценных бумаг иностранных эмитентов осуществляются участниками рынка либо напрямую

через счета, открытые в международных центральных депозитариях, либо путем использования услуг банка-кастодиана.

Еврооблигации обычно выпускаются в виде глобальных сертификатов и помещаются эмитентом в кастоди в стране инкорпорации эмитента у кастодиального агента, назначаемого МЦД. Как только сертификаты помещены в кастоди у агента, МЦД заносит их на счета своих клиентов в соответствии с поручениями эмитента (и своего агента). Расчеты по транзакциям между клиентами депозитария осуществляются путем изменения в книге записей на счетах в депозитарии по получению сверенных поручений от участников сделки.

Два МЦД установили между собой линию связи, так называемый «мост». Первоначально расчеты по «мосту» проводились один раз в день, сейчас он работает практически в режиме реального времени, и такие расчеты почти не отличаются по стоимости от внутренних. МЦД не связаны с какой-либо одной биржей. Они производят расчеты по ценным бумагам, которые обращаются на 30–40 рынках, а также вне бирж.

На сегодняшний день рынок корпоративных облигаций является одним из самых динамичных сегментов финансового рынка, с большим числом участников, диверсифицированными параметрами облигационных займов и высокоэластичным спросом со стороны инвесторов. По статистике, главным участником рынка корпоративных облигаций выступают банки, так что следующим шагом определим их место и роль на рынке.

### 1.3. Роль банков на рынке корпоративных облигаций

Рынок корпоративных облигаций – это составная часть рынка ценных бумаг, где осуществляются сделки купли – продажи таких ценных бумаг, как корпоративные облигации. Банки как универсальные кредитно – финансовые институты являются участниками рынка корпоративных облигаций. Место, занимаемо ими на этом рынке, в разных странах неодинаково и во многом

определяется как уровнем развития экономики конкретной страны, так и моделью рынка ценных бумаг.

В мировой практике существует три модели рынка ценных бумаг в зависимости от вида институтов, выполняющих функции финансовых посредников:

1. Банковская модель рынка ценных бумаг – это такая организация рынка ценных бумаг, при которой функцию финансовых посредников выполняют банки. Банкам законодательно разрешено заниматься одновременно традиционными банковскими операциями, и большинством операций на рынке ценных бумаг. Примером этой модели может служить рынок ценных бумаг Германии.

2. Небанковская модель рынка ценных бумаг – это такая его организация, при которой функцию финансовых посредников выполняют небанковские финансовые институты, компании по ценным бумагам. Место банков на рынке ценных бумаг законодательно регулируется. Банки используют косвенные пути участия на рынке ценных бумаг через трастовые компании, сотрудничество с брокерскими фирмами, кредитование инвестиционных компаний и банков и др. Примером небанковской модели может служить рынок ценных бумаг США.

Однако в последние годы происходит сближение «банковской» и «небанковской» моделей рынка ценных бумаг. Так, для банков США частично сняты ограничения деятельности на рынке корпоративных ценных бумаг.

3. Смешанная модель рынка ценных бумаг – это такая его организация, при которой функцию финансового посредника выполняют как банки, так и небанковские финансовые институты. Примером смешанной модели является рынок ценных бумаг Франции [32, с.14].

В Российской Федерации выстроена смешанная модель рынка ценных бумаг. В связи с этим, банки на рынке корпоративных облигаций выступают как универсальные банки, которые одновременно могут выступать в качестве профессиональных и непрофессиональных участников рынка корпоративных облигаций, а также выполнять традиционные банковские операции на нем.

Согласно статье 6 Федерального закона от 02.12.1990 № 395-1 (ред. от 13.07.2015) «О банках и банковской деятельности» в соответствии с лицензией Банка России на осуществление банковских операций банк вправе осуществлять выпуск, покупку, продажу, учет, хранение и иные операции с ценными бумагами, выполняющими функции платежного документа, с ценными бумагами, подтверждающими привлечение денежных средств во вклады и на банковские счета, с иными ценными бумагами, осуществление операций с которыми не требует получения специальной лицензии в соответствии с федеральными законами, а также вправе осуществлять доверительное управление указанными ценными бумагами по договору с физическими и юридическими лицами [45].

По мнению В.Д. Никифоровой « в качестве непрофессиональных участников банки могут осуществлять на рынке корпоративных облигаций следующие виды деятельности, не требующие специальной лицензии:

— эмиссионную – выпуск собственных облигаций в обращение. Данный вид деятельности позволяет банкам успешно формировать собственную ресурсную базу, привлекать потенциальных инвесторов, поддерживать свой имидж как финансово устойчивых и надежных кредитных организаций.

— инвестиционную – приобретение корпоративных облигаций российских и иностранных эмитентов с целью извлечения доходов по ним или управления ими.»

Профессиональные виды деятельности банков выходят за рамки простой банковской лицензии и требуют дополнительного лицензирования или специальных разрешений [40, с.16].

Профессиональная деятельность банков на рынке корпоративных облигаций связана с их ролью в качестве посредника, выполняющего операции с ценными бумагами по поручению и за счет клиентов, от имени клиентов или от своего имени с согласия клиентов (см. рис. 1).



Рисунок. 1 - Виды операций банков с ценными бумагами

Источник: [составлено автором]

Сегодня во всех странах доходы банков от операций с ценными бумагами на рынке корпоративных облигаций играют все большую роль в формировании прибыли.

Расширение и диверсификация форм участия банков на рынке корпоративных облигаций привели к созданию крупных финансово-банковских групп во главе с банками, концентрирующими вокруг себя относительно самостоятельные структурные подразделения – инвестиционные фонды, брокерские фирмы, консультационные фирмы и т. п.

Никифорова В. Д. выделяет следующие объективные причины, которые ставят банки в более выгодное положение перед другими участниками рынка:

- «фактор доверия к банку. Если банк пользуются доверием у своих клиентов, это доверие, как правило, клиенты переносят на ценные бумаги, размещаемые банком. Посредничество банка является своеобразной гарантией того, что проводимые в интересах и по поручению клиентов сделки с ценными

бумагами соответствуют действующему законодательству и правилам, принятым на рынке ценных бумаг;

- аккумулярование в банках значительной информации об изменении курсовой стоимости, о наиболее ликвидных ценных бумагах, о финансовом состоянии и возможных перспективах развития потенциальных эмитентов и инвесторов и т.д.;
- наличие квалифицированного персонала позволяет банкам оперативно и адекватно оценивать ситуацию, складывающуюся на рынке;
- возможности банка, связанные с использованием сети своих отделений и филиалов;
- развитая инфраструктура, позволяющая учитывать различные интересы клиентов, связанные с ценными бумагами.

Роль банков как участников рынка корпоративных облигаций заключается в следующем:

- активизируют участников рынка, оказывая влияние на их профессиональный уровень;
- способствуют развитию инфраструктуры рынка (депозитарии, клиринги, информационные, консалтинговые фирмы и т.д.);
- создают условия для значительного притока в российскую экономику портфельных и прямых инвестиций западных финансовых институтов» [40, с. 14].

Итак, рынок корпоративных облигаций – это часть рынка ценных бумаг, на котором происходит движение таких ценных бумаг, как корпоративные облигации. К корпоративным облигациям относятся те облигации, которые выпущены юридическими лицами, а именно корпоративными организациями. Основными участниками рынка выступают инвесторы и эмитенты, которые преследуют цель продать либо приобрести ценные бумаги, остальные участники рынка сопровождают сделки, проходившие на рынке, тем самым представляю инфраструктуру рынка.

Определив сущность рынка корпоративных облигаций, рассмотрев объект и участников рынка, выявив ключевые особенности корпоративных облигаций, а также обозначив роль и место банков на рынке корпоративных облигаций перейдем, непосредственно, к анализу рынка корпоративных облигаций в России.



## ГЛАВА 2. АНАЛИЗ БАНКОВСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА РЫНКЕ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

### 2.1. Текущее состояние российского рынка корпоративных облигаций

На сегодняшний день рынок корпоративных облигаций представляет собой один из самых динамично развивающихся сегментов фондового рынка России. Объем внутреннего долгового рынка на 31.04.2016 года составил 14,59 трлн. руб. Динамика рынка по сегментам за последние 5 лет показана на рис. 2.

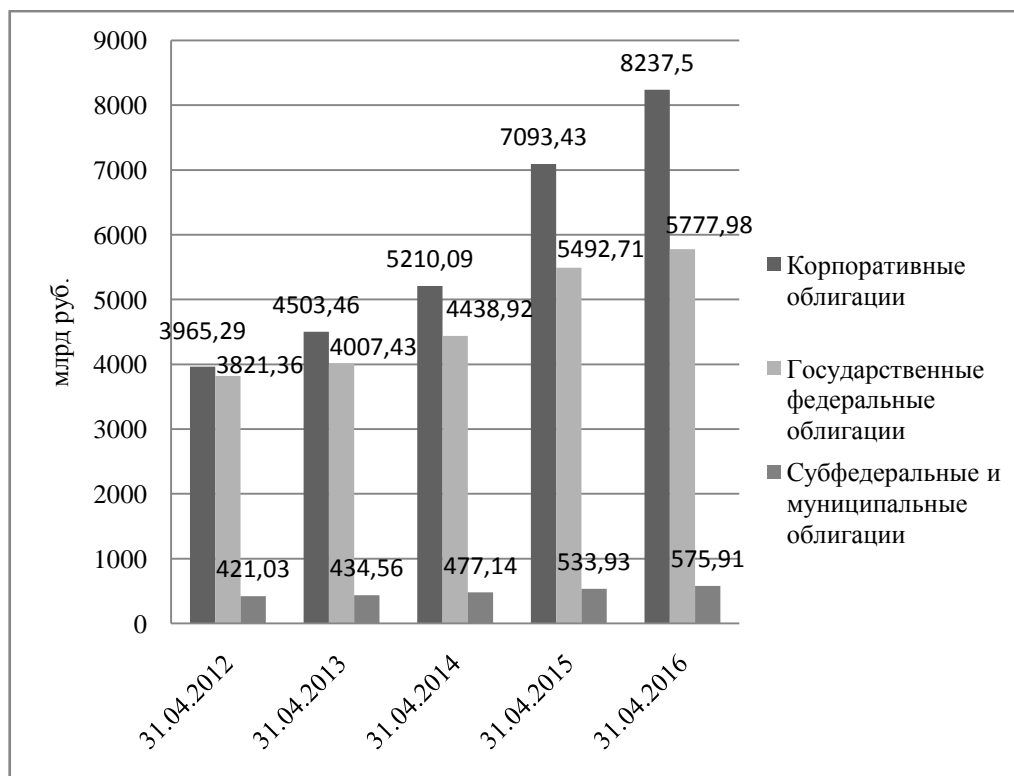


Рисунок. 2 - Объем внутреннего облигационного рынка с 31.04.2012 по 31.04.2016 гг.

Источник: [составлено автором]

Объем рынка корпоративных облигаций за период с апреля 2012 г. до апреля 2016 г. вырос более чем в 2 раза, и увеличился на 4272,21 млрд. руб. Доля данных облигаций в общем объеме внутреннего облигационного рынка за анализируемый период возросла с 48,3% до 56,5%. Что касается доли государственных федеральных облигаций и субфедеральных и муниципальных облигаций, то за этот же период их доля от общего объема

сократилась с 46,6% до 39,6% и с 5,1% до 3,95% соответственно. Это говорит о том, что значительная часть совокупного объема долговых обязательств приходится на долю корпоративных облигаций, и по сравнению с рынком государственных и субфедеральных облигаций рынок корпоративных облигаций растет опережающими темпами.

Лидирующую позицию по объему привлечения по-прежнему сохраняют банки. За анализируемый период объемы размещения банков на рынке корпоративных облигаций в среднем составляли 28%, и имели положительную динамику роста с 1127,02 млрд. руб. на 01.04.2011 г. до 2038,53 млрд. руб. на 01.04.2016 г. Рост размещений банков составил более 80%. Второе место занял сектор финансовых организаций и нефтяная отрасль. За последние два года наблюдается бурный рост размещений нефтегазовой отрасли, так за анализируемый период их доля от общего объема корпоративных облигаций увеличилась на 11,9%, с 384,56 млрд. руб. на 01.04.2011 г. до 1775,88 млрд. руб. на 2016 г. (см. рис.3 и прил. 1).

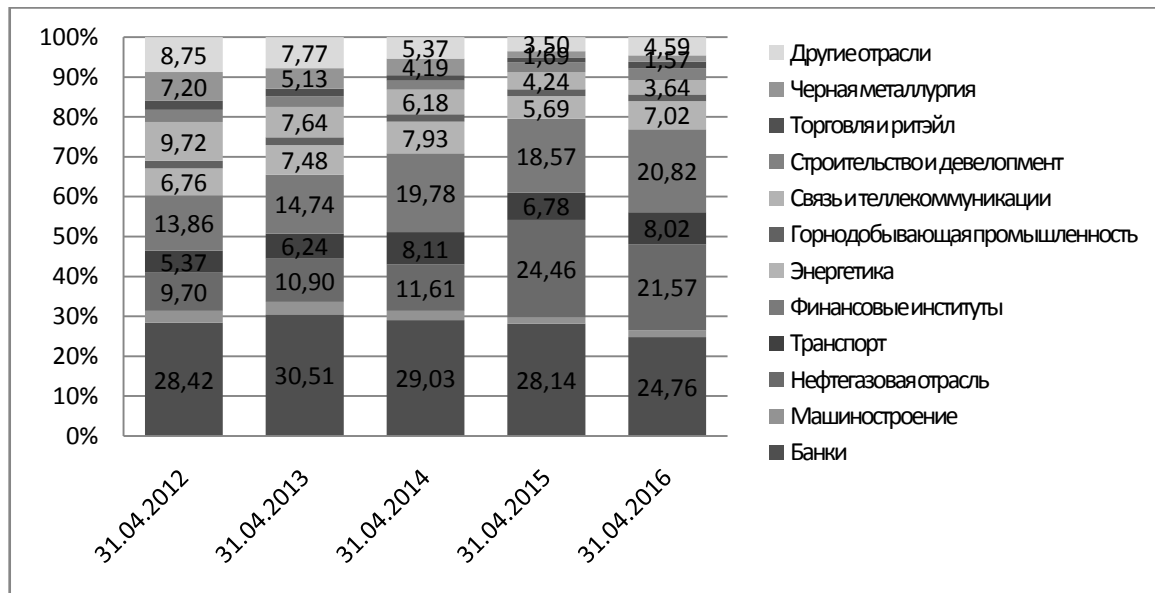


Рисунок. 3 - Структура отраслевой структуры рынка корпоративных облигаций за 01.04.2011 – 01.04.2016 гг.

Источник: [составлено автором]

Количество эмитентов на рынке корпоративных облигаций значительно росло до финансового кризиса 2008 – 2009 гг. (так за 2006 г. насчитывалось 393

эмитента обращающихся облигационных выпусков, а за 2008 г. – 529). Начиная с конца 2008 г., количество эмитентов сократилось на 28,2% и в апреле 2016 г. составило 377. Количество выпусков находящихся в обращении корпоративных облигаций в период с 2006 г. по 2016 г. имеет долгосрочную тенденцию к росту, так за анализируемый период оно увеличилось почти в 2,5 раза с 491 по 1167 (см. табл. 2). Таким образом, на рынке остается все меньше эмитентов, которые увеличивают объемы заимствований и количество привлеченных займов.

Таблица 2

Динамика количества выпусков и эмитентов обращающихся корпоративных облигаций

| Показатель                        | 31.12.2006 | 31.12.2007 | 31.12.2008 | 31.12.2009 | 31.12.2010 | 31.12.2011 | 31.12.2012 | 31.12.2013 | 31.12.2014 | 31.12.2015 |
|-----------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Количество облигационных выпусков | 491        | 607        | 659        | 643        | 686        | 771        | 859        | 975        | 1084       | 1167       |
| Количество эмитентов              | 372        | 464        | 476        | 422        | 385        | 347        | 340        | 344        | 359        | 376        |

Источник: [составлено автором]

В таблице 3 приведен список эмитентов корпоративных облигаций по итогам 2015 г. На первом месте по объему привлечения денежных средств находится компания Роснефть, выпустившая в 2015 г. корпоративных облигаций на общую сумму 400 млрд. руб., это около 18% от общего объема выпуска в стране. На пятой, шестой и седьмой строчке находятся коммерческие банки: БИНБАНК, Россельхозбанк и Банк «ФК Открытие». Они занимают в среднем 3% от общего объема выпуска, и за 2015 г. они привлекли 85 млрд. руб., 65 млрд. руб. и 62 млрд. руб. соответственно. Концентрация отдельных эмитентов на рынке корпоративных облигаций относительно высока, и на долю 10 первых по оборотам эмитентов корпоративных облигаций приходится более 50% .

Таблица 3

Рэнкинг эмитентов рынка корпоративных облигаций по итогам 2015 г.

|    | Эмитент            | Объем, млрд. руб. | Доля рынка, % |
|----|--------------------|-------------------|---------------|
| 1  | Роснефть           | 400               | 17,55         |
| 2  | Ямал СПГ           | 150,32            | 6,59          |
| 3  | РЖД                | 127               | 5,57          |
| 4  | ЗапСибНефтехим     | 118,6             | 5,20          |
| 5  | БИНБАНК            | 85                | 3,73          |
| 6  | Россельхозбанк     | 65                | 2,85          |
| 7  | Банк «ФК Открытие» | 62                | 2,72          |
| 8  | ВЭБ-Лизинг         | 54,95             | 2,41          |
| 9  | Магнит             | 40                | 1,75          |
| 10 | ФСК ЕЭС            | 40                | 1,75          |
|    | Итого              | 1142,87           | 50,12         |
|    | Весь рынок         | 2279,72           | 100           |

Источник: [составлено автором]

Среди организаторов выпусков корпоративных облигаций достаточно высока концентрация по объемам выпуска (см. табл. 4).

