МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
Федеральное государственное автономное образовательное учреждение
высшего образования
«ТЮМЕНСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»

ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ИНСТИТУТ
Кафедра финансов, денежного обращения и кредита

РЕКОМЕНДОВАНО К ЗАЩИТЕ
В ГЭК И ПРОВЕРЕНО НА ОБЪЕМ
ЗАИМСТВОВАНИЯ
И.о. заведующего кафедрой
канд. экон. наук, доцент
_____Е.С. Корчемкина
«18» 12 _____2017г.

**МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ**

# РОССИЙСКИЙ РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ:СОСТОЯНИЕ,ПРОБЛЕМЫ,ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

38.04.08 Финансы и кредит:
Магистерская программа «Финансовые рынки: институты, инструменты, технологии»


Выполнила
студентка 3 курса
заочной формы обучения
Иноземцева
Юлия
Сергеевна

Научный руководитель
канд. экон. наук, доцент
Решетникова
Людмила
Геннадьевна

Рецензент
Начальник сектора
прямых продаж ПАО
«СБЕРБАНК»
Боженко
Александр
Николаевич


г. Тюмень, 2017

Работа выполнена на кафедре финансов, денежного обращения и кред
Финансово-экономического института ТюмГУ
по направлению «Финансы и кредит»,
магистерская программа «Финансовые рынки: институты, инструменты, технологии»

Защита в ГЭК
протокол от _____№___
оценка _____

## ОГЛАВЛЕНИЕ


ВВЕДЕНИЕ..... 4

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ..... 8

1.1. Экономическая сущность и виды корпоративных облигаций... 8

1.2. Порядок осуществления эмиссии облигаций..... 17

1.3. Характеристика механизма обращения корпоративных облигаций..... 25

ГЛАВА 2. АНАЛИЗ РОССИЙСКОГО РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ..... 30

2.1. Формирование рынка корпоративных облигаций в Российской Федерации..... 30

2.2. Анализ условий эмиссии корпоративных облигаций на российском рынке ..... 33

2.3. Оценка инвестиционной привлекательности корпоративных облигаций российских эмитентов ..... 46

ГЛАВА 3. ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА КОРПОРТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ..... 58

3.1. Современные проблемы российского рынка корпоративных облигаций и пути их решения..... 58

3.2. Перспективы развития отечественного рынка корпоративных облигаций..... 65

ЗАКЛЮЧЕНИЕ..... 76

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ..... 82

# ВВЕДЕНИЕ

Российский рынок корпоративных облигаций - молодой и быстрорастущий сегмент финансовой системы нашей страны. Его история началась в 2001-2002 гг., когда произошли первые рыночные размещения облигаций российских компаний. С этого момента и до настоящего времени рынок корпоративных долговых бумаг нашей страны претерпел существенные изменения: многие компании стали использовать его как стабильный источник заимствований, диверсифицировалась отраслевая структура заемщиков, значительно выросли объемы размещений, расширился круг инвесторов.

Развитие национального рынка корпоративных облигаций обретает большую актуальность при привлечении средств для обновления производственных мощностей российских компаний в реальном экономическом секторе.

Исходя из российских реалий, компании расширяют свое присутствие на фондовом рынке и замещают банковские кредиты выпуском облигаций. В то же время увеличиваются объемы выпуска корпоративных облигаций по сравнению с объемом государственных, а ведущие секторы экономики увеличивают свое долевое участие в общем объеме новых выпусков. Облигации становятся перспективным финансовым инструментом.

Когда речь идет об эмиссии корпоративных облигаций, инвестор имеет более определенное представление о потенциальных доходах.

Инвестиции в облигации считаются довольно консервативным способом приумножения денежных средств. Ценовые колебания на этом рынке несопоставимо малы по сравнению с активной динамикой котировок акций. Для инвесторов, главное - это проценты (купонные выплаты), хотя изменение рыночной стоимости облигации тоже влияет на доходность. Корпоративные облигации более надежны, чем акции, и более доходны, чем банковские вклады. Облигации, как правило, считаются более безопасным инвестиционным инструментом, чем акции, поскольку их владельцы имеют

приоритет в требовании доли активов компании в случае ее ликвидации или реструктуризации.