Таблица 4

Список наиболее активных организаторов размещений корпоративных облигаций по итогам 2015 г.

|    | Организатор размещения | Объем размещений, млрд. руб. | Доля рынка, % |
|----|------------------------|------------------------------|---------------|
| 1  | Газпромбанк            | 222,19                       | 14,96         |
| 2  | Сбербанк               | 182,42                       | 12,28         |
| 3  | Группа «ВТБ»           | 182,13                       | 12,26         |
| 4  | Банк «ФК Открытие»     | 180,63                       | 12,16         |
| 5  | БК Регион              | 173,85                       | 11,70         |
| 6  | РОСБАНК                | 105,23                       | 7,09          |
| 7  | Совкомбанк             | 92,27                        | 6,21          |
| 8  | Райффайзенбанк         | 86,68                        | 5,84          |
| 9  | Россельхозбанк         | 38,73                        | 2,61          |
| 10 | Связь-Банк             | 38,21                        | 2,57          |
|    | Итого                  | 1302,34                      | 87,68         |
|    | Весь рынок             | 1485,29                      | 100           |

Источник: [составлено автором]

Таким образом, на долю первых десяти организаторов облигационных выпусков корпоративных эмитентов пришлось в 2015 г. 87,68% суммарного объема новых выпусков, при этом на лидера (Газпромбанк) – 14,96%.

Проблемы с нарушениями при исполнении обязательств по корпоративным облигациям потеряли свою остроту еще в 2011 г. За 2014 г.

объемы неисполненных обязательств составили около 7 млрд. руб., против 47 млрд. руб. в 2010 г. Однако на 2015 г. картина меняется. Непростое макроэкономическое положение России в 2015 году отразилось, в том числе, на дефолтной статистике рынка облигаций. По итогам прошедшего года на рынке рублевого корпоративного долга 25 эмитентов допустили дефолты на общую сумму 43.5 млрд. рублей. За прошедший год было допущено 57 дефолтов и 6 технических дефолтов по купону, 15 дефолтов и два технических дефолта по офортам. Девять раз эмитенты не смогли погасить выпуски облигаций. Кроме того, Внешпромбанк, в связи с отзывом лицензии на осуществление банковской деятельности, допустил дефолт по евробонду с погашением в 2016 г. (см. табл. 5).

Таблица 5

Объемы неисполненных обязательств эмитентов корпоративных облигаций с 31.12.2006 по 31.12.2015 гг.

| Дата       | Объем, млн. руб. |
|------------|------------------|
| 31.12.2006 | 400,00           |
| 31.12.2007 | 2050,93          |
| 31.12.2008 | 37664,90         |
| 31.12.2009 | 124159,59        |
| 31.12.2010 | 47149,44         |
| 31.12.2011 | 6433,34          |
| 31.12.2012 | 2196,46          |
| 31.12.2013 | 8220,20          |
| 31.12.2014 | 7008,48          |
| 31.12.2015 | 43525,13         |

Источник: [составлено автором]

Среди эмитентов больше всех «отличилась» компания «ЮТэйр-Финанс»: с ее участием зафиксировано 40 событий на сумму 9 млрд. рублей. Примерно по 5 млрд. рублей неисполненных обязательств также приходится на компаниями «Мечел», «Промнефтесервис» и «Трансгазсервис», еще примерно по 3 млрд рублей - на «СУ-155 Капитал», НОТА-Банк и Пробизнесбанк.

На рис. 4 приведены данные по биржевому обороту корпоративных облигаций, входящих в индекс МСХСВІ TR. За последние три года наблюдается резкий спад объема биржевых сделок с корпоративными

облигациями. С апреля 2013 г. по апрель 2016 г. объемы снизились на 95,62%, с 332,66 млрд. руб. до 14,56 млрд. руб. Столь серьезный спад оборотов на фоне значительного увеличения объема рынка может быть, в том числе, объясним непропорционально большими нерыночными размещениями, также на это повлияла нестабильная экономическая стране.

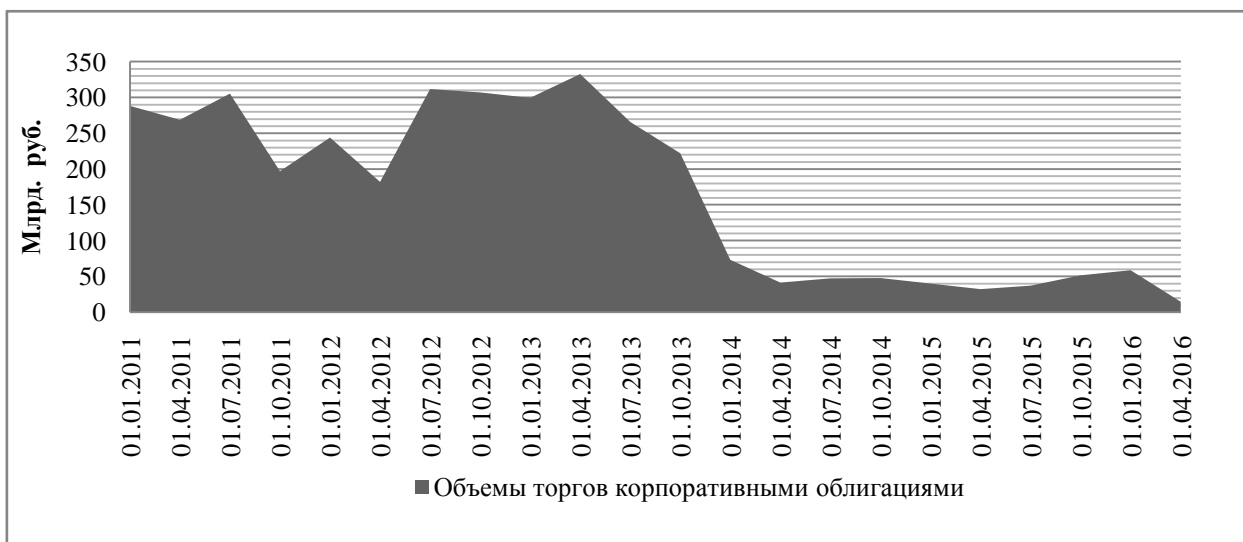


Рисунок. 4 - Объемы торгов корпоративными облигациями, входящих в индекс МСХСВІ TR с 01.01.2011 по 01.04.2016 гг.

Источник: [составлено автором]

Резкое падение объемов торгов не могло не сказаться на показателе ликвидности вторичного облигационного рынка. Уменьшение вторичного оборота при росте номинального объема рынка привело к тому, что коэффициент оборачиваемости на внутреннем корпоративном долговом рынке снизился. Так, по итогам за 2015 г. он опустился до 54%, против 182% пятью годами раньше (см. табл. 6).

Таблица 6

Коэффициент оборачиваемости внутреннего долгового рынка за 2011-2015 гг.

| Год                          | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|------------------------------|------|------|------|------|------|
| К <sub>оборачиваемости</sub> | 182% | 175% | 143% | 76%  | 54%  |

Источник: [составлено автором]

Судя по индексу МСХСВІ TR, средний совокупный доход инвесторов в корпоративные облигации (возврат на инвестиции) в течение 2015 г. имел положительную динамику увеличения, и с апреля 2015 г. по апрель 2016 г. по итогам доход инвесторов в корпоративные облигации составил +28%. Это эквивалентно доходу от инвестиций в акции. С начала 2011г. по ноябрь 2014 г. наблюдается положительная динамика увеличения среднего совокупного дохода инвесторов около 26,86%. С середины ноября и по конец года доход оказался отрицательным, в результате по итогам 2014 г. совокупный доход инвесторов в корпоративные облигации оставил 1,6% (см. рис. 5).

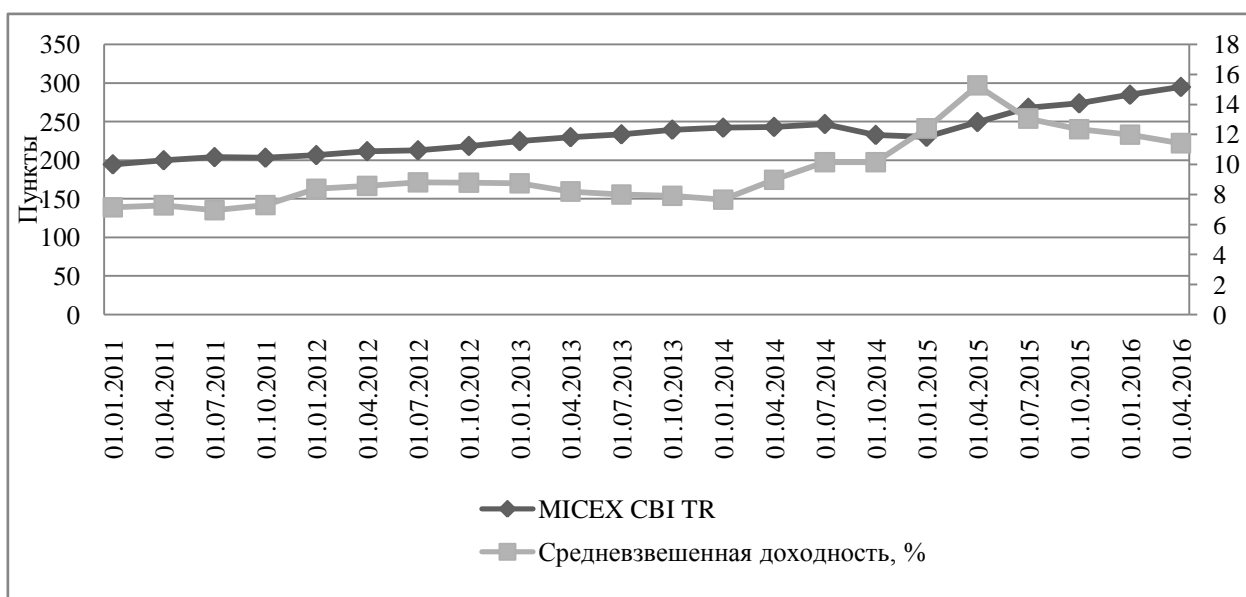


Рисунок. 5 - Динамика индекса МСХСВІ TR и средневзвешенной доходности к погашению облигаций за 01.01.2011 – 01.04.2016 гг.

Источник: [составлено автором]

Средневзвешенная доходность к погашению корпоративных облигаций за анализируемый период продемонстрировала достаточно сложную динамику. В 2011 г. в третьем квартале наблюдался спад примерно на 0,5%, затем произошел рост, и год завершился на уровнях около 7,3%, что ниже ставки рефинансирования на 0,7%. Это говорит об отрицательном спреде доходности к погашению корпоративных облигаций. За 2012 г. отмечен рост до 8,8%, но в 2013 г. произошел спад до 7,7%. В 2014-2015 гг. в связи с падением цен на нефть и девальвацией рубля, введением антироссийских санкций со стороны

ЕС и США, значительным повышением ключевой ставки Банка России в IV квартале 2014 г. (до 17% годовых) произошли существенные изменения в динамике процентных ставок и дюрации рублевых корпоративных облигаций по сравнению с 2010-2013 гг. До июня 2014 г. также наблюдается рост до 12,39%. Более высокая доходность к погашению отмечалась в 2015 г. В третьем квартале 2015 г. она достигла 15,25%., затем началось плавное снижение доходности, и к апрелю 2016 г. она составляла 11,4%. Характерно, что в течение двух последних лет доходность к погашению существенно превышает ставку рефинансирования ЦБ, что нельзя сказать о ключевой ставке, которая в 2014 г. составляла 17%, что почти вдвое выше доходности к погашению. Только к концу 2015 г. ключевая ставка ЦБ снизилась до 14%, превышая ставку доходности к погашения на 1% (см. рис. 6).

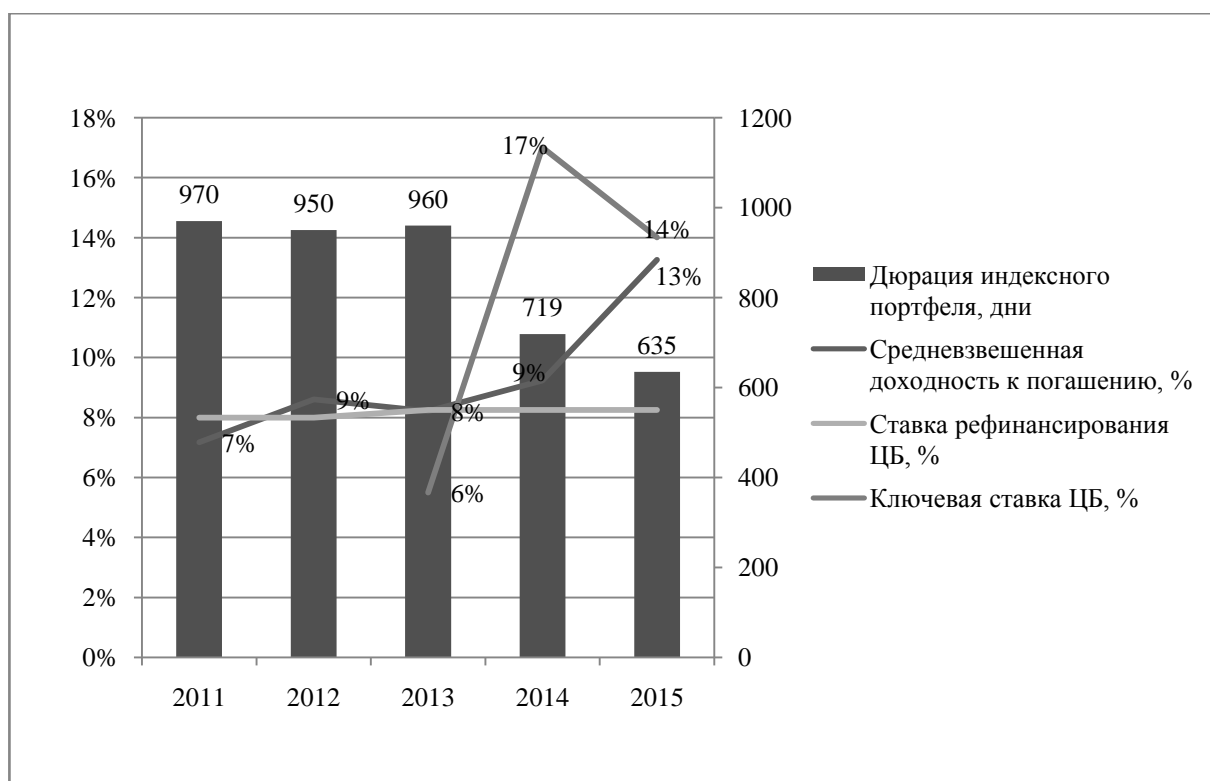


Рисунок. 6 - Средняя доходность к погашению и дюрация облигаций, входящих в индекс МСХСВІ TR за 2011 – 2016 гг.

Источник: [составлено автором]

С 2011 г. по 2013 г. уровень средневзвешенной дюрации корпоративных облигаций оставался почти на одинаковом уровне: 970 – 950 дней. Начиная с



2014 г. дюрация индексного портфеля МСХСВІ TR сокращалась, и на 2014 г. составила 719 дней, а на 2015 г. – 635 дней. Уровень дюрации зависит не только от ставки купона и срока обращения, но и от доходности к погашению. Увеличение средневзвешенной доходности к погашению облигации ведет к снижению уровня дюрации облигации.

Таблица 7

Волатильность фондовых индексов облигаций в 2011–2015 гг.

| Период | Волатильность МСХ СВІ TR, % | Коэффициент Сортино |
|--------|-----------------------------|---------------------|
| 2011   | 0,09                        | 0,02                |
| 2012   | 0,06                        | 0,09                |
| 2013   | 0,04                        | 0,11                |
| 2014   | 0,3                         | -0,14               |
| 2015   | 0,4                         | -0,15               |

Источник: [составлено автором]

За анализируемый период волатильность индекса корпоративных облигаций выросла на порядок и на 2014 г. составила 0,3%, а на 2015 г. – 0,4% (для сравнения: максимальная волатильность отмечалась в 2008 г. – 0,42%). Это говорит о высокой реакцией цены облигаций на изменение ее доходности к погашению. Мы видим, что волатильность за 2013-2014 гг. изменилась довольно в больших пределах: с 0,04% до 0,3%. Изменения вызваны в связи с нестабильной и неблагоприятной экономической ситуацией в стране изменениями денежно-кредитной политики властей (резкое увеличение ключевой ставки ЦБ до 17%). Также иногда такие изменения оказываются «ложными», вне рыночными. Российский рынок не слишком совершенен, ежедневные объемы сделок невелики, ценообразование далеко от конкурентного. Одна-две сделки могут серьезно повлиять на цену, и это долго будет проявляться в будущем как ожидание высокой волатильности. И наоборот, в период затишья на рынке может вообще не совершаться сделок, что приведет к низкой волатильности и ложному чувству стабильности. Коэффициент Сортино показывает доходность корпоративной облигации, взвешенную по риску. Впервые за время наблюдения он оказался отрицательным, и на 2014 г. составил минус 0,14, а на 2015 г. – минус 0,15. Это

говорит о том, что фонды стали менее эффективно управляться с точки зрения сочетания доходности и риска (см. табл. 7).

Корпоративные еврооблигации занимают наибольший удельный вес на всем рынке еврооблигаций порядка 75%. Объемы рынка корпоративных еврооблигаций за анализируемый период снизились с 160,5 млрд. долларов США на 31.04.2012 г. до 140,87 млрд. долларов США на 31.04.2016 г. Спад наблюдается последние два года: до 2014 г. объемы рынка корпоративных еврооблигаций росли и достигли максимума в 181,01 млрд. долларов США, а после начали снижаться. Это обусловлено неблагоприятной и нестабильной экономической ситуацией в стране и резкого падения курса рубля к курсам международных валют (см. рис. 7).

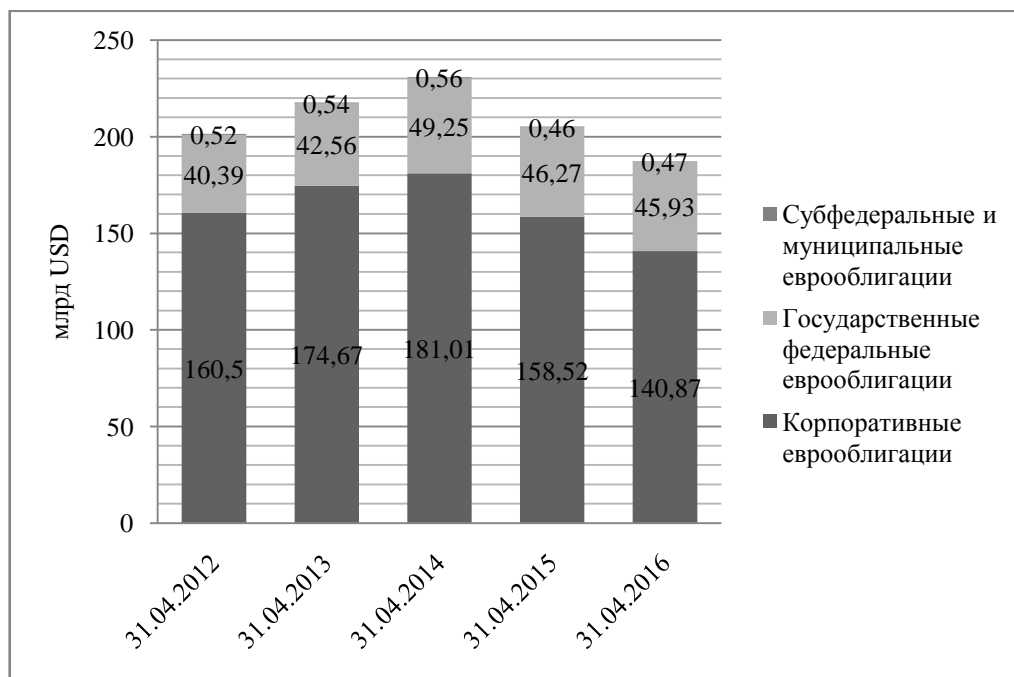


Рисунок. 7 - Объем рынка еврооблигаций с 31.04.2012 г. по 31.04.2016 г.

Источник: [составлено автором]

В среднем корпоративные еврооблигации размещаются на более длительный срок, чем облигации на внутреннем рынке. Если доля рублевых облигаций с дюрацией до 3 лет в общем количестве выпусков превышает 90%, то аналогичный показатель для еврооблигаций в 2014–2015 г. составил 47–50%. Среди еврооблигаций преобладают бумаги с дюрацией 5–7 лет.

Как для внутреннего рынка, так и для рынка еврооблигаций в посткризисный период характерно снижение числа эмитентов с одновременным увеличением количества выпусков и объемов заимствований (см. табл. 8).

Таблица 8

Динамика количества выпусков и эмитентов обращающихся корпоративных еврооблигаций

| Показатель                        | 31.12.2006 | 31.12.2007 | 31.12.2008 | 31.12.2009 | 31.12.2010 | 31.12.2011 | 31.12.2012 | 31.12.2013 | 31.12.2014 | 31.12.2015 |
|-----------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Количество облигационных выпусков | 217        | 321        | 332        | 305        | 266        | 270        | 317        | 472        | 411        | 394        |
| Количество эмитентов              | 96         | 127        | 124        | 104        | 91         | 83         | 81         | 86         | 84         | 82         |

Источник: [составлено автором]

Рассмотрев текущее состояние рынка корпоративных облигаций в России, можно сделать вывод, что за последние 5 лет этот сегмент финансового рынка динамично растет. Объемы рынка увеличились на 4272,21 млрд. руб. или на 107,74%. Количество эмитентов на 2016 г. составило 376 ед., что по сравнению с 2011 г. больше всего на 29 ед., однако не смотря на это количество облигационных выпусков возросло на 51,36% и составило 1167 ед. По объему привлечения относительно отраслевой структуры рынка корпоративных облигаций лидирующую позицию занимают банки – около 28% объема рынка, и на 01.04.2016 г. объемы размещения банков составили 2038,53 млрд. руб. Рассмотрим далее более детально деятельность банков на рынке корпоративных облигаций.

## 2.2. Анализ банковского сектора на рынке корпоративных облигаций

Банковский сектор на рынке корпоративных облигаций по объему привлечения средств из года в год занимает лидирующую позицию, в среднем 28% от объема рынка. Банки, как особые финансово-кредитные институты, выступают ключевыми звеньями рынка корпоративных облигаций. Исходя из

потребностей банков их деятельность на рынке корпоративных облигаций подразделяется на эмиссионную и инвестиционную.

Инвестиции банков в корпоративные облигации – это отдельное направление банковских инвестиций, которое имеет четко выраженную форму объекта инвестиций – корпоративные облигации, что указывает на их финансовую основу. Осуществляя вложения денежных средств в корпоративные облигации, банковские кредитные организации преследуют две главные цели:

1. получение дохода (прибыли) от инвестиций за счет выплачиваемых процентов, а также получение спекулятивного дохода в условиях роста курсовой стоимости облигаций;
2. обеспечение и поддержание ликвидности банка путем покупки высококачественных ценных бумаг, принимаемых в качестве залога по кредитам Центрального Банка и операциям РЕПО.

Важным фактором, увеличивающим инвестиционную привлекательность корпоративных облигаций является Ломбардный список Центрального Банка. Банк России, для поддержания ликвидности банков проводит операции прямого РЕПО и размещает кредиты под обеспечение ценных бумаг, включенных в Ломбардный список. Банки в отношении каждой приобретаемой ценной бумаги оценивают возможность:

- быстро реализовать на фондовом рынке;
- использовать при получении кредитов от Банка России;
- задействовать в операциях РЕПО.

Указанные аспекты в существенной степени оказывают влияние на выбор конкретных ценных бумаг, в которые банки осуществляют вложения, безусловно, в пользу включенных в перечень Ломбардного списка.

Анализ фактических вложений российских банков в корпоративные облигации позволит определить инвестиционные цели, преследуемые банками, и тенденции банковских инвестиций на современном этапе.

Рассмотрим состав и структуру вложений банков в корпоративные облигации за последние 5 лет (см. табл.9).

Таблица 9

## Состав и структура вложений банков в корпоративные облигации

| Корпоративные облигации:             | 31.04.2012 |            | 31.04.2013 |            | 31.04.2014 |            | 31.04.2015 |            | 31.04.2016 |            |
|--------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                                      | млрд. руб. | уд. Вес, % | млрд. руб. | уд. Вес, % | млрд. руб. | уд. Вес, % | млрд. руб. | уд. Вес, % | млрд. руб. | уд. Вес, % |
| Выпущенные резидентами               | 1514,2     | 48,8       | 1548,6     | 36,7       | 1108,7     | 20,8       | 1735,8     | 28,9       | 1666,2     | 26,5       |
| - в рублях                           | 1501,3     | 48,4       | 1543,9     | 36,6       | 1104       | 20,7       | 1611,9     | 26,8       | 1657,2     | 26,3       |
| - в иностранной валюте               | 13         | 0,4        | 4,7        | 0,1        | 4,7        | 0,1        | 22,9       | 0,4        | 9,1        | 0,1        |
| Выпущенные нерезидентами             | 678,1      | 21,9       | 889,9      | 21,1       | 975        | 18,3       | 1559,3     | 25,9       | 2236,6     | 35,6       |
| - в рублях                           | 253,6      | 8,2        | 278,5      | 6,6        | 266        | 5,0        | 284,9      | 4,7        | 187,7      | 3,0        |
| - в иностранной валюте               | 424,5      | 13,7       | 611,3      | 14,5       | 709,2      | 13,3       | 1274,4     | 21,2       | 2049       | 32,6       |
| Переданные без прекращения признания | 908,7      | 29,3       | 1785,2     | 42,3       | 3242,7     | 60,9       | 2717,6     | 45,2       | 2389,5     | 38,0       |
| - в рублях                           | 776,9      | 25,1       | 1718       | 40,7       | 2799,4     | 52,6       | 1821,1     | 30,3       | 1138,3     | 18,1       |
| - в иностранной валюте               | 131,9      | 4,3        | 67,1       | 1,6        | 443,3      | 8,3        | 896,5      | 15,0       | 1251,2     | 19,9       |
| Всего                                | 3101       | 100        | 4223,7     | 100        | 5326,4     | 100        | 6012,7     | 100        | 6292,3     | 100        |

Источник: [составлено автором]

За анализируемый период структура вложений банков в корпоративные облигации относительно не стабильна, так как на 31.04.2012 г. основную долю занимали облигации – резидентов, около 48,8%, то на 31.04.2016 г. их доля в общем объеме составляла 26,5%, хотя объемы вложений банков в эти ценные бумаги за пять лет возросли на 152 млрд. руб. Такие структурные изменения

объясняются неблагоприятными экономическими условиями в стране, а также напряженными геополитическими отношениями между ведущими экономически развитыми странами, приведшими к резкому падению курса рубля к международным валютам, введению антироссийских санкций и снижения ведущими международными рейтинговыми агентствами рейтингов российских компаний и банков, а также снижения мировых цен на нефть и привело к увеличению инвестиционной привлекательности облигаций – нерезидентов, номинированных в иностранной валюте. Так, доля вложения банков в облигации – нерезидентов в иностранной валюте от общего объема вложений с 31.04.2012 г. по 31.04.2016 г. увеличилась с 13,7% до 32,6%. Объемы вложений по данным ценным бумагам за пять лет возросли с 424,5 млрд. руб. до 2049 млрд. руб. Так же значительный прирост наблюдался в вложениях в облигации, переданные без прекращения признания, и на 31.04.2016 г. объемы вложений составили 2389,5 млрд. руб., что на 1480,8 млрд. больше, по сравнению с 31.04.2012 г. Однако это не привело к снижению вложений в корпоративные облигации номинированные в рублях, и за анализируемый период виднеется положительная динамика увеличения вложения (кроме 2014г., на который пришелся пик экономического кризиса в стране).

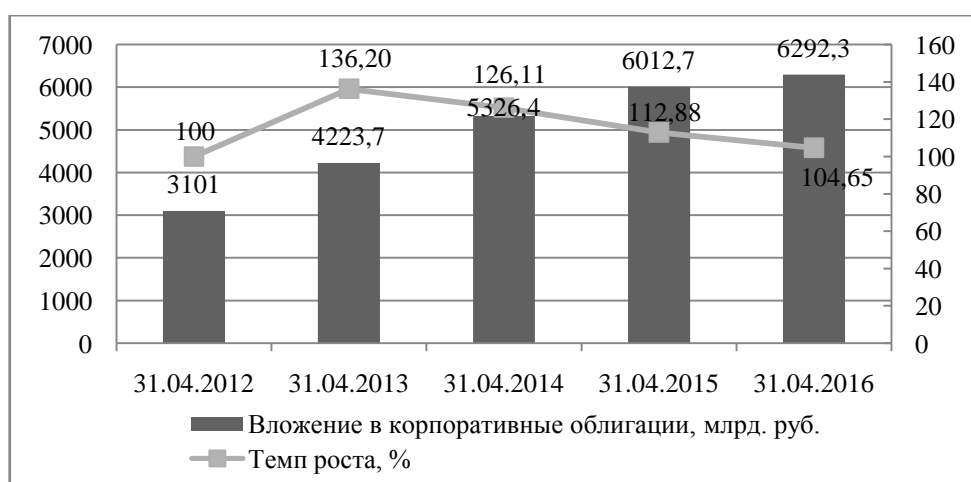


Рисунок. 8 - Динамика вложений банков в корпоративные облигации (на 31.04.2012 – 31.04.2016 гг.)

Источник: [составлено автором]

Согласно данным приведенным на рисунке 8 видно, что объемы вложений банков в корпоративные облигации выросли за анализируемый период. Темп роста на 31.04.2016 г. составил 118,4%. На 31.04.2014 г. произошло снижение объемов на 354,8 млрд. руб., связанное с негативными экономическими и политическими ситуациями в стране, однако на 31.04.2015 г. происходит бурный рост вложений банков в корпоративные облигации, темп роста составил 158,1%. Объемы вложений за этот год увеличились на 1211,4 млрд. руб. и составили 3295,1 млрд. руб. Такое увеличение объемов вложений произошло из-за переориентации банковских инвестиций в корпоративные облигации – нерезидентов, выпущенные в иностранной валюте. Это говорит об увеличении спекулятивной привлекательности этих ценных бумаг для банков, и это положительно сказывается на краткосрочную прибыль банков. Изменение вложений банков РФ в корпоративные облигации за последние пять лет предоставлены в таблице 10.

Таблица 10

## Динамика вложений банков РФ в корпоративные облигации за 5 лет

| Корпоративные облигации  | На 31.04.2016 к 31.04.2012 |               |                         |
|--------------------------|----------------------------|---------------|-------------------------|
|                          | Изм. (+,-), млрд. руб.     | Темп роста, % | Изм. структуры (+,-), % |
| Выпущенные резидентами   | 152                        | 110,04        | -22,35                  |
| - в рублях               | 155,9                      | 110,38        | -22,08                  |
| - в иностранной валюте   | -3,9                       | 70,00         | -0,27                   |
| Выпущенные нерезидентами | 1558,5                     | 329,83        | 13,68                   |
| - в рублях               | -65,9                      | 74,01         | -5,19                   |
| - в иностранной валюте   | 1624,5                     | 482,69        | 18,87                   |

| Корпоративные облигации              | На 31.04.2016 к 31.04.2012 |               |                        |
|--------------------------------------|----------------------------|---------------|------------------------|
|                                      | Изм. (+,-), млрд. руб.     | Темп роста, % | Изм. (+,-), млрд. руб. |
| Переданные без прекращения признания | 1480,8                     | 262,96        | 8,67                   |
| - в рублях                           | 361,4                      | 146,52        | -6,96                  |
| - в иностранной валюте               | 1119,3                     | 948,60        | 15,63                  |
| Всего                                | 3191,3                     | 202,91        | -17,34                 |

Источник: [составлено автором]

За период 2012 – 2016 гг. наблюдается рост вложений банков в корпоративные облигации (темп роста – 178,02%). Однако динамика инвестиций банков в разные корпоративные облигации разнонаправлена. Наибольший темп роста – 329,8% наблюдается по состоянию на апрель 2016 г. по инвестициям в корпоративные облигации, выпущенные нерезидентами. Банки стремительно наращивают портфели корпоративных облигаций нерезидентов, выпущенных в иностранной валюте, так темп роста составил 482,7%, то есть объемы вложений в эти ценные бумаги за анализируемый период увеличились на 1624,5 млрд. руб. На втором месте находятся вложения в корпоративные облигации, переданные без прекращения признания, за пять лет темп роста которых составил 263% (относительно валюты номинирования колоссальный темп роста этих ценных бумаг, выпущенных в иностранной валюте – 948,6%). Увеличение объемов инвестирования банков в этот вид ценной бумаги произошло в следствии прекращения Банка России операций по выпуску собственных облигаций, которые в банковской практике широко использовались в форме залога в операциях РЕПО. Значительный объем банковских инвестиций в инструменты РЕПО также свидетельствует о высокой потребности национальных банков в ресурсах Банка России и поддержания своей ликвидности.



Теперь рассмотрим эмиссионную деятельность банков на рынке корпоративных облигаций. Выпуск долговых ценных бумаг – это один из способов формирования заемных средств банка, для осуществления банковской деятельности и поддержания ликвидности банка. В таблице 11 предоставлена состав и структура выпущенных корпоративных облигаций банками РФ за 5 лет.

Таблица 11

Состав и структура выпущенных корпоративных облигаций банками РФ  
за 5 лет

| Корпоративные облигации            | 31.04.2012 |            | 31.04.2013 |            | 31.04.2014 |            | 31.04.2015 |            | 31.04.2016 |            |
|------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                                    | млрд. руб. | уд. Вес, % | млрд. руб. | уд. Вес, % | млрд. руб. | уд. Вес, % | млрд. руб. | уд. Вес, % | млрд. руб. | уд. Вес, % |
| Всего                              | 778,6      | 100        | 1116,6     | 100        | 1149       | 100        | 1322,7     | 100        | 1139,7     | 100        |
| - со сроком погашения до 1 года    | 5,1        | 0,7        | 7,5        | 0,7        | 3,3        | 0,3        | 8,5        | 0,6        | 1          | 0,1        |
| - со сроком погашения свыше 1 года | 773,5      | 99,3       | 1109       | 99,3       | 1145,7     | 99,7       | 1314,2     | 99,4       | 1138,7     | 99,9       |

Источник: [составлено автором]

За рассматриваемый период структурных изменений относительно выпуска облигаций не наблюдается. Что касается общего объема выпуска корпоративных облигаций, то до 31.04.2016 г. видна положительная динамика роста выпусков: с 778,6 млрд. руб. до 1322,7 млрд. руб. На 31.04.2016 г. объемы снижаются, и составляют 1139,7 млрд. руб. Однако темп роста общего объема выпуска за 5 лет составил 146,4%. Это можно объяснить тем, что в посткризисный период, банки снижают объемы выпусков корпоративных облигаций, и возвращаются к классическим банковским способам привлечения денежных средств. Изменение выпуска корпоративных облигаций банками РФ за последние пять лет предоставлено в таблице 12.

Динамика выпуска корпоративных облигаций банками РФ за 5 лет

| Корпоративные облигации            | На 31.04.2016 к 31.04.2012 |               |                        |
|------------------------------------|----------------------------|---------------|------------------------|
|                                    | Изм. (+,-), млрд. руб.     | Темп роста, % | Изм. Структуры (+,-),% |
| Всего                              | 361,1                      | 146,38        | 0,00                   |
| - со сроком погашения до 1 года    | -4,1                       | 19,61         | -0,57                  |
| - со сроком погашения свыше 1 года | 365,2                      | 147,21        | 0,57                   |

Источник: [составлено автором]

Несмотря на рост объемов выпуска корпоративных облигаций, доля их в структуре пассивов банковского сектора совсем невелика (см. рис. 9).



Рисунок. 9 - Структура пассивов банков РФ за 5 лет

Источник: [составлено автором]

Облигации, векселя и банковские акцепты в общей структуре пассивов банков занимают около 4%. Из них, доля корпоративных облигаций менее 1%.

Это говорит о том, что для банков выпуск долговых ценных бумаг, а в частности корпоративных облигаций не является приоритетным способом формирования заемного капитала для ведения своей деятельности.

Определим место одного из пяти банков, которые являются наиболее активными участниками рынка корпоративных облигаций. Проведем сравнительное исследование банков по объемы активных и пассивных операций с корпоративными облигациями (см. табл. 13).