Развитие национального рынка корпоративных облигаций обретает большую актуальность при привлечении средств для обновления производственных мощностей российских компаний в реальном экономическом секторе.

В современных реалиях предприятия расширяют свое присутствие на фондовом рынке, замещая кредиты банков выпуском облигаций. Российский рынок облигаций является наиболее перспективным направлением развития финансового рынка, который должен способствовать решению вопроса потенциального дефицита рыночного обеспечения в финансовой системе, а также снятию с банковского сектора нагрузки по кредитованию крупнейших российских корпораций.

Облигации, как один из наиболее дешевых и простых источников финансирования, способствуют покрытию дефицита государственного бюджета, увеличению ликвидности и платежеспособности хозяйствующих субъектов.

На данный момент более глубокое рассмотрение и всесторонний анализ долгового рынка корпоративных ценных бумаг является актуальным ещё по тому, что инвесторы рассматривают данный рынок как одним из главных альтернатив депозитным сбережениям.

Использование облигаций открывает новые возможности по финансированию развития для компаний, в том числе и из регионов. С другой стороны, продвижение облигационного рынка позволяет развить биржевой инструмент для привлечения розничных инвесторов в корпоративный сектор экономики РФ.

Актуальность данного исследования подтверждается высокими темпами роста и развития рынка корпоративных облигаций и усилением его значимости для финансовой системы России.

Объект исследования работы — российский рынок корпоративных

облигаций. Предметом исследования являются экономические отношения, возникающие при обращении корпоративных облигаций на российском рынке.

Цель выпускной квалификационной работы – исследовать российский рынок корпоративных облигаций, выявить основные проблемы и разработать рекомендации по их преодолению.

Задачи работы:

- определить экономическую сущность и виды корпоративных облигаций;
- охарактеризовать порядок осуществления эмиссии облигаций;
- описать механизм обращения корпоративных облигаций;
- рассмотреть формирование рынка корпоративных облигаций в Российской Федерации;
- проанализировать условия эмиссии корпоративных облигаций на российском рынке;
- произвести оценку инвестиционной привлекательности корпоративных облигаций российских эмитентов;
- определить современные проблемы российского рынка корпоративных облигаций и пути их решения;
- охарактеризовать перспективы развития отечественного рынка корпоративных облигаций.

Научная новизна работы. Научная новизна работы заключается в развитии рынка корпоративных облигаций в условиях нашей страны: уточнены основные характеристики российского рынка корпоративных облигаций; проведен комплексный анализ рынка корпоративных облигаций с точки зрения этапов его формирования, оценки выпуска, оценки инвестиционной привлекательности корпоративных облигаций в России. На основе выявленных проблем рынка корпоративных облигаций были разработаны рекомендации по его регулированию.

Практическая значимость исследования заключается в разработке рекомендаций по совершенствованию российского рынка корпоративных облигаций, определению факторов и тенденций его развития.

Методологической и теоретической базой работы стали научные труды иностранных и отечественных авторов по теории финансового капитала, финансовых рынков. Исследование проводилось на базе научного анализа и обобщения российской практики работы рынка корпоративных облигаций, нормативных документов, законодательных актов. Информационная база исследования – это данные Федеральные данные службы государственной статистики, факты, которые опубликованы в СМИ и экономической литературе, Интернет, материалы справочников, ежегодников, аналитических записок. При исследовании применялись научные методы логики, познания, диалектики, методы сравнительного анализа и сопоставления.

Понятие, экономическая сущность, а также этапы развития рынка корпоративных облигаций представлены в работах Балакирева Н.Н., Воробьева П., Давиденко Л.П., Лялина В., Маренкова Н.Л.

В качестве инструмента инвестиций корпоративные облигации рассмотрены в работах Катаева О.С., Панова Т.А., Ульянова В.М., Чихаева Ю.А., Шамина В.А. и др.