Таблица 13

Сравнительная таблица деятельности банков на рынке корпоративных облигаций на 01.05.2016 г.

| Показатели                                     | Сбербанк    | ВТБ        | Газпромбанк | РОСБАНК   | ФК<br>Открытие |
|--|-------------|------------|-------------|-----------|----------------|
| Валюта баланса,<br>млн. руб.                   | 136609849,4 | 19753075,9 | 9621262,5   | 1913105,9 | 6668091,3      |
| Объем<br>приобретенных<br>облигаций, млн. руб. | 1265733,9   | 650882,6   | 323443,9    | 28320,9   | 335202,4       |
| Объем<br>реализованных<br>облигаций, млн. руб. | 28500       | 49137,4    | 96161,4     | 31284,4   | 30082,9        |
| Доля<br>приобретенных<br>облигаций, %          | 0,93        | 3,30       | 3,36        | 1,48      | 5,03           |
| Доля реализованных<br>облигаций, %             | 0,02        | 0,25       | 1,00        | 1,64      | 0,45           |

Источник: [составлено автором]

Исходя из таблицы 13 можно сделать вывод, что нет четко определенного лидера среди рассматриваемых банков, который показал наибольшую долю приобретенных и реализованных облигаций относительно валюты баланса банка. Наибольшая доля приобретенных облигаций в валюте баланса наблюдается у ФК Открытие – 5,03%, а наибольшая доля реализованных облигаций относительно валюты баланса у РОСБАНКа – 1,64%. Относительно

высокие доли видны у ОА «Газпромбанк»: по приобретенным облигациям – 3,36%; по реализованным – 1%.

Так как относительно высокая концентрация деятельности наблюдается у АО «Газпромбанк», то будем рассматривать далее его деятельность на рынке корпоративных облигаций.

На сегодняшний день у АО «Газпромбанк» находится в обращении 32 выпуска корпоративных облигаций, из них 2 выпуска на общую сумму 550 млн. швейцарских франков, 1 выпуск на общую сумму 1 млрд. юаней, 2 выпуска на общую сумму 2 млрд. евро, 20 выпусков на общую сумму 200,5 млрд. руб. и 7 выпусков на общую сумму 4,5 млрд. долл. США. Все выпущенные облигации АО «Газпромбанк» являются документарными неконвертируемыми процентными облигациями со сроком погашения свыше 3 лет. Международные рейтинговые агентства присваивают кредитный рейтинг эмитента АО «Газпромбанк» - ВВ+ /негативный.

Для качественной оценки привлеченных ресурсов ОА «Газпромбанк» путем выпуска корпоративных облигаций следует рассчитать ряд определенных коэффициентов:

1. Коэффициент соотношения портфеля выпущенных банком собственных ценных бумаг и общего объема привлеченных средств:

$$K1 = \frac{ЦБ_{в}}{ПС} \quad (2)$$

где  $ЦБ_{в}$  – выпущенные ценные бумаги;

$ПС$  – общий объем привлеченных средств.

2. Коэффициент соотношения собственных средств и портфеля выпущенных банком собственных ценных бумаг:

$$K2 = \frac{СС}{ЦБ_{в}} \quad (3)$$

где СС – собственные средства банка.

3. Коэффициент соотношения портфеля выпущенных банком собственных ценных бумаг и величины уставного капитала банка:

$$K3 = \frac{ЦБ_{\text{в}}}{УК} \quad (4)$$

где УК – уставный капитал банка.

4. Коэффициент соотношения портфеля выпущенных банком собственных ценных бумаг и всей ресурсной базы банка:

$$K4 = \frac{ЦБ_{\text{в}}}{\Pi} \quad (5)$$

где  $\Pi$  – пассивы банка.

Расчеты предоставлены в таблице 14.

Таблица 14

Качественная оценка привлеченных ресурсов банка от размещения корпоративных облигаций

| Показатели                        | 01.05.2012 | 01.05.2013 | 01.05.2014 | 01.05.2015 | 01.05.2016 |
|-----------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Выпущенные облигации, млрд. руб.  | 78,98      | 90,00      | 107,76     | 116,99     | 96,16      |
| Привлеченные средства, млрд. руб. | 4209,74    | 2776,41    | 3122,65    | 3784,12    | 5099,89    |
| Собственные средства, млрд. руб.  | 636,31     | 777,57     | 1314,49    | 332,97     | 253,82     |
| Уставный капитал, млрд. руб.      | 20,00      | 24,53      | 24,53      | 64,49      | 190,24     |
| Пассивы, млрд. руб.               | 3359,72    | 4423,37    | 6784,14    | 10368,45   | 9621,26    |
| K1                                | 0,019      | 0,032      | 0,035      | 0,031      | 0,019      |
| K2                                | 8,057      | 8,640      | 12,199     | 2,846      | 2,639      |
| K3                                | 3,949      | 3,668      | 4,392      | 1,814      | 0,505      |
| K4                                | 0,024      | 0,020      | 0,016      | 0,011      | 0,010      |

Источник: [составлено автором]

Можно сделать вывод, что выпущенные корпоративные облигации занимают очень маленькую долю (в среднем за 5 лет 3 %) от общего объема

привлеченных средств банка, что говорит о незначительной прибавке ресурсной базы банка от эмиссии собственных ценных бумаг.

Коэффициент K2 показывает, какая доля собственных средств покрывает один рубль привлеченных средств от размещения собственных корпоративных облигаций. Этот коэффициент за анализируемый период показал неравномерную динамику: с 01.05.2012 г. по 01.05.2014 г. K2 вырос до 122%, что говорит о том, что собственные средства полностью покрывали привлеченные средства от размещения корпоративных облигаций, но с 01.05.2015 г. коэффициент стремительно снизился до 28,5%, а на 01.05.2016 г. он составил и вовсе 26,4%.

Коэффициент K3 рассчитывается в случае, если значительную часть собственных средств банка занимает его уставный капитал. До 01.05.2014 г. значение этого коэффициента выросло до 439,2%. Это говорит о нестабильной финансовой устойчивости банка на тот период времени. Однако в последующие два года ситуация изменилась, и коэффициент этот снизился до 50,5%. Главным образом это произошло за счет увеличения уставного капитала банка. В результате принятия дополнений к Федеральному Закону от 13 октября 2008 года №173-ФЗ «О дополнительных мерах по поддержке финансовой системы Российской Федерации» (далее – «Закон») в декабре 2014 года Министерство Финансов Российской Федерации приобрело 39954000 штук некумулятивных привилегированных акций номинальной стоимостью 1000 рублей каждая, которые были выпущены АО «Газпромбанк» по закрытой подписке, за 39954 млн. рублей. В соответствии с Законом покупка акций была осуществлена за счет средств, полученных от досрочного погашения банком субординированного депозита, размещенного в Банке Внешэкономбанком в 2009 году. В августе 2015 года АО «Газпромбанк» разместил 12574800 штук привилегированных акций номинальной стоимостью 10000 рублей каждая в пользу Государственной корпорации «Агентство по страхованию вкладов» (АСВ) в рамках программы докапитализации системно значимых банков в Российской Федерации.

Коэффициент К4 свидетельствует о степени зависимости банка от средств, привлеченных в результате размещения собственных облигаций. В динамике за анализируемый период этот коэффициент показал отрицательную тенденцию снижения с 2,4% на 01.05.2012 г. до 1% на 01.05.2016 г. Исходя из этого можно сделать вывод, что степень значимости привлечения денежных средств в результате размещения долговых ценных бумаг из года в год снижается, и относительно общего объема привлечение незначительна.

Для оценки инвестиционной деятельности АО «Газпромбанк» на рынке корпоративных облигаций рассмотрим долю портфеля корпоративных облигаций в активах банка (см. табл.15).

Таблица 15

## Доля портфеля корпоративных облигаций в активах АО «Газпромбанк»

| Показатели   | 01.05.2012 | 01.05.2013 | 01.05.2014 | 01.05.2015 | 01.05.2016 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|
| Совокупные активы, млн. руб.                                     | 3359716,3  | 4423371,0  | 6784144,4  | 10368448,5 | 9621262,5  |
| Работающие активы банка*, млн. руб.                              | 1215501,5  | 2269621,8  | 2821982,0  | 3334080,4  | 3952538,5  |
| Объемы портфеля облигаций, млн. руб.                             | 293276,2   | 403654,6   | 414604,8   | 343516,5   | 323444,0   |
| Доля портфеля облигаций в совокупных активах (валюте баланса), % | 8,73       | 9,13       | 6,11       | 3,31       | 3,36       |
| Доля портфеля облигаций в работающих активах*, %                 | 24,13      | 17,79      | 14,69      | 10,30      | 8,18       |

Источник: [составлено автором]

За анализируемый период нельзя выявить четкой динамики относительно портфеля облигаций банка. На 01.05.2012 г. темп прироста составил 37,64%, однако на 01.05.2014г. и 01.05.2015г. – -17,15% и -5,84% соответственно. Однако, его доля в совокупных активах за пять лет снижалась с 8,73% на 01.05.2012 г. до 3,36% на 01.05.2016 г. Точно такая же ситуация наблюдается в доли портфеля облигаций в работающих активах. За исследуемый период доля снизилась с 24,13% до 8,18%. Объемы работающих активов банка были рассчитаны по методике составления рейтинга надежности банка В.С.

Кромонава и подразумевают од собой сумма средств, предоставленных кому - либо или причитающихся от кого - либо на тех или иных условиях, подразумевающих возможность невозврата по тем или иным причинам. Включают в себя выданные кредиты (ссудная задолженность), приобретенные ценные бумаги, лизинг, факторинг и т.п. Снижение доли портфеля облигаций относительно совокупных активов банки, а также относительно работающих активов говорит о том, что снизилась значимость вложений банка в корпоративные облигации, связанное с увеличением доли кредитного портфеля банка за рассматриваемый период. Наиболее детальные расчеты предоставлены в приложении 2.

Также необходимо рассчитать коэффициент опережения, который позволяет выявить, оказывает ли деятельность с ценными бумагами влияние на рост активов банка:

$$K_o = \frac{TP_{\text{ПКО}}}{TP_A} \quad (6)$$

где  $TP_{\text{ПКО}}$  – темп роста портфеля корпоративных облигаций;

$TP_A$  – темп роста активов банка.

Таблица 16

#### Расчет коэффициента опережения

| Показатель | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------|------|------|------|------|
| $K_o$      | 1,05 | 0,67 | 0,54 | 1,02 |

Источник: [составлено автором]

Можно сделать вывод, что деятельность банка с корпоративными облигациями оказывает непостоянное влияние на объемы активов банка. С ростом вложение в корпоративные облигации растут и активы банка, что и показывает значение коэффициента на 2013г. и 2016г.

Далее рассмотрим состав и структуру портфеля корпоративных облигаций предоставленных в таблице 17.



Состав, структура и динамика портфеля корпоративных облигаций АО  
«Газпромбанк»

| Показатель                       | 01.05.2012   |                  | 01.05.2013   |                  | 01.05.2014   |                  | 01.05.2015   |                  | 01.05.2016   |                  |
|----------------------------------|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|------------------|
|                                  | млн.<br>руб. | уд.<br>вес,<br>% | млн.<br>руб. | уд.<br>вес,<br>% | млн.<br>руб. | уд.<br>вес,<br>% | млн.<br>руб. | уд.<br>вес,<br>% | млн.<br>руб. | уд.<br>вес,<br>% |
| Торговый портфель                | 2801<br>35,6 | 95,5             | 3885<br>06,7 | 96,3             | 3320<br>98,5 | 80,1             | 1590<br>99,4 | 46,3<br>1        | 1159<br>22,1 | 35,8             |
| Инвестиционный портфель          | 1314<br>0,5  | 4,5              | 1514<br>8,0  | 3,7              | 8250<br>6,3  | 19,9             | 1844<br>17,1 | 53,6<br>9        | 2075<br>21,8 | 64,2             |
| Совокупный портфель ценных бумаг | 2932<br>76,2 | 100              | 4036<br>54,7 | 100              | 4146<br>04,8 | 100              | 3435<br>16,5 | 100              | 3234<br>44,0 | 100              |

Источник: [составлено автором]

Относительно состава портфеля корпоративных облигаций АО «Газпромбанк» можно сделать вывод, что на начало анализируемого периода наибольшую часть занимал торговый портфель, его доля в совокупном портфеле составляла почти 96%, а объем составлял 280135,6 млн. руб.. Однако, после сложившихся экономических потрясений в стране структура совокупного портфеля облигаций изменилась, и инвестиционный портфель перевесил по объемам торговый. Объемы торгового портфеля на 01.05.2016 г. снизились до уровня 115922,1 млн. руб., что на 164213,5 млн. руб. меньше по сравнению с объемами на 01.05.2012 г. На 01.05.2016 г. объемы инвестиционного портфеля стали составлять 207521,8 млн. руб., что на 194381,3 млн. руб. больше по сравнению с 01.05.2012 г., и его удельный вес стал составлять 64,2%. Далее рассмотрим портфель корпоративных облигаций относительно статуса резидентства эмитентов (см. табл. 18).

Структура и динамика портфеля корпоративных облигаций АО  
«Газпромбанк» по статусу резидентства эмитента

| Показатель                           | 01.05.2012   |            | 01.05.2013   |            | 01.05.2014   |            | 01.05.2015   |            | 01.05.2016   |            |
|--------------------------------------|--------------|------------|--------------|------------|--------------|------------|--------------|------------|--------------|------------|
|                                      | млн. руб.    | уд. вес, % | млн. руб.    | уд. вес, % | млн. руб.    | уд. вес, % | млн. руб.    | уд. вес, % | млн. руб.    | уд. вес, % |
| Ценные бумаги эмитентов-резидентов   | 7981<br>6,0  | 27,2       | 1261<br>81,3 | 31,3       | 1696<br>78,9 | 40,9       | 1224<br>18,9 | 35,6       | 9008<br>4,4  | 27,8       |
| Ценные бумаги эмитентов-нерезидентов | 2134<br>60,2 | 72,8       | 2774<br>73,3 | 68,7       | 2449<br>25,8 | 59,1       | 2210<br>97,6 | 64,4       | 2333<br>59,6 | 72,2       |
| Совокупный портфель ценных бумаг     | 2932<br>76,2 | 100        | 4036<br>54,6 | 100        | 4146<br>04,7 | 100        | 3435<br>16,5 | 100        | 3234<br>44,0 | 100        |

Источник: [составлено автором]

Рассматривая портфель корпоративных облигаций АО «Газпромбанк» по статусу резидентства, можно сделать вывод, что наибольшую долю в совокупном портфеле занимают корпоративные облигации эмитентов – нерезидентов. Однако объемы корпоративных облигаций, выпущенных резидентами в портфеле облигаций банка увеличиваются. Наибольшие объемы наблюдается на 01.05.2014г. – 169678,9 млн. руб. Основной причиной увеличение числа этих ценных бумаг в портфеле корпоративных облигаций банка является резкая нехватка ликвидности банка, в следствии чего банк увеличивает объемы ценных бумаг, входящих в ломбардный список ЦБ РФ, чтобы задействовать их в операциях РЕПО для получения кредитов Банка России. Рассмотрим доходность портфеля корпоративных облигаций относительно общего объема доходов банка (см. табл. 19).

Анализ доходов АО «Газпромбанк» от инвестиций в корпоративные  
облигации

| Показатели  | 01.04.2012 | 01.04.2013 | 01.04.2014 | 01.04.2015 | 01.04.2016 |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|
| Доходы по приобретенным корпоративным облигациям                | 5361,1     | 5016,5     | 6196,9     | 6096,2     | 6711,6     |
| Общая сумма доходов банка                                       | 371015,7   | 290388,3   | 759772,8   | 3708276,8  | 2612396,9  |
| Доля доходов по корпоративным облигациям от общей суммы доходов | 1,44       | 1,73       | 0,82       | 0,16       | 0,26       |

Источник: [составлено автором]

Доходы от инвестиций в корпоративные облигаций крайне не значительны относительно общего объема доходов банка. За рассматриваемый период, доля доходов по корпоративным облигациям от общей суммы доходов не превысили и 2%, и на 01.05.2016 г. составили 0,26%.

Проанализировав деятельность банковского сектора на рынке корпоративных облигаций, а также деятельность АО «Газпромбанк» с корпоративными облигациями можно сделать вывод, что за анализируемый период объемы вложений банков в корпоративные облигации имели положительную динамику увеличения, и за 5 лет они выросли с 3101 млрд. руб. до 6292 млрд. руб. за рассматриваемый период произошла переориентация банковских инвестиций в корпоративные облигации, выпущенные нерезидентами в иностранной валюте. Это произошло в связи с нестабильной экономической ситуацией в стране, и этот шаг положительно сказался на краткосрочной прибыли банков. Так же происходит рост вложений в облигации, переданные без прекращения признания. Темп роста за анализируемый период составил 263%. Это произошло в следствии больших банковских инвестиций в инструменты РЕПО, для поддержания своей ликвидности.

Что касается эмиссионной деятельности банков на рынке корпоративных облигаций, то тут аналогичная ситуация, и объемы первичных размещений росли с 779 млрд. руб. до 1140 млрд. руб. Однако не смотря на рост привлечений, их доля в пассивах банка совсем незначительна и составляет менее 1%. Это говорит о том, что такой способ привлечения денежных средств не является приоритетным способом формирования заемного капитала банков.

Проанализировав деятельность АО «Газпромбанка» с корпоративными облигациями можно сделать вывод, что выпущенные корпоративные облигации занимают очень маленькую долю (в среднем за 5 лет 3 %) от общего объема привлеченных средств банка, что говорит о незначительной прибавка ресурсной базы банка от эмиссии собственных ценных бумаг, а также деятельность банка с корпоративными облигациями оказывает непостоянное влияние на объемы активов банка.

Следующим шагом построим линейную модель множественной регрессии, дабы определить факторы, которые влияют на изменение объемов рынка корпоративных облигаций банковского сектора.

### 2.3. Исследование факторов, влияющих на объемы рынка корпоративных облигации банковского сектора

Рынок корпоративных облигаций относительно банковского сектора является одним из способов привлечения денежных средств для поддержания своей ликвидности, и одним из способов получения прибыли. За последние пять лет объемы рынка корпоративных облигаций банковского сектора значительно увеличились, поэтому особый интерес приобретает проблема выявления основных факторов, влияющих на изменение этого показателя.

Будем использовать эконометрическое моделирование: строить линейную модель множественной регрессии. Хорошее уравнение регрессии может дать много ценной информации о объемах рынка корпоративных облигаций, а также дает возможность прогнозирования влияющих на них факторов.

Модель множественной линейной регрессии имеет следующий вид:

$$y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_j x_j + \varepsilon \quad (7)$$

где  $y$  – зависимая переменная;

$x$  – объясняющие переменные;

$b$  – коэффициенты регрессии;

$\varepsilon$  – случайный фактор (отклонение).

Для исследования и построения модели были собраны и систематизированы данные об объемах рынка корпоративных облигаций банковского сектора с 01.01.2014 г. по 01.05.2016 г. Также был произведен отбор факторов, оказывающих наиболее существенное влияние на объемы рынка корпоративных облигаций банковского сектора. В нашем случае, уравнение регрессии определяется шестью параметрами, при заданном объеме наблюдений – 29.

Объемы зависимой и экзогенных переменных предоставлены в таблице 20, где:

$y$  – объемы рынка корпоративных облигаций банковского сектора (млрд. руб.);

$x_1$  – объемы межбанковского кредитования (млрд. руб.);

$x_2$  – ключевая ставка ЦБ РФ (%);

$x_3$  – объем денежной массы, M2 (млрд. руб.);

$x_4$  – индекс потребительских цен (%);

$x_5$  – курс нефти Brent (USD за баррель);

$x_6$  – курс рубля к доллару США (руб.).

Исходные данные зависимой и влияющих переменных с 01.01.2014 г. по  
01.05.2016 г.

| Период     | у, млрд. руб. | x <sub>1</sub> , млрд. руб. | x <sub>2</sub> , % | x <sub>3</sub> , млрд. руб. | x <sub>4</sub> , % | x <sub>5</sub> , USD. | x <sub>6</sub> , руб. |
|------------|---------------|-----------------------------|--------------------|-----------------------------|--------------------|-----------------------|-----------------------|
| 01.01.2014 | 1567,45       | 9245,1                      | 5,5                | 31404,7                     | 100,6              | 107,75                | 33,65                 |
| 01.02.2014 | 1541,66       | 9261,2                      | 5,5                | 30136,1                     | 100,7              | 108,85                | 35,24                 |
| 01.03.2014 | 1539,47       | 8954,4                      | 7                  | 30459                       | 101                | 108                   | 36,2                  |
| 01.04.2014 | 1506,48       | 9516,8                      | 7,5                | 29800,1                     | 101,9              | 108,8                 | 35,67                 |
| 01.05.2014 | 1554,28       | 9954,7                      | 7,5                | 30160                       | 100,9              | 110,02                | 34,83                 |
| 01.06.2014 | 1805,9        | 10247,1                     | 7,5                | 30245,6                     | 100,6              | 113,3                 | 34,45                 |
| 01.07.2014 | 1796,22       | 10707,5                     | 8                  | 30246,2                     | 100,5              | 106,06                | 34,64                 |
| 01.08.2014 | 1801,02       | 10704,7                     | 8                  | 30524,8                     | 100,2              | 102,51                | 36,1                  |
| 01.09.2014 | 1850,35       | 10663,1                     | 8                  | 30688,9                     | 100,7              | 97,15                 | 37,9                  |
| 01.10.2014 | 1937,36       | 10951,3                     | 9,5                | 30644,8                     | 100,8              | 86,02                 | 40,8                  |
| 01.11.2014 | 1922,68       | 11591,4                     | 9,5                | 30268,4                     | 101,3              | 72,58                 | 46,22                 |
| 01.12.2014 | 2047,11       | 13104                       | 17                 | 30625,6                     | 102,6              | 57,35                 | 55,77                 |
| 01.01.2015 | 2069,52       | 15881,2                     | 15                 | 32110,5                     | 103,9              | 49,15                 | 65,75                 |
| 01.02.2015 | 2009,3        | 13844,3                     | 15                 | 31448,6                     | 102,2              | 60,75                 | 64,52                 |
| 01.03.2015 | 1996,67       | 13119,4                     | 14                 | 31716,4                     | 101,2              | 56,31                 | 60,36                 |
| 01.04.2015 | 1995,75       | 12617,5                     | 13                 | 31636,7                     | 100,5              | 65,63                 | 53,22                 |
| 01.05.2015 | 1996,45       | 12198,6                     | 12,5               | 32103,4                     | 100,4              | 62,89                 | 50,47                 |
| 01.06.2015 | 2052,96       | 11637,1                     | 11,5               | 32310,2                     | 100,2              | 61,77                 | 51,67                 |
| 01.07.2015 | 2108,2        | 11898,8                     | 11                 | 32492,8                     | 100,8              | 53,43                 | 57,1                  |
| 01.08.2015 | 2070,94       | 11924,9                     | 11                 | 32665,5                     | 100,4              | 53,02                 | 65,42                 |
| 01.09.2015 | 2073,32       | 12092,2                     | 11                 | 33030,7                     | 100,6              | 48,53                 | 66,78                 |
| 01.10.2015 | 2089,29       | 11916,4                     | 11                 | 32950,8                     | 100,7              | 48,7                  | 63,15                 |
| 01.11.2015 | 2108,44       | 11494,7                     | 11                 | 32859,6                     | 100,8              | 44,5                  | 64,96                 |
| 01.12.2015 | 2104,34       | 11226,4                     | 11                 | 33315,4                     | 100,8              | 37,6                  | 69,7                  |
| 01.01.2016 | 2072,28       | 12454,3                     | 11                 | 35809,2                     | 101                | 34,73                 | 77,93                 |
| 01.02.2016 | 2034,72       | 12216,5                     | 11                 | 34839,7                     | 100,6              | 35,97                 | 77,33                 |
| 01.03.2016 | 2034,78       | 11802,5                     | 11                 | 35105,4                     | 100,5              | 39,57                 | 70,42                 |
| 01.04.2016 | 2038,53       | 11780,7                     | 11                 | 35440,1                     | 100,4              | 48,14                 | 66,68                 |
| 01.05.2016 | 2076,02       | 11750,3                     | 11                 | 35908,7                     | 100,3              | 49,67                 | 65,84                 |

Источник: [составлено автором]

Построив шестифакторную модель множественной регрессии методом наименьших квадратов получаем следующие результаты вычислений (см. табл. 21, 22).

Линейная модель множественной регрессии

|       | Коэффициент | Ст. ошибка | t-статистика | P-значение |
|-------|-------------|------------|--------------|------------|
| const | 10399,8     | 2463,27    | 4,2220       | 0,0004     |
| x1    | 0,0681964   | 0,0225051  | 3,0303       | 0,0061     |
| x2    | -0,670122   | 12,3238    | -0,0544      | 0,9571     |
| x3    | -0,0129798  | 0,0172257  | -0,7535      | 0,4591     |
| x4    | -78,7515    | 23,9964    | -3,2818      | 0,0034     |
| x5    | -8,05079    | 2,24409    | -3,5876      | 0,0016     |
| x6    | -6,11164    | 4,31232    | -1,4173      | 0,1704     |

Источник: [составлено автором]

Фрагмент протокола шестифакторного регрессионного анализа

|                        |          |
|------------------------|----------|
| Среднее зав. перемен   | 1924,189 |
| Сумма 63В. остатков    | 91195,32 |
| R-квадрат              | 0,918103 |
| F(6, 22)               | 41,10494 |
| Ст. откл. зав. перемен | 199,4219 |
| Ст. ошибка модели      | 64,38355 |
| Испр. R-квадрат        | 0,895767 |
| P-значение (F)         | 7,42e-11 |

Источник: [составлено автором]

Исходя из полученных результатов, уравнение множественной регрессии имеет вид:

$$\hat{y} = 10,3998 + 0,0681964x_1 - 0,670122x_2 - 0,0129798x_3 - 78,7515x_4 - 8,05079x_5 - 6,11164x_6$$

Проанализируем получившуюся модель множественной линейной регрессии.

Проверим гипотезу о не значимости коэффициентов. Если P – значение меньше, чем заданный уровень значимости (0,05), то этот коэффициент значим. Исходя из нашей модели переменные  $x_1$ ,  $x_2$ ,  $x_4$ ,  $x_5$  являются значимыми.

Так как коэффициент детерминации близок к 1 (R-квадрат = 0,9181) можно говорить о высоком качестве построенной модели.

Для проверки адекватности полученной линейной модели множественной регрессии, предположим, что ни один из факторов не оказывает влияния на зависимую переменную. Для проверки используется распределение Фишера –

Снедекора. Наблюдаемое значение  $F_{\text{набл}} = 41,105$ . Для расчета критического значения  $F$  зададим следующие значения: количество объясняющих переменных – 6; степени свободы =  $29-6-1 = 22$ , то есть объем выборки минус количество объясняющих переменных, уменьшенное на единицу; уровень значимости = 0,05. Таким образом, критическое значение  $F_{\text{крит}} = 2,549$ ; отсюда получаем, что  $F_{\text{крит}} = 2,549 < F_{\text{набл}} = 41,105$ . Нулевая гипотеза отвергается, с вероятностью ошибиться = 0,05. Модель признается адекватной выборочным данным.

Используем еще один вариант процедуры проверки статистической гипотезы. Для наблюдаемого значения  $F_{\text{набл}}$  рассчитывается вероятность того, что статистика примет значение больше него, которая сравнивается с заданным уровнем значимости. В нашем случае  $P$ -значение =  $7,42e-11 < 0,05$  – что говорит об адекватности выборочных данных.

Следующим шагом необходимо проверить значимость полученных коэффициентов. Найдем критические значения распределения Стьюдента. Для расчета зададим следующие данные: степени свободы = 22, уровень значимости 0,05.

Полученные значения  $t_{\text{крит}}$  сравним с абсолютным значением  $t_{\text{стат}}$ :

$$|t_{\text{стат}1}| = 3,030 > t_{\text{крит}} = 2,07387$$

$$|t_{\text{стат}2}| = 0,05438 < t_{\text{крит}} = 2,07387$$

$$|t_{\text{стат}3}| = 0,7535 < t_{\text{крит}} = 2,07387$$

$$|t_{\text{стат}4}| = 3,282 > t_{\text{крит}} = 2,07387$$

$$|t_{\text{стат}5}| = 3,588 > t_{\text{крит}} = 2,07387$$

$$|t_{\text{стат}6}| = 1,417 < t_{\text{крит}} = 2,07387$$

Таким образом, при уровне значимости 0,05 не все коэффициенты являются значимыми:  $x_2$  – уровень ключевой ставки ЦБ РФ,  $x_3$  – объем денежной массы M2,  $x_6$  – курс рубля к доллару США. То есть эти факторы незначительно влияют на изменение объемов рынка корпоративных облигаций в банковском секторе.



Исходя из выше сказанного, можно сделать вывод, что модель в целом значима. Из шести объясняющих переменных значимы только три:  $x_1$ ,  $x_4$  и  $x_5$ . Однако отрицательное значение коэффициента переменной  $x_5$  вызывает сомнение. Согласно модели при увеличении объемов привлечения денежных средств на кредитном рынке происходит увеличение объемов рынка корпоративных облигаций в банковском секторе. Поэтому необходимо проверить наличие тесных статистических связей между объясняющими переменными.

Проанализируем значение парных коэффициентов корреляции между объясняющими переменными. Считается, что при значении корреляции по абсолютной величине превышающих 0,7-0,8 говорит о мультиколлинеарности. Мультиколлинеарность объясняющих переменных вызывает уменьшение точности оценивания влияния тех или иных переменных на зависимую переменную. Причина заключается в том, что вариации в исходных данных перестают быть независимыми и поэтому невозможно выделить влияние каждой независимой переменной в отдельности на зависимую переменную. Построим матрицу парных коэффициентов корреляции (см. табл. 23).

Таблица 23

Результаты оценки корреляционной матрицы между объясняющими переменными

| 1     | $x_1$ | $x_2$  | $x_3$  | $x_4$   | $x_5$   | $x_6$   |
|-------|-------|--------|--------|---------|---------|---------|
| $x_1$ | 1     | 0,9097 | 0,3775 | 0,5404  | -0,7219 | -0,6947 |
| $x_2$ |       | 1      | 0,3354 | 0,4843  | -0,7337 | 0,6755  |
| $x_3$ |       |        | 1      | -0,2351 | -0,8045 | 0,8471  |
| $x_4$ |       |        |        | 1       | -0,0864 | 0,1100  |
| $x_5$ |       |        |        |         | 1       | -0,9697 |
| $x_6$ |       |        |        |         |         | 1       |

Источник: [составлено автором]

Как видно из таблицы, между объясняющими переменными  $x_1$  и  $x_2$  ( $r_{x_1,x_2} = 0,91$ ),  $x_1$  и  $x_5$  ( $r_{x_1,x_5} = 0,72$ ),  $x_2$  и  $x_5$  ( $r_{x_2,x_5} = 0,73$ ),  $x_3$  и  $x_5$  ( $r_{x_3,x_5} = 0,81$ ),  $x_1$  и  $x_6$  ( $r_{x_1,x_6} = 0,7$ ),  $x_2$  и  $x_6$  ( $r_{x_2,x_6} = 0,7$ ),  $x_3$  и  $x_6$  ( $r_{x_3,x_6} = 0,85$ ) наблюдается тесная связь, исходя из этого можно сказать о наличии мультиколлинеарности.

Для более качественного анализа взаимосвязи между объясняющими переменными необходимо рассчитать значения коэффициентов детерминации. Для этого нужно оценить модели регрессии, где в качестве зависимой переменной выбрать  $x_i$ , все остальные объясняющие переменные в качестве независимых. Воспользуемся методом наименьших квадратов. В качестве зависимой переменной возьмем  $x_1$ , а переменные  $x_2, x_3, x_4, x_5, x_6$  – в качестве независимых. Таким образом получаем коэффициент детерминации  $R_{x_1}$ -квадрат = 0,866. Аналогичным образом рассчитываем коэффициент детерминации для других переменных (см. табл. 24).

Таблица 24

## Регрессионный анализ взаимосвязи объясняющих переменных

| Переменные | Коэффициент детерминации |
|------------|--------------------------|
| $x_1$      | 0,866                    |
| $x_2$      | 0,875                    |
| $x_3$      | 0,854                    |
| $x_4$      | 0,598                    |
| $x_5$      | 0,961                    |
| $x_6$      | 0,963                    |

Источник: [составлено автором]

Можно сделать вывод, что для пяти из шести переменных значения коэффициентов детерминации высоки (больше 0,7), это говорит о наличии мультиколлинеарности.

Также для измерения эффекта мультиколлинеарности используется показатель фактор инфляции вариации:

$$VIF_{x_j} = \frac{1}{(1-R_{x_j}^2)} \quad (8)$$

Если значения  $VIF_{x_j} > 10$ , то считается, что данная переменная приводит к мультиколлинеарности. В нашем случае мы получили следующие значения, предоставленные в таблице 25.

Значения фактора инфляции вариации

| Переменная     | VIF    |
|----------------|--------|
| x <sub>1</sub> | 7,443  |
| x <sub>2</sub> | 8,019  |
| x <sub>3</sub> | 6,871  |
| x <sub>4</sub> | 2,487  |
| x <sub>5</sub> | 25,658 |
| x <sub>6</sub> | 27,382 |

Источник: [составлено автором]

Из таблицы видно, что коэффициенты x<sub>5</sub> и x<sub>6</sub> на много превышают 10 (равны 25,658 и 27,382 соответственно).

Итак, проанализировав полученную модель на мультиколлинеарность можно сделать вывод о наличии тесных статистических связей между объясняющими переменными. Тем самым модель не является пригодной для анализа и прогнозирования, а значит следует устранить мультиколлинеарность. Используем метод пошаговой регрессии с включением.

При условии, что в регрессионную модель  $y$  по  $x$  мы можем включить только одну из набора объясняющих переменных, оценим модели регрессии:  $y_1$  на  $x_1$ ,  $y_1$  на  $x_i$ , где  $i$ - объясняющая переменная из набора.

Таким образом, получим следующие результаты (см. табл. 26).

Таблица 26

Первый этап регрессионного анализа

| Объясняющая переменная | Значение $R^2_{y/x_i}$ |
|------------------------|------------------------|
| x <sub>1</sub>         | 0,5865                 |
| x <sub>2</sub>         | 0,5836                 |
| x <sub>3</sub>         | 0,4220                 |
| x <sub>4</sub>         | 0,0007                 |
| x <sub>5</sub>         | 0,8154                 |
| x <sub>6</sub>         | 0,6888                 |

Источник: [составлено автором]

Следовательно, на первом шаге включаем в модель переменную  $x_5$ , так как  $R_{y/x^5}^2 = \max R_{y/x_i}^2 = 0,8154$ .

Рассчитаем несмещенную оценку коэффициента детерминации, то есть сделаем поправку на число степеней свободы:

$$R^2(1) = 1 - (1 - R^2(1)) * \frac{N-1}{N-1-1} \quad (9)$$

где  $R^2$  – коэффициент детерминации;

$N$  – количество наблюдений.

$$R^2(1) = 1 - (1 - 0,82) * \frac{29-1}{29-1-1} = 1 - 0,18 * 1,0370 = 0,813$$

Рассчитаем величину нижней доверительной границы:

$$R_{\min}^2(1) = R^2(1) - 2 \sqrt{\frac{2 * 1 * (N-1-1)}{(N-1)(N^2-1)}} * (1 - R^2(1)) \quad (10)$$

$$R_{\min}^2(1) = 0,813 - 2 \sqrt{\frac{2 * 1 * (29-1-1)}{(29-1)(29^2-1)}} * (1 - 0,813) = 0,795$$

Выберем пару объясняющих переменных, причем одна из них та, которую отобрали на предыдущем шаге -  $x_5$  (см. табл. 27).