Перспективы развития современного рынка корпоративных облигаций и его проблемы рассмотрены в работах Горюновой Е.Ю., Ковалевич Д.В., Федоровой Ю.Н., Храпова Е.Н.

# ГЛАВА 1.ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

## 1.1. Экономическая сущность и виды корпоративных облигаций

В современной экономической литературе содержится огромное количество определений этого финансового инструмента. В частности, по мнению У.Ф. Шарпа, облигация – это «обязательства о выплате в установленные сроки суммы долга и процентов». Ф. Дж. Фабоцци определяет облигацию как «долговой инструмент, обязывающий эмитента в течение установленного промежутка времени выплатить инвестору, взятую взаймы сумму плюс процент». В западной литературе под облигациями часто понимают именно долгосрочные ценные бумаги. В известном труде «Принципы корпоративных финансов» Р.Брейли, С.Майерса упоминается, что облигация - «просто-напросто долгосрочное долговое обязательство», [37, с.67].

В соответствии со ст. 816 ГК РФ, облигация – это ценная бумага, которая удостоверяет право ее держателя получить от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальную стоимость облигации или иной имущественный эквивалент, [1]. Облигацией предоставляется ее держателю также право получать фиксированный в ней процент от номинальной стоимости или другие имущественные права.

Согласно п.3 ст. 33 ФЗ «Об акционерных обществах» облигация удостоверяет право ее владельца требовать погашения облигации (выплату номинальной стоимости или номинальной стоимости и процентов) в установленные сроки [4].

Согласно Закону «О рынке ценных бумаг», облигация – эмиссионная ценная бумага, которая закрепляет право ее владельца получить от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента, [3].

Корпоративные облигации – это ценные бумаги, которые выпускаются компанией, представляющие собой срочные долговые обязательства перед их владельцем и дающие владельцу право на получение гарантированного дохода в виде процента, [10, с.102].

Облигации являются одной из форм по привлечению заемного капитала для реальному сектору экономики, с целью реализовать высокорентабельные коммерческие проекты, развивать или проводить техническое перевооружение производственных мощностей. Таким образом, инвестор, при покупке облигаций, дает эмитенту деньги в долг на каких-либо условиях.

Главным достоинством облигации является то, что она представляет из себя самый действенный и эффективный инструмент, который дает возможность, без проведения перераспределения собственности, провести аккумулирование средств инвесторов и обеспечить для предприятий доступ к рынку капиталов.

В этом качестве облигацией удостоверяется:

- факт о предоставлении владельцем ценной бумаги денежных средств эмитенту (корпорации);

- обязательство эмитента по возвращению держателю облигации после истечения установленного срока суммы, которая была эмитентом получена при выпуске этой бумаги (т.е. по возвращению суммы долга);

- обязательство эмитента по выплате держателю облигации фиксированного дохода в виде процента от номинальной стоимости.

Эмиссия облигаций является удобным способом мобилизации капитальных фондов, в которых содержится привлекательные черты для корпораций.

Для инвесторов преимущества вложений в облигации заключаются в достаточно высокой надежности и привлекательной доходности корпоративных облигаций, наличием льгот в системе налогообложения доходов от инвестирования. В марте 2017 года Государственная дума приняла закон, освобождающий купонный доход по корпоративным облигациям от

налогообложения, [66]. Стоит отметить, что Закон касается только дохода физических лиц, полученного по корпоративным облигациям в рублях, эмитированных с 1 января 2017 года по 31 декабря 2020 года.

Следует отметить одно из основных преимуществ использования корпоративных облигаций – наличие более высокой ставки по сравнению с банковской. В современной экономической ситуации наблюдается снижение доходности рублевых вкладов с усредненного значения 10,55% (по данным 15 крупнейших банков) в 2016 году до 8,15% годовых в 2017 году.