Таблица 27

#### Второй этап регрессионного анализа

| Объясняющие переменные | Значение $R_{y/x_i}^2$ |
|------------------------|------------------------|
| $x_5 x_1$              | 0,8425                 |
| $x_5 x_2$              | 0,8377                 |
| $x_5 x_3$              | 0,8321                 |
| $x_5 x_4$              | 0,8181                 |
| $x_5 x_6$              | 0,8504                 |

Источник: [составлено автором]

Таким образом, добавляем в модель переменную  $x_6$ , так как  $R_{y/x^5 x_6}^2 = \max R_{y/x_i}^2 = 0,8504$ .

Рассчитаем несмещенную оценку коэффициента детерминации:

$$R^2(2) = 1 - (1 - R^2(1)) * \frac{N-1}{N-2-1} = 1 - (1 - 0,85) * \frac{29-1}{29-2-1} = 1 - 0,15 * 1,0769 = 0,838$$

Рассчитаем величину нижней доверительной границы:

$$R^2_{\min}(2) = R^2(2) - 2 \sqrt{\frac{2 * 2(N-2-1)}{(N-1)(N^2-1)}} * (1 - R^2(2)) = 0,838 - \sqrt{\frac{2 * 2(29-2-1)}{(29-1)(29^2-1)}} * (1 - 0,838) = 0,816$$

Так как  $R^2_{\min}(2) = 0,816$  больше чем  $R^2_{\min}(1) = 0,795$ , то продолжаем строить регрессию на тройки переменных (см. табл. 28).

Таблица 28

### Третий этап регрессионного анализа

| Объясняющие переменные | Значение $R^2_{y/x_i}$ |
|------------------------|------------------------|
| $x_5 x_6 x_1$          | 0,8756                 |
| $x_5 x_6 x_2$          | 0,8628                 |
| $x_5 x_6 x_3$          | 0,8828                 |
| $x_5 x_6 x_4$          | 0,8514                 |

Источник: [составлено автором]

На третьем шаге в модель добавляем переменную  $x_1$ , так как  $R^2_{y/x^5 x^6 x^1} = \max R^2_{y/x_i} = 0,8756$ .

Рассчитаем несмещенную оценку коэффициента детерминации:

$$R^2(3) = 1 - (1 - R^2(2)) * \frac{N-1}{N-3-1} = 1 - (1 - 0,88) * \frac{29-1}{29-3-1} = 1 - 0,12 * 1,0769 = 0,8656$$

Рассчитаем величину нижней доверительной границы:

$$R^2_{\min}(3) = R^2(3) - 2 \sqrt{\frac{2 * 3(N-3-1)}{(N-1)(N^2-1)}} * (1 - R^2(3)) = 0,8656 - 2 \sqrt{\frac{2 * 3(29-3-1)}{(29-1)(29^2-1)}} * (1 - 0,8656) = 0,8441$$

Так как  $R^2_{\min}(3) = 0,8441$  больше чем  $R^2_{\min}(2) = 0,816$ , то продолжаем строить регрессию на четверки переменных (см. табл. 29).

Таблица 29

### Четвертый этап регрессионного анализа

| Объясняющие переменные | Значение $R^2_{y/x_i}$ |
|------------------------|------------------------|
| $x_5 x_6 x_1 x_2$      | 0,8768                 |
| $x_5 x_6 x_1 x_3$      | 0,8777                 |
| $x_5 x_6 x_1 x_4$      | 0,9159                 |

Источник: [составлено автором]

На четвертом шаге в модель добавляем переменную  $x_4$ , так как  $R^2_{y/x^5x^6x^1x^4} = \max R^2_{y/x_i} = 0,9159$ .

Рассчитаем несмещенную оценку коэффициента детерминации:

$$R^2(4) = 1 - (1 - R^2(4)) * \frac{N-1}{N-4-1} = 1 - (1 - 0,92) * \frac{29-1}{29-4-1} = 1 - 0,08 * 1,17 = 0,9064$$

Рассчитаем величину нижней доверительной границы:

$$R^2_{\min}(4) = R^2(4) - 2 \sqrt{\frac{2 * 4 * (N-4-1)}{(N-1)(N^2-1)}} * (1 - R^2(4)) = 0,9064 - 2 \sqrt{\frac{2 * 4 * (29-4-1)}{(29-1)(29^2-1)}} * (1 - 0,9064) = 0,8895$$

Так как  $R^2_{\min}(4) = 0,8895$  больше чем  $R^2_{\min}(3) = 0,8441$ , то продолжаем строить регрессию на четверки переменных (см. табл. 30).

Таблица 30

#### Пятый этап регрессионного анализа

| Объясняющие переменные | Значение $R^2_{y/x_i}$ |
|------------------------|------------------------|
| $x_5 x_6 x_1 x_4 x_2$  | 0,916                  |
| $x_5 x_6 x_1 x_4 x_3$  | 0,918                  |

Источник: [составлено автором]

На пятом шаге в модель добавляем переменную  $x_3$ , так как  $R^2_{y/x^5x^6x^1x^4x^3} = \max R^2_{y/x_i} = 0,918$ .

Рассчитаем несмещенную оценку коэффициента детерминации:

$$R^2(5) = 1 - (1 - R^2(5)) * \frac{N-1}{N-5-1} = 1 - (1 - 0,918) * \frac{29-1}{29-5-1} = 1 - 0,082 * 1,217 = 0,9$$

Рассчитаем величину нижней доверительной границы:

$$R^2_{\min}(5) = R^2(5) - 2 \sqrt{\frac{2 * 5 * (N-5-1)}{(N-1)(N^2-1)}} * (1 - R^2(5)) = 0,9 - 2 \sqrt{\frac{2 * 5 * (29-5-1)}{(29-1)(29^2-1)}} * (1 - 0,9) = 0,8798$$

Полученное значение нижней доверительной границы  $R^2_{\min}(5) = 0,8798$  оказался меньше, чем  $R^2_{\min}(4) = 0,8895$ , то следует остановить процедуру отбора переменных.

Построим график, на котором окажем значения  $R^2$  и  $R^2_{\min}$  (см. рис. 10).

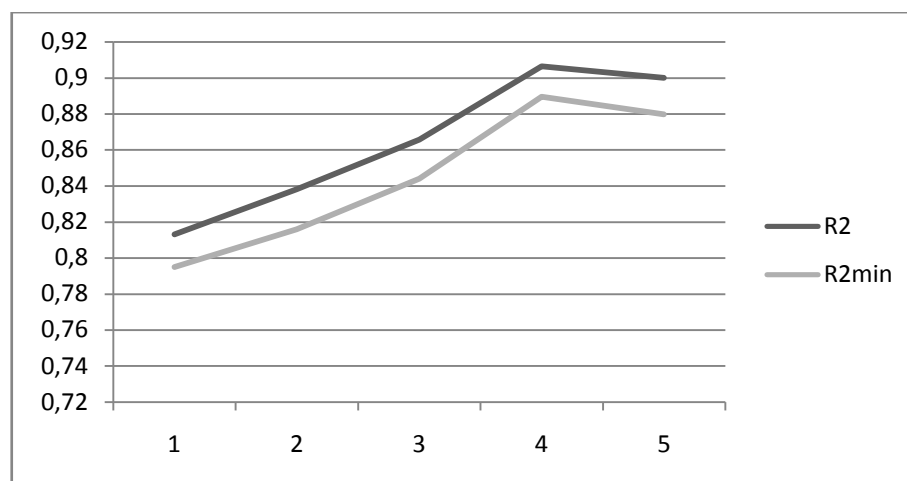


Рисунок. 10 - График изменения скорректированного  $R^2$  и  $R^2_{\min}$  в зависимости от шага

Источник: [составлено автором]

Как видно из графика, нижняя граница доверительного интервала скорректированного коэффициента детерминации принимает максимальное значение на шаге 4 – значит окончательный состав переменных в модели:  $x_5$ ,  $x_6$ ,  $x_1$ ,  $x_4$ .

Таким образом, в результате проведения пошаговой регрессии получили следующую оценку модели регрессии:

$$\hat{y} = 9275,89 + 0,0698991x_1 - 70,8295x_4 - 8,22706x_5 - 8,0387x_6$$

Проверим значимость полученных коэффициентов. Найдем критическое значения распределения Стьюдента. Для расчета зададим следующие данные: степени свободы = 24, уровень значимости 0,05.

Полученные значения  $t_{\text{крит}}$  сравним с абсолютным значением  $t_{\text{стат}}$ :

$$|t_{\text{стат}1}| = 4,288 > t_{\text{крит}} = 2,0639$$

$$|t_{\text{стат}4}| = 3,338 > t_{\text{крит}} = 2,0639$$

$$|t_{\text{стат}5}| = 4,197 > t_{\text{крит}} = 2,0639$$

$$|t_{\text{стат}6}| = 2,414 > t_{\text{крит}} = 2,0639$$

Таким образом, все выбранные коэффициенты значимы, и оказывают влияние на объемы рынка корпоративных облигаций банковского сектора, так как абсолютные значения t-статистики превышают t-критическое.

Построим доверительные интервалы для значимых коэффициентов модели, чтобы получить больше информации о диапазоне влияния исследуемых факторов на результивный показатель.

Доверительный интервал надежности для коэффициента  $\beta_j$  имеет вид:

$$b_j - t * (\alpha, n - k - 1) * S_{b_j} \leq \beta_j \leq b_j + t * (\alpha, n - k - 1) * S_{b_j} \quad (10)$$

где  $b_j$  – оценка коэффициента  $\beta_j$ ;

$S_{b_j}$  – стандартная ошибка оценки коэффициента;

$t * (\alpha, n - k - 1)$  – 100 %-ая точка или квантиль уровня 0,95% распределения Стьюдента.

Для построения 95%-ного доверительных интервалов нам понадобится  $t_{\text{крит}}$ , найденное для числа степеней свободы 24.  $t_{\text{крит}} = 2,064$ .

Рассчитаем доверительный интервал для коэффициента при  $x_1$ :

$$0,0699 - 2,064 * 0,0162 \leq \beta_j \leq 0,0699 + 2,064 * 0,0162$$

Получаем доверительный интервал для коэффициента при  $x_1$ :

$$0,0365 \leq \beta_j \leq 0,1033$$

Рассчитаем доверительный интервал для коэффициента при  $x_4$ :

$$-70,83 - 2,064 * 20,91 \leq \beta_j \leq -70,83 + 2,064 * 20,91$$

Получаем доверительный интервал для коэффициента при  $x_4$ :

$$-113,99 \leq \beta_j \leq -27,67$$

Рассчитаем доверительный интервал для коэффициента при  $x_5$ :

$$-8,227 - 2,064 * 1,96 \leq \beta_j \leq -8,227 + 2,064 * 1,96$$

Получаем доверительный интервал для коэффициента при  $x_5$ :

$$-12,27 \leq \beta_j \leq -4,18$$

Рассчитаем доверительный интервал для коэффициента при  $x_6$ :

$$-8,039 - 2,064 * 3,33 \leq \beta_j \leq -8,039 + 2,064 * 3,33$$

Получаем доверительный интервал для коэффициента при  $x_6$ :

$$-14,91 \leq \beta_j \leq -1,17$$



Модель регрессии значима ( $F_{\text{набл}}=65,324$ ,  $p$ -значение =  $0,000000000000151 < 0,05$ ); коэффициенты при всех переменных также значимы. Коэффициент детерминации ( $R_{x1}$ -квадрат) составил 0,92, т.е. 92% .

Исходя из выше сказанного, можно сделать вывод, что на объемы рынка корпоративных облигаций банковского сектора значимое влияние оказывают такие факторы как:

- объемы межбанковского кредитования;
- индекс потребительских цен;
- рыночный курс нефти «Brent»;
- курс рубля к доллару США.

В результате построения линейной модели множественной регрессии было обнаружено, что значение ключевой ставки ЦБ и уровень денежного агрегата M2 не обладают значимыми влияниями на объемы рынка корпоративных облигаций банковского сектора.

На основе дальнейшего анализа подтвердилось наличие значимой прямой зависимости между объемами межбанковского кредитования и объемами рынка корпоративных облигаций банковского сектора. То есть с увеличением объемов привлечения денежных средств банками посредством межбанковского кредитования и кредитования Банка России, растут и объемы привлечения путем выпуска долговых обязательств в обращение. Согласно полученной модели, увеличение объемов кредитного рынка на 1 млрд. руб. влечет увеличение объемов рынка корпоративных облигаций приблизительно на 70 млн. руб.

Изменение объемов рынка корпоративных облигаций коррелированы с отрицательными знаками с изменениями уровня инфляции в стране, курса нефти марки Brent и курса рубля к доллару США. При анализе возможных инфляционных последствий снижения объемов рынка корпоративных облигаций банковского сектора были получены доказательства, что они принимаются во внимание, и так при изменении уровня инфляции на 1% в

сторону увеличения, объемы рынка корпоративных облигаций банковского сектора сокращаются на почти на 71 млрд. руб.

Изменение цен на энергоносители, в частности на нефть марки Brent, также обратно связана с изменением объемов рынка корпоративных облигаций банковского сектора. Точно такое же влияние на объемы рынка оказывает изменение курса национальной валюты к доллару США, то есть изменение курса на 1 рубль в сторону понижения влечет за собой увеличение объемов рынка корпоративных облигаций банковского сектора на 8 млрд. руб.

Таким образом, данная модель правдиво отражает действительность, и может быть в дальнейшем использована для прогнозирования объемов рынка корпоративных облигаций банковского сектора. Проведенный анализ помог приблизиться к пониманию механизмов формирования объемов рынка корпоративных облигаций в условиях российской специфики.

### ГЛАВА 3. ПРОБЛЕМЫ И ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Последние пять лет оказались наиболее тяжелыми для экономики страны в целом. Только наступил период «оттепели» после мирового экономического кризиса в 2008 г., как в 2014 г. наступила новая тяжелая экономическая ситуация в стране. Несомненно это отразилось и на рынке корпоративных облигаций.

Нестабильная экономическая и геополитическая ситуация в стране, вызванная выдвиганием санкций рядом экономически развитых стран против России, а также падением курса рубля к мировым валютам и снижением стоимости нефти марки «Brent» привело к негативным последствиям на рынке корпоративных облигаций. В этот период времени происходит увеличение неисполненных обязательств эмитентов по займам (на 31.12.2015 г. они составили 43525 млн. руб., а на 31.12.2012 – 2197 млн. руб., то есть увеличились почти в 20 раз), а также резкое снижение вторичных торгов на рынке (на 01.10.2012 г. они составили 307 млрд. руб., то на 01.04.2016 г. – 15 млрд. руб., то есть сократились больше чем в 20 раз).

Сложившиеся негативные тенденции на рынке корпоративных облигаций повлияли и на политику регулятора рынка и государства. Как известно, банки занимают лидирующие позиции на рынке корпоративных облигаций и играют важную роль на нем. На банки приходится около 25% первичных размещений рынка, а в структуре инвесторов они занимают более 50% от общей совокупности. Между тем, экономический кризис пришелся на них сильнее всех, что стало фактором снижения объемов вторичных торгов и первичных размещений. Для поддержания ликвидности и борьбы с кризисом недоверия вкладчиков на первый план выходят традиционные инструменты рефинансирования Банка России, такие как операции РЕПО. В частности, Банк России значительно расширил ломбардный список, а также стал предоставлять кредиты под залог нерыночных активов и однородных ссуд.

Относительно монетарной политики Банка России можно сказать, что резкое увеличение ключевой ставки в 2014 г. до уровня 17% привело к увеличению доходности на рынке корпоративных облигаций, однако нельзя сказать, что это повлияло на увеличение торгов, так как с ростом ключевой ставки растут и ставки по депозитам, что приводит к оттоку инвестиционной активности на рынке корпоративных облигаций, так как инвестиции в депозиты подлежат меньшим рискам, чем фондовые инвестиции.

В связи с произошедшими экономическими потрясениями в стране, для рынка корпоративных облигаций наметились отрицательные тенденции развития. Россия – нефтяная страна, экономика страны напрямую зависит от цен на нефть. Резкое падение цен на нефть привело к падению курса рубля к международным валютам, отсюда и прямая чувствительность рынка корпоративных облигаций к данным факторам. Ослабление рубля привело к оттоку капитала с внутреннего рынка, что спровоцировало рост процентных ставок. Доходности подскочили вверх, и с падением цен на нефть российский риск в целом стал восприниматься как существенно более высокий. В частности, международные рейтинговые агентства продолжают пересматривать в негативную сторону рейтинги и прогнозы по рейтингам российских эмитентов, особенно после суверенного рейтинга России агентством Moody's вслед за агентством S&P до спекулятивного уровня. Среди компаний рейтинги и прогнозы по которым были пересмотрены в негативную сторону – «Сбербанк России», «Банк ВТБ», «Газпромбанк», «Россельхозбанк», «Альфа-Банк», Банк «ФК Открытие» и другие. Это не добавляет оптимизма по поводу ожидаемой статистики оттока капитала из страны, так как вложения многих инвестиционных фондов связаны с рейтинговыми оценками.

Исходя из построенной модели множественной регрессии, наиболее значимыми факторами, влияющими на объемы рынка корпоративных облигаций выступают рыночный курс нефти «Brent», а также курс рубля к международным валютам. Эту же зависимость мы наблюдаем на практике в наши дни.

На сегодняшний день главной тенденцией развития рынка корпоративных облигаций выступает восстановление рынка докризисного периода: снижение доходностей, увеличение дюрации выпусков, рост объемов первичных размещений и увеличение объемов торгов на вторичном рынке. В основе этого лежат следующие причины:

- восстановление банковского сектора;
- снижение ключевой ставки ЦБ РФ;
- замедление инфляции;
- укрепление рубля.

Ожидания того, что перечисленные причины останутся в силе и в скором времени изменятся в лучшую сторону, то это даст основания полагать, что доходности по облигациям начнут снижаться, активность на первичном и вторичном рынке корпоративных облигаций начнет расти, а также увеличится спрос на более длинные корпоративные бумаги, в следствии чего увеличится уровень дюрации, то есть в целом рынок корпоративных облигаций начнет нормализоваться, и выйдет из нестабильного состояния.

Развитие рынка корпоративных рублевых облигаций и решение нынешних проблем является значимой задачей для России, о чем свидетельствует суть «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года», разработанной ФСФР и утвержденной распоряжением Правительства РФ от 29.12.2008 г. № 2043-р (далее – «Стратегия»)[60]. Согласно этому документу, одним из залогов ускоренного экономического развития является качественное повышение конкурентоспособности российского финансового рынка, в том числе рынка корпоративных облигаций. Стратегией определены основные количественные показатели, которые планируется достигнуть к 2020 г. путем реализации ряда мероприятий, предложенных в документе. В частности, запланировано увеличение стоимости корпоративных облигаций в обращении до 19 трлн. руб. в 2020 г. Так же, в стратегии предполагается рост соотношения стоимости

корпоративных облигаций в обращении к валовому внутреннему продукту до 12% в 2020 г.

В стратегии выделены три группы проблем, в результате решения которых, будут достигнуты запланированные целевые показатели на российском рынке корпоративных облигаций.

Первый блок проблем, обозначенный в стратегии, - недостаточная емкость и прозрачность финансового рынка, в том числе рынка рублевых корпоративных долговых бумаг. Существенным недостатком российского финансового рынка является малое участие населения – розничных инвесторов – в функционировании этого рынка. Вместе с тем присутствие населения на финансовом рынке является одним из признаков не только повышения уровня жизни в стране, но и показателем определенной зрелости финансового рынка, обеспечивающего трансформацию индивидуальных сбережений в необходимые экономике инвестиции. На сегодняшний день очень небольшая часть населения нашей страны в достаточной степени финансово грамотна и осведомлена о возможностях инвестирования средств в финансовые инструменты, в том числе в облигации. Кроме того, несовершенны механизмы защиты прав инвесторов. Так, отсутствуют необходимые компенсационные механизмы, требует доработки правовое регулирование порядка предложения финансовых услуг розничным клиентам. В результате привлечения индивидуальных инвесторов на рынок корпоративных облигаций удалось бы существенно повысить ликвидность этого рынка, а значит, с большой вероятностью снизить доходности – т.е. сократить стоимость заимствования для российских компаний, тем самым подстегнув их развитие и ускорив экономический рост.

Благодаря Стратегии был принят институт собрания владельцев облигаций как механизма повышения емкости и прозрачности российского финансового рынка. Подобный институт существенно повысил уровень защищенности инвесторов, в том числе розничных. В результате чего, инвесторы объединяются и защищают свои права перед эмитентами

коллективно, от лица представителя владельцев облигаций, который представляет интересы всех владельцев облигаций эмитента.

Второй группа проблем в Стратегии – недостаточно развитая и эффективная инфраструктура финансового рынка. С точки зрения рынка корпоративных облигаций, важным недостатком в рамках этого блока является тот факт, что существенные объемы торговли долговыми бумагами сконцентрированы на внебиржевом рынке, где инвесторы подвержены значительным рискам в силу того, в настоящий момент отсутствует необходимое правовое поле для регулирования такого рынка. Кроме того, сегодня вся биржевая торговля облигациями сосредоточена на ММВБ, тогда как в случае, если бы торговые операции с долговыми бумагами совершались и на РТС, конкуренция между двумя биржами создала бы почву для повышения эффективности их работы и снижения стоимости услуг.

Также в Стратегии в качестве одной из причин недостаточной развитости российского финансового рынка упоминает отсутствие правых условий эффективного функционирования института центрального контрагента – стороны по сделке для каждого покупателя и продавца ценных бумаг. Кроме того, существует большой простор для совершенствования клиринговых и учетных институтов, в частности, необходимо разработать и внедрить действенные механизмы минимизации рисков в процессе деятельности клиринговых и учетных организаций, повысить прозрачность таких организаций, исключить участие учетных институтов в корпоративных конфликтах и т.д. Безусловно, проблема недостаточной развитости и эффективности учетно-клиринговой системы имеет большое значение для рынка корпоративных облигаций, поскольку несет в себе риски для успешного исполнения сделок на этом рынке как при первичных размещениях, так и в ходе вторичного обращения.

Третий блок проблем, затронутых в Стратегии, связан справовым регулированием финансового рынка. В настоящий момент не полностью разработана роль саморегулируемых организаций на рынке. Вместе с тем,

нормы и правила, разрабатываемые саморегулируемыми организациями, нужны для дополнения и детализации норм государственного регулирования, в том числе на рынке корпоративных облигаций.

Важной проблемой является длительный и сложный процесс регистрации выпусков облигаций, который потенциально можно было бы упростить, например, сократив объем информации, содержащейся в проспекте. За счет того, что регистрация выпуска длится долго, компании часто упускали благоприятный момент для выхода на рынок и в итоге привлекали средства по более высоким ставкам, чем могли бы. В связи с этим с 2008 года в России происходит рост выпусков биржевых облигаций. Эмиссия биржевых облигаций несколько упрощена, относительно классических, она не требует государственной регистрации в Банке России, эта функция возложена на биржу, которая осуществляет допуск биржевых облигаций к торгам.

В 2014 году была принята Программа облигаций, на основе которой произошло снижение и упрощение выпуска облигаций, так проспект ценных бумаг регистрируется только при первой эмиссии, при последующих регистрация не требуется. Срок регистрации каждого конкретного документа снижен до 10 дней, против 30 дней в случае регистрации проспекта ценных бумаг. После размещения каждого отдельного выпуска в рамках программы облигаций осуществляется регистрация отчета об итогах выпуска ценных бумаг, что более оперативно позволяет осуществлять обращение (продажу третьим лицам) таких облигаций.

Безусловно, разработанная Стратегия - целостный и перспективный инструмент, однако на мой взгляд, перечень предложенных в ней проблем и способов решений можно дополнить. В Стратегии изложены главным образом общие проблемы рынка, тогда как ряд практических проблем, связанных в первую очередь с механизмом эмиссии и размещения корпоративных облигаций, остался неохваченным. Устранение этих проблем позволит раскрыть потенциал развития рынка и упростить практику работы его основных участников.



Развитый публичный рынок облигаций позволит трансформировать относительно короткие ресурсы банковской системы в форме депозитов в долгосрочные источники капитала для российских эмитентов. С целью привлечения на рынок облигаций новых эмитентов и повышения спроса на данный механизм заемного финансирования Банк России в течение среднесрочного периода планирует осуществление ряда мер по стимулированию лучших заемщиков (представителей крупного бизнеса) к привлечению заемных средств на облигационном рынке. Такой переход, в свою очередь, будет способствовать высвобождению капитала кредитных организаций, что позволит им увеличить кредитование непубличных заемщиков, в том числе предприятий малого и среднего бизнеса.

Важным условием развития рынка облигаций является сокращение издержек эмитентов при эмиссии ценных бумаг. Банк России совместно с заинтересованными ведомствами продолжит работу по оптимизации регулирования процедуры эмиссии ценных бумаг, предполагающую в том числе упрощение процедуры государственной регистрации выпусков ценных бумаг посредством удаления дублирующей и избыточной информации из эмиссионной документации и создания возможности ее подачи на регистрацию в электронном виде. В перспективе будет рассмотрена возможность формирования и распространения указанной информации в формате XBRL (eXtensibleBusinessReportingLanguage; расширяемый язык деловой отчетности), что будет способствовать сокращению издержек эмитентов на ее подготовку, а инвесторов – на ее обработку и использование.

Банк России планирует дальнейшую реализацию мер, направленных на сокращение срока, который проходит со дня размещения облигаций, выпускаемых в рамках программы облигаций, включенной в Ломбардный список Банка России, до начала возможности их использования в операциях рефинансирования и операциях РЕПО Банка России.

В силу того, что ликвидность облигаций изначально ограничена, необходимо создать условия для развития ценовых центров, которые

осуществляют деятельность по сбору и обработке информации о справедливой стоимости финансовых инструментов, в том числе неликвидных, а также по предоставлению доступа к указанной информации заинтересованным пользователям. Потребность в такого рода информации возникает как у участников финансового рынка (в целях бухгалтерского и налогового учета, оценки активов и обязательств, управления портфелями активов), так и непосредственно у Банка России при осуществлении им надзорных функций для предотвращения ценового манипулирования, повышения прозрачности финансового рынка, а также для оценки активов, предоставляемых Банку России в обеспечение по операциям рефинансирования. В плановый период Банк России предполагает разработать механизм добровольной аккредитации ценовых центров.

Банк России совместно с заинтересованными органами власти продолжит реализацию мер по развитию механизма выпуска облигаций по упрощенной схеме (в рамках программы облигаций) и его популяризации среди эмитентов посредством совершенствования законодательства, регулирующего эмиссию облигаций. Кроме того, в плановый период Банк России планирует проведение анализа ограничений, сдерживающих развитие рынка облигаций, и последующую разработку и реализацию мероприятий по их устранению и дальнейшему развитию рынка облигаций, включая проведение работы по совершенствованию механизма урегулирования дефолтов по облигациям через институт коллективного управления и контроля (общее собрание владельцев облигаций) для появления на долговом рынке бумаг с более длительным сроком обращения и сокращения эмитентами облигаций числа дефолтов по ценным бумагам, а также потерь держателями облигаций инвестированных в них средств.

Повышению инвестиционной привлекательности и динамичности развития облигационного рынка не только в стабильных условиях функционирования экономики, но и в условиях турбулентности будут способствовать развитие рынка облигаций с плавающей ставкой и создание

новых продуктов, что позволит привлекать инвестиционные ресурсы в долгосрочные проекты, интересные как эмитентам, так и инвесторам.

Одним из важнейших условий развития рынка облигаций является адекватная оценка их кредитного качества со стороны национальных рейтинговых агентств и признание таких оценок регулятором и инвесторами. В сложившейся геополитической ситуации российский финансовый рынок не может полагаться исключительно на крупнейшие международные рейтинговые компании, осуществляющие свою деятельность в отношении российских клиентов из-за рубежа. В связи с этим необходимо осуществить комплексный перезапуск российской индустрии рейтинговых агентств. Банк России совместно с заинтересованными ведомствами на основе новых законодательных норм планирует создать эффективные механизмы регулирования, контроля и надзора за деятельностью рейтинговых агентств, направленные на обеспечение качества рейтинговой информации и исключение недобросовестной конкуренции. Регулирование рейтинговой деятельности будет основано на лучших международных практиках, что позволит в среднесрочной перспективе обеспечить признание российских рейтинговых агентств иностранными регуляторами.

В целях сокращения издержек участников финансового рынка по поиску и обработке информации о корпоративных действиях по ценным бумагам на базе центрального депозитария Банк России осуществляет содействие созданию единого центра корпоративной информации. В плановый период продолжится совершенствование соответствующего нормативного регулирования и предполагается завершение всех необходимых технологических доработок для его эффективного функционирования.

В условиях ограниченного доступа российских эмитентов к рынку еврооблигаций регулятор будет осуществлять поддержку развития выпуска в России облигаций, номинированных в иностранных валютах, включая юань. Выход на новые рынки отчасти заместит падающий спрос на российские облигации со стороны западных кредиторов.

В случае, когда выпуск облигаций по тем или иным причинам затруднителен или невозможен, потребность заемщика в финансировании в крупных объемах может быть удовлетворена за счет такой формы коллективного кредитования, как синдицированное кредитование. Использование этого механизма позволяет со стороны заемщиков удовлетворять потребность в привлечении крупных кредитов, а со стороны кредиторов дает возможность кредитным организациям, в том числе небольшим, получать доступ к обслуживанию крупных клиентов и способствует диверсификации кредитных портфелей. В то же время в России сегмент синдицированного кредитования в настоящее время недостаточно развит. В связи с этим в плановый период Банк России планирует провести анализ существующих ограничений, сдерживающих развитие данного сегмента, и по его итогам разработать мероприятия по их устранению и дальнейшему развитию синдицированного кредитования[49].

Таким образом, на сегодняшний день рынок рублевых корпоративных облигаций имеет большой потенциал развития и многие проблемы до сих пор не решены. В частности, необходимо продолжить расширение емкости этого рынка и повышение его прозрачности, совершенствовать его инфраструктуру и правовое регулирование. Кроме того, важно развить систему корректного ценообразования на первичном рынке облигаций; распространить простой и понятный инструмент информирования рынка о компании, который мог бы служить основанием для принятия инвестиционных решений; развить удобный инструмент привлечения кратко- и среднесрочного финансирования.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Рынок корпоративных облигаций, как часть рынка ценных бумаг динамично развивается на протяжении всего своего существования. Относительно общего объема рынка облигаций наибольший объем занимает именно корпоративный сектор. Это объясняется тем, что именно корпоративные облигации являются более прибыльными ценными бумагами, относительно государственных и муниципальных облигаций, однако и риски по ним тоже больше. С развитием рынка, а в частности его инфраструктуры, кредитные риски по корпоративным облигациям снижаются, что в следствии и увеличивает инвестиционную привлекательность данного сегмента рынка ценных бумаг.

Проанализировав рынок корпоративных облигаций в России за последние пять лет, можно сказать, что значимое влияние на состояние рынка оказало экономическое потрясение, произошедшее в 2014 г. Нестабильная экономическая и геополитическая ситуация в стране, на фоне гражданской войны в Украине, а также выдвижением рядом экономически развитых стран санкций против России, вызвало падение стоимости нефти, а также снижением курса рубля к основным мировым валютам.

За последние пять лет объем рынка корпоративных облигаций увеличился более чем в 2 раза. Лидирующую позицию по объему привлечения по-прежнему сохраняют банки. За анализируемый период объемы размещения банков на рынке корпоративных облигаций в среднем составляли 28%, и имели положительную динамику роста с 1127,02 млрд. руб. на 01.04.2011 г. до 2038,53 млрд. руб. на 01.04.2016 г. Рост размещений банков составил более 80%. Второе место занял сектор финансовых организаций и нефтяная отрасль. За последние два года наблюдается бурный рост размещений нефтегазовой отрасли, так за анализируемый период их доля от общего объема корпоративных облигаций увеличилась на 11,9%, с 384,56 млрд. руб. на 01.04.2011 г. до 1775,88 млрд. руб. на 2016 г.

За последние три года наблюдается резкий спад объема биржевых сделок с корпоративными облигациями. С апреля 2013 г. по апрель 2016 г. объемы снизились на 95,62%, с 332,66 млрд. руб. до 14,56 млрд. руб. Столь серьезный спад оборотов на фоне значительного увеличения объема рынка может быть, в том числе, объясним непропорционально большими нерыночными размещениями, также на это повлияла нестабильная экономическая ситуация в стране.

Резкое падение объемов торгов не могло не сказаться на показателе ликвидности вторичного облигационного рынка. Уменьшение вторичного оборота при росте номинального объема рынка привело к тому, что коэффициент оборачиваемости на внутреннем корпоративном долговом рынке снизился. Так, по итогам за 2015 г. он опустился до 54%, против 182% пятью годами раньше.

С 2011 г. по 2013 г. уровень средневзвешенной дюрации корпоративных облигаций оставался почти на одинаковом уровне: 970 – 950 дней. Начиная с 2014 г. дюрация индексного портфеля МСХСВІ TR сокращалась, и на 2014 г. составила 719 дней, а на 2015 г. – 635 дней.

Проанализировав деятельность банковского сектора на рынке корпоративных облигаций можно сказать, что за последние пять лет объемы инвестиции в корпоративные облигации имеют положительную динамику увеличения. Что касается структуры вложений банков в корпоративные облигации, то ситуация здесь относительно не стабильна, так как на 31.04.2012 г. основную долю занимали облигации – резидентов, около 48,8%, то на 31.04.2016 г. их доля в общем объеме составляла 26,5%, хотя объемы вложений банков в эти ценные бумаги за пять лет возросли на 152 млрд. руб. Так, доля вложения банков в облигации – нерезидентов в иностранной валюте от общего объема вложений с 31.04.2012 г. по 31.04.2016 г. увеличилась с 13,7% до 32,6%. Объемы вложений по данным ценным бумагам за пять лет возросли с 424,5 млрд. руб. до 2049 млрд. руб. Это в большей степени говорит о переориентации

банковских инвестиций, связанных с нестабильной экономической ситуацией в стране, чтобы повысить свою ликвидность в краткосрочном периоде.

Относительно эмиссионной деятельности банков на рынке корпоративных облигаций можно сказать, что за 5 лет наблюдается положительная динамика роста выпусков: с 778,6 млрд. руб. до 1322,7 млрд. руб. Однако их доля в структуре пассивов банковского сектора невелика, и составляет менее 1%. Это говорит о том, что для банков выпуск долговых ценных бумаг, а в частности корпоративных облигаций не является приоритетным способом формирования заемного капитала для ведения своей деятельности.

В результате построения линейной модели множественной регрессии подтвердилось наличие значимой прямой зависимости между объемами межбанковского кредитования и объемами рынка корпоративных облигаций банковского сектора. Изменение объемов рынка корпоративных облигаций коррелированы с отрицательными знаками с изменениями уровня инфляции в стране, курса нефти марки Brent и курса рубля к доллару США.

Согласно полученным результатам можно сделать вывод, что в основном рынок корпоративных облигаций банковского сектора подвержен влиянию международных и макроэкономических факторов.

На сегодняшний день главной тенденцией развития рынка корпоративных облигаций выступает восстановление рынка докризисного периода: снижение доходностей, увеличение дюрации выпусков, рост объемов первичных размещений и увеличение объемов торгов на вторичном рынке. В основе этого лежат следующие причины:

- восстановление банковского сектора;
- снижение ключевой ставки ЦБ РФ;
- замедление инфляции;
- укрепление рубля.

Главный регулирующий орган рынка корпоративных облигаций проводит политику для решения основных проблем рынка, с целью его развития и привлечения новых эмитентов и инвесторов.

Банк России совместно с заинтересованными ведомствами продолжит работу по оптимизации регулирования процедуры эмиссии ценных бумаг, предполагающую в том числе упрощение процедуры государственной регистрации выпусков ценных бумаг посредством удаления дублирующей и избыточной информации из эмиссионной документации и создания возможности ее подачи на регистрацию в электронном виде. Также продолжит реализацию мер по развитию механизма выпуска облигаций по упрощенной схеме (в рамках программы облигаций) и его популяризации среди эмитентов посредством совершенствования законодательства, регулирующего эмиссию облигаций.