В динамике ставка по депозитам в дальнейшем также будет снижаться, так как ЦБ РФ стремится снизить уровень инфляции до 4%, что вполне реалистично, что повлечет за собой и снижение ставки рефинансирования. Купоны по облигациям также будут снижаться, но меньшими темпами, чем ставки по банковским вкладам. Такая ситуация заставляет инвесторов задуматься над такими альтернативными способами вложения денег, как приобретение корпоративных облигаций, [6, с.35].

Степень надежности определяется тем, какое именно предприятие выпустило облигацию. Несмотря на то, что облигация считается одной из самых надежных ценных бумаг, у ее владельца может возникнуть риск банкротства компании эмитента. По облигациям банкротом может стать корпорация, муниципалитет, государство. Доходность по корпоративным облигациям выше, но и риск также выше.

В российской экономике есть свои «голубые фишки» - корпорации, которые будут являться достаточно доходными и в тоже время более или менее защищенными. Защиту им даст само государство, так как исторически сложилось, что данные предприятия будут являться практически монополистами. Если произойдет их крах, то и государству будет нанесен большой урон, поэтому государство заинтересованно в стабильности данных компаний, [15, с.76].

Несмотря на то, что предприятия выступают от лица частного сектора и имеют высокие доходы, они также ещё и защищены государственной опекой.

Облигации, как инструменты с фиксированной доходностью, позволяют качественно диверсифицировать инвестиционные портфели. С их помощью можно создавать стратегии ориентированные на стабильный прирост капитала с разной степенью риска и доходности, а также структурные продукты, в которых облигации используются для страхования позиций в акциях или на срочном рынке. Доходность многих облигаций превышает ожидаемый уровень инфляции и среднюю доходность банковского депозита и зависит от кредитного качества эмитента, срока их обращения и ситуации на рынке.

Для частного инвестора можно отметить ряд негативных моментов при инвестировании в корпоративные облигации. Один из них – это наличие брокерской комиссии за операции покупки–продажи долговой бумаги, снижающие ее доходность. Также существенно и малое количество облигационных выпусков, которые попали под действие нового закона об освобождении юридических и физических лиц от уплаты НДФЛ с купонного дохода по рублевым облигациям в период с 1.01.2017 г. до 31.12.2020 г. и высокая степень популярности депозитов вследствие из безопасности за счет страховки на сумму до 1,4 млн. руб. и наличия гарантированной доходности.

Основные преимущества облигационного займа для предприятий-эмитентов представлены, [29, с.36]:

- возможностью к мобилизации существенных объемов денежных средств и финансированию крупномасштабных инвестиционных проектов и программ с экономически выгодными условиями без угрозы вмешательства со стороны инвесторов (владельцы облигаций) к управлению его нынешней финансово-хозяйственной деятельностью;

- возможностью к маневрированию в ходе определения характеристик выпуска: определение всех параметров облигационного займа (объема эмиссии, процентной ставки, сроков, условий по обращению и погашению и пр.) осуществляется эмитентом самостоятельно благодаря привлекаемым средствам инвестиционного проекта;

- возможностью по аккумулированию денежных средств частных

инвесторов (население), привлечению финансовых ресурсов юридических лиц на довольно долгий срок (более, чем срок кредитов, которые предоставляют коммерческие банки) и с более выгодными условиями, исходя из реальной экономической обстановки и состояния на финансовом рынке;

- обеспечением оптимального сочетания между уровнем доходности для инвесторов и уровнем затрат предприятия-эмитента при подготовке и обслуживании облигационного займа.

Одновременно с этим облигация является достаточно жестким долговым обязательством: при осуществлении ее эмиссии, эмитент в некоторой степени рискует, и всегда есть вероятность, что облигационный заем станет безуспешным, это значит, что самим фактом эмиссии облигаций еще не гарантируется их размещение на установленных эмитентом условиях.

Корпоративные облигации торгуются на рынке ценных бумаг. Рынок ценных бумаг является частью рынка капитала, который в свою очередь составляет финансовый рынок.

Основные характеристики облигаций представлены: стоимостной оценкой, купоном, периодом обращения, [17, с.42].