В связи с сложившейся геополитической ситуацией международными рейтинговыми агентствами был снижен рейтинг страны до спекулятивного, тем самым снизив инвестиционную привлекательность отечественных ценных бумаг. Поэтому необходимо комплексное развитие национальных рейтинговых агентств, на лучших международных практиках, что позволит в среднесрочной перспективе обеспечить признание российских рейтинговых агентств иностранными регуляторами.

Таким образом, на сегодняшний день рынок рублевых корпоративных облигаций имеет большой потенциал развития и многие проблемы до сих пор не решены. В частности, необходимо продолжить расширение емкости этого рынка и повышение его прозрачности, совершенствовать его инфраструктуру и правовое регулирование. Кроме того, важно развить систему корректного ценообразования на первичном рынке облигаций; распространить простой и понятный инструмент информирования рынка о компании, который мог бы служить основанием для принятия инвестиционных решений; развить удобный инструмент привлечения кратко- и среднесрочного финансирования.



## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Алексеева, И. А. Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг: учеб. пособие: в 2 ч. / И. А. Алексеева. - Иркутск: изд-во БГУЭП, 2013. - 144 с.
2. Аскинадзи, В. М. Рынок ценных бумаг: учеб. пособие / В. М. Аскинадзи. - М.: ЕАОИ, 2012. - 302 с.
3. Балишки, А. Развитие ситуации на российском рынке облигаций в 2012 – 2013 годах / А. Балишки. – Рынок ценных бумаг. – 2013 г. - №10. – С. 46
4. Бардасов, С. А. Эконометрика: учеб. пособие. – 2-е изд., перераб. и доп. – Тюмень: Издательство Тюменского государственного университета, 2010. – 264 с.
5. Батяева, Т. А. Рынок ценных бумаг: учеб. пособие / Т. А. Батяева, И. И. Столяров. - М.: Инфра-М, 2014. - 304 с.
6. Белоглазова, Г. Н. Банковское дело / ред. Г. Н. Белоглазова, Л. П. Кроливецкая. - СПб.: Питер, 2012. - 384 с.
7. Белоглазова, Г. Н. Деньги, кредит, банки: учебник / Г. Н. Белоглазова. - М.: Высшее образование, 2015. - 392 с.
8. Берзона, Н. И. Рынок ценных бумаг: учеб. для бакалавров / под общ. ред. Н. И. Берзона. - М.: Юрайт, 2011. - 531 с.
9. Болдырева, Н. Б. Исследование финансовых рынков: теория, методология, практика: коллективная монография / под науч. ред. д-ра экон. наук, доц. Н.Б. Болдыревой, д-ра экон. наук, проф. Г.В. Черновой. - Тюмень: из-во Тюменского государственного университета, 2014. - 356 с.
10. Бричеева, Н. Н. Тенденции и перспективы рынка еврооблигаций / Н. Н. Бричеева. – Экономика и социум. – 2015. - №6. – С. 96
11. Букирь, М. Я. Облигации: бухгалтерский учет в банках и другие аспекты работы: учеб. пособие / М. Я. Букирь. – М.: КНОРУС: ЦИПСИР, 2012. – 280 с.

12. Воробьев, П. В. Рынок ценных бумаг: учебник / П. В. Воробьев. – М.: Проспект, 2011. - 251 с.
13. Галанов, В. А. Рынок ценных бумаг: учеб. для вузов / В. А. Галанов. - М.: Инфра-М, 2012. - 379 с.
14. Галицкая С. В. Деньги. Кредит. Финансы: учебное пособие / С. В. Галицкая. - М.: Эскмо, 2013. - 736 с.
15. Гражданский кодекс Российской Федерации. Статья 816. Облигация: по состоянию на 23 мая 2016 г. Режим доступа: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_9027/014a6afe95e2dd5f9381695fb4b1596981e92806/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_9027/014a6afe95e2dd5f9381695fb4b1596981e92806/) (дата обращения: 21.02.2016).
16. Директива Комиссии европейских сообществ к еврооблигациям и прочим ценным бумагам, продаваемым на евторынках №89/298/ЕЕС от 17.03.1989 - Режим доступа: <http://www.fsvps.ru/fsvps-docs/ru/laws/eu/96-23.pdf> (дата обращения: 15.01.2016).
17. Едророва, В. Н. Рынок ценных бумаг: учеб. пособие / В. Н. Едророва, Т. Н. Новожилова. – М.: Магистр, 2013. – 684 с.
18. Жарковская, Е. П. Банковское дело: учеб. для вузов / Е. П. Жарковская. - М.: «Омега-Л», 2013. - 479 с.
19. Жукова, Е. Ф. Деньги. Кредит. Банки. Ценные бумаги: учеб. пособие / Е. Ф. Жукова. - М.: Юнити-Дана, 2015. - 430 с.
20. Иванова, М., Новые возможности для депонентов НДЦ при осуществлении расчетов через Euroclear Bank/ М. Иванова, И. Тиссен // Депозитариум. – № 4. – 2009. – С. 5.
21. Каджаева, М. Р. Банковские операции: учеб. для вузов / М. Р. Каджаева, С. В. Дубровская. - М.: «Академия», 2014. - 464 с.
22. Казимагомедов, А. А. Банковское дело: организация и регулирование. - М.: Академия, 2014. - 800 с.
23. Киреев, В. Л. Банковское дело: учеб. для вузов / В. Л. Киреев, О. Л. Козлова. - М.: КНОРУС, 2012. - 240 с.

24. Коробова, Г. Г. Банковское дело: учеб. для вузов / Г. Г. Коробова. - М.: Магистр, 2014. - 766 с.
25. Королева, Н. Н. Рынок корпоративных облигаций: тенденции 2012 года и ближайшая перспектива / Н. Н. Королева. – Аналитический банковский журнал. – 2012. - № 12. – С. 30
26. Костерина, Т. М. Банковское дело: учеб. для вузов / Т. М. Костерина. - М.: Юрайт, 2012. - 360 с.
27. Криничанский, К. В. Рынок ценных бумаг: учеб. пособие / К. В. Криничанский. – 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Дело и сервис, 2012. - 608 с.
28. Лаврушин, О. И. Банковская система в современной экономике / ред. О. И. Лаврушин. - Москва: КноРус, 2011. - 176 с.
29. Лаврушин, О. И. Деньги, кредит, банки: учеб. для вузов / О. И. Лаврушин. - М.: Кнорус, 2013. - 800 с.
30. Ломтатидзе, О.В. Базовый курс по рынку ценных бумаг: учеб. пособие / О. В. Ломтатидзе. - М.: КНОРУС, 2013. - 448 с.
31. Лялин, В. А. Рынок ценных бумаг: учеб. для вузов / В. А. Лялин, П. В. Воробьев. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Проспект, 2011. – 400 с.
32. Мазикова, В. М. Инвестиции банков в ценные бумаги: сущностный аспект и тенденции развития в современных условиях / В. М. Мазикова, Н. Н. Юманова. – Экономические и социальные перемены: факты, тенденции, прогноз // Актуальные проблемы экономики. – 2015. - №6. – С. 185
33. Макарова, В.А. Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг: учеб пособие / В.А. Макарова. - СПб.: Отдел оперативной полиграфии НИУ ВШЭ, 2015. - 178 с.
34. Максимов, М. Ю. Инвестиционная деятельность коммерческого банка [Электронный ресурс] / М. Ю. Максимов. - М.: Лаборатория книги, 2009. - 112 с. - Режим доступа: <http://biblioclub.ru/index.php?page=book&id=96513> (дата обращения: 24.02.2016).

35. Максимова, В. Ф. Международные финансовые рынки и международные финансовые институты: учеб. пособие / В. Ф. Максимова, К. В. Максимов, А. А. Вершинина. - М.: Инфра-М, 2014. - 175 с.

36. Миркин, Я. М. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам: учеб. / Я. М. Миркин, В. Я. Миркин. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2016. - 424 с.

37. Миркин, Я. М. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций: учеб. / Я. М. Миркин, С. Лосев, Б. Рубцов, И. Добашина, З. Воробьева. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2014. - 538 с.

38. Молотников, А. Е. Правовое регулирование рынка ценных бумаг: учеб. пособие / А. Е. Молотникова - М.: Стартап, 2013.- 552 с.

39. Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) Российский фондовый рынок. События и факты. Обзор рынка за 2015 год [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.naufor.ru/tree.asp?n=4333> (дата обращения 14.05.2016)

40. Никифорова, В. Д. Рынок ценных бумаг: учебное пособие / В. Д. Никифорова. - СПб.: СПбГУЭФ, 2012. - 160 с.

41. Новашина, Т. С. Операции банков с ценными бумагами: учеб. пособие / Т. С. Новашина, С. В. Криворучко. - М.: ЕАОИ, 2015. - 221 с.

42. О банках и банковской деятельности: Федеральный закон от 2 декабря 1990 года №395-1-ФЗ (ред. от 5.04.2016). - Режим доступа: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_5842/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5842/) (дата обращения: 20.02.2016).

43. О переводном и простом векселе: Федеральный закон от 1 марта.1997 года № 48-ФЗ. - Режим доступа: <http://base.garant.ru/10200157/> (дата обращения: 12.02.2016).

44. О порядке принятия Банком России решения о государственной регистрации кредитных организаций и выдаче лицензий на осуществление банковских операций: инструкция ЦБ РФ от 14.01.2004 N 109-И (ред. от 14.08.2009, с изм. от 21.03.2016). - Режим доступа:

[http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_99865/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_99865/) (дата обращения: 01.04.2016).

45. О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории РФ: Инструкция ЦБ РФ от 10.03.2006 №128-И. - Режим доступа: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_59714/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_59714/) (дата обращения: 11.02.2016).

46. О рынке ценных бумаг: Федеральный закон от 30 декабря 2015 года №39-ФЗ. - Режим доступа: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_76430/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_76430/) (дата обращения: 20.02.2016).

47. Об акционерных обществах: Федеральный закон от 2 июня 2016 года. - Режим доступа: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_8743/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/) (дата обращения: 20.02.2016).

48. Обзор банковского сектора Российской Федерации [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/analytics/?PrtId=bnksyst> (дата обращения 10.05.2016)

49. Орлова, И. В. Выбор экзогенных факторов в модели регрессии при мультиколлинеарности данных / И. В. Орлова, Е. С. Филонова. – Международный журнал прикладных и фундаментальных исследований // Экономика и экономические науки. – 2015. - № 5-1. – С. 108

50. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016 – 2018 годов [Электронный ресурс] – Режим доступа: [http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/onrfr\\_2016-18.pdf](http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/onrfr_2016-18.pdf) (дата обращения 15.06.2016)

51. Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/publ/default.aspx?Prtid=nadzor&ch=> (дата обращения 10.05.2016)

52. Отчетность по ценным бумагам ОА «Газпромбанк» [Электронный ресурс] – Режим доступа: [http://www.gazprombank.ru/ir/emitents/paper\\_reports/](http://www.gazprombank.ru/ir/emitents/paper_reports/) (дата обращения 10.05.2016)

53. Официальный сайт группы «Московская Биржа». Режим доступа: <http://moex.com/s29> (дата обращения: 12.02.2016).

54. Официальный сайт информационного агентства Cbonds [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://ru.cbonds.info/> (дата обращения 15.04.2016)

55. Попова, Е. М. Банки как профессиональные участники рынка ценных бумаг: учеб. пособие / Е. М. Попова, Ю. Н. Львова, С. М. Давыдкин. - СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2014. - 138 с.

56. Правила ведения учета депозитарных операций кредитных организаций в Российской Федерации инструкция ЦБ РФ N 44 от 25.07.1996 (ред. от 07.04.2000). - Режим доступа: <http://base.garant.ru/555272/#friends> (дата обращения: 11.02.2016).

57. Проектно-учебная лаборатория анализа финансовых рынков (ЛАФР) факультета экономических наук НИУ ВШЭ Монитор финансового рынка [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.hse.ru/data/2016/02/08/1140285330.pdf> (дата обращения 14.05.2016)

58. Решетникова, Л. Г. Банковские операции с ценными бумагами: учебное пособие / Л. Г. Решетникова - Тюмень: из-во Тюменского государственного университета, 2007. - 172 с.

59. Савинова, В. А. Операции коммерческих банков на рынке ценных бумаг и направления их развития / В. А. Савинова, С. В. Краснов. – Финансы денежное обращение и кредит // Экономические науки. – 2014. - №10. – С. 87

60. Стародубцева, Е.Б. Рынок ценных бумаг: учеб. для вузов / Е. Б. Стародубцева. - М.:Инфра-М, 2014. - 175 с.

61. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации до 2020 года [Электронный ресурс] – Режим доступа:

[http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/strategy\\_fm.pdf](http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/strategy_fm.pdf) (дата обращения 14.06.2016)

62. Сувейко, Ш. М. Оценка зависимости спреда доходности корпоративных облигаций от динамики валютного курса / Ш. М. Сувейко. – Финансовый бизнес. – 2015 г. - № 4. – С. 54

63. Тавасиев, А. М. Банковское дело: учебное пособие / А. М. Тавасиева. - М.: Юнити-Дана, 2014. - 287 с.

64. Теплова, Т. В. Посткризисные тенденции на облигационном рынке / Т. В. Теплова. – Финансы и кредит // Финансовая сфера.- 2014. - № 25. – С. 2

65. Ткаченко, В. В. Управление банковскими рисками в условиях глобализации мировой экономики: науч.-практ. пос. для спец. / Под ред. В. В. Ткаченко - 2 изд., перераб. и доп. - М.: Инфра-М, 2013. - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog.php?item=booksearch&code> (дата обращения: 14.03.2016).

66. Уилсон, Р. Корпоративные облигации. Структура и анализ: учеб. / Р. Уилсон, Ф. Фабоцци. - М.: Альпина Паблишер, 2016. - 444 с.

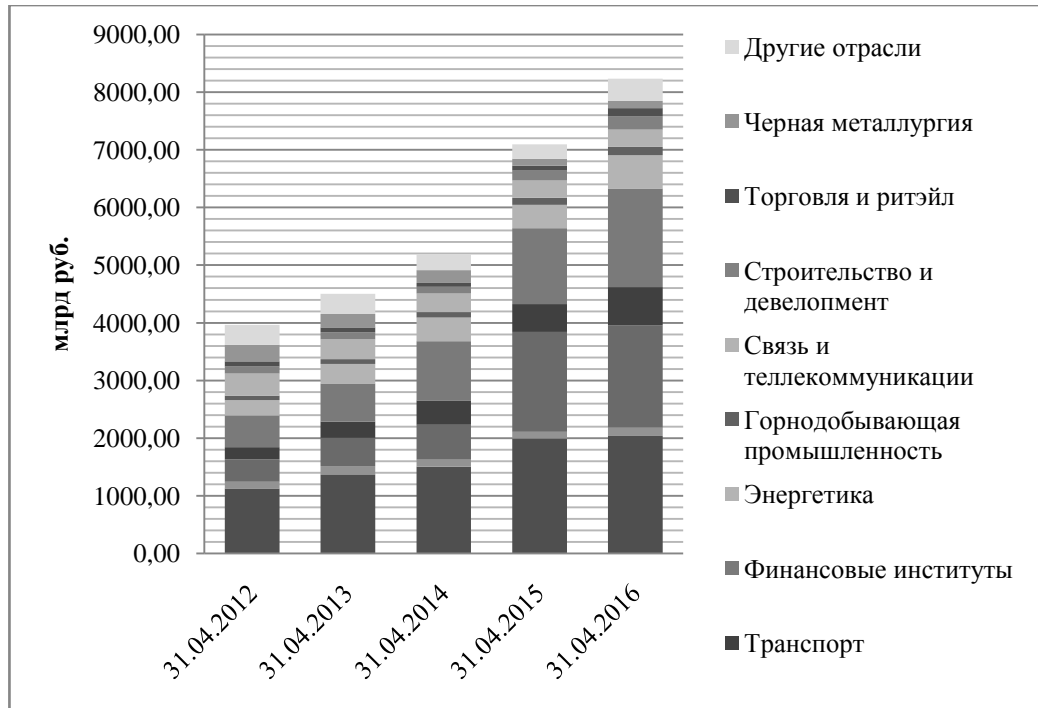
67. Фабоцци, Ф. Рынок облигаций. Анализ и стратегии: учеб. / Ф. Фабоцци. - М.: Альпина Паблишер, 2015. - 1510 с.

68. Челпанова, В. А. Рынок ценных бумаг: учеб. пособие / В. А. Челпанова. - Саратов: из-во Саратовского государственного социально-экономического университета, 2015. - 100с.

69. Шарп, У. Инвестиции: учеб. / У. Шарп, Г. Александер, Д. Бейли. - М.: Инфра-М, 2016. - 1028 с.

70. Якимкин, В. Н. Сегментация финансового рынка: учеб. для вузов / В. Н. Якимкин. - М.: Омега-Л, 2012. - 656 с.

Состав рынка корпоративных облигаций по отраслям с 31.04.2012 г. по 31.04.2016 г.





## Оценка доли портфеля корпоративных облигаций в ОА «Газпромбанк»

| Показатели                              | Темп роста                 |                            |                            |                            |                            | Темп прироста              |                            |                            |                            |                            |
|---|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
|   | 01.05.2013 к<br>01.05.2012 | 01.05.2014 к<br>01.05.2013 | 01.05.2015 к<br>01.04.2014 | 01.05.2016 к<br>01.05.2015 | 01.05.2016 к<br>01.05.2012 | 01.05.2013 к<br>01.05.2012 | 01.05.2014 к<br>01.05.2013 | 01.05.2015 к<br>01.05.2014 | 01.05.2016 к<br>01.05.2015 | 01.05.2016 к<br>01.05.2012 |
| Валюта баланса, млн. руб.               | 131,66                     | 153,37                     | 152,83                     | 92,79                      | 286,37                     | 31,66                      | 53,37                      | 52,83                      | -7,21                      | 186,37                     |
| Работающие активы банка*, млн. руб.     | 186,72                     | 124,34                     | 118,15                     | 118,55                     | 325,18                     | 86,72                      | 24,34                      | 18,15                      | 18,55                      | 225,18                     |
| Объемы портфеля облигаций, млн.<br>руб. | 137,64                     | 102,71                     | 82,85                      | 94,16                      | 110,29                     | 37,64                      | 2,71                       | -17,15                     | -5,84                      | 10,29                      |