Корпоративным облигациям присуща нарицательная цена (номинал) и рыночная цена.

Номинальной стоимостью облигации обозначается сумма, которую берут взаймы и, которая подлежит возврату после истечения срока ее обращения. Под номинальной ценой понимают базовую величину при расчете принесенного облигацией дохода.

Процент по облигации устанавливают к номиналу, увеличение (снижение) стоимости облигации за определенный период рассчитывают в качестве разницы между номинальной стоимостью, которая будет учитываться при погашении облигации и ценой покупки облигации.

Стоит обратить внимание при этом на то, что для акций номинальная стоимость является величиной достаточно условной, они могут продаваться, и покупаться преимущественно по цене, которая не привязана к номиналу, а для

облигаций под номинальной стоимостью понимают очень важный параметр, значение которого остается неизменным в течение срока облигационного займа. Именно по начальной фиксированной величине номинала будет осуществляться погашение облигаций после окончания срока их обращения.

От момента эмиссии корпоративных облигаций и до момента погашения, их продают и покупают в соответствии с установившимися на рынке ценами. Рыночная цена к моменту размещения облигации может быть меньше, чем номинал, равной номиналу и выше, чем номинал. Далее рыночную цену облигаций определяют по той ситуации, которая сложилась на рынке облигаций и финансовом рынке в целом к моменту продажи, а также двух главных элементов самого облигационного займа. Эти элементы представлены:

- перспективой к получению после погашения номинальной стоимости облигации (чем ближе к моменту покупки облигации срок ее погашения, тем большей будет ее рыночная стоимость);

- правом на регулярный фиксированный доход (чем больше доход, который приносит облигация, тем большей будет ее рыночная стоимость).

На рыночную цену облигаций влияет ряд иных условий, важнейший из которых представлен надежностью (степенью риска) вложений.

По причине того, что номиналы у различных облигаций имеют существенные различия, то зачастую может возникнуть необходимость наличия сопоставимого измерителя рыночных цен облигаций. Этот показатель представлен курсом.

Курс облигации - значение рыночной цены облигации, которое выражается в процентах к ее номиналу.

В зарубежной литературе кроме указанных (номинальная и рыночная) приводят еще одну стоимостную характеристику облигаций — их выкупную цену, по которой эмитент осуществляет погашение облигации. Значение выкупной цены может совпадать со значением номинальной, при этом, она может быть выше или ниже ее.

Корпоративные облигации классифицируются в зависимости от различных признаков следующим образом:

1. Относительно способа размещения.

Выпуск облигаций осуществляют и по открытой (в неограниченном круге лиц), и по закрытой подписке (в заранее известном круге лиц). Займы, которые размещаются по открытой подписке, называют «рыночными». Займы, которые размещаются по закрытой подписке, называют «нерыночными». «Нерыночные» займы, размещенные в заранее известном круге инвесторов, чаще всего, по доходности меньше государственных ценных бумаг. Их цель может заключаться, например, в финансировании внутренних программ промышленных холдингов «за свой счет» и минимизации налогообложения.

2. В зависимости от обеспечения облигации разделяются на:

1.Обеспеченные облигации. Эти облигации имеют реальное обеспечение активами. Их можно разбить на три подтипа:

а) облигации с залогом имущества, которые обеспечиваются основным капиталом корпорации (ее недвижимостью) и иным вещным имуществом;

б) облигации с залогом фондовых бумаг, которые обеспечиваются находящимися в собственности компании-эмитента ценными бумагами какой-либо другой корпорации (но не компании-эмитента) — как правило, ее филиала или дочерней компании;

в) облигации с залогом оборудования. Такие облигации обычно выпускаются транспортными корпорациями, которые в качестве залогового обеспечения используют, например, транспортные средства (самолеты, локомотивы и т.п.).

Смысл залогового обеспечения заключается в том, что в случае банкротства компании или ее неплатежеспособности держатели обеспеченных облигаций могут претендовать на часть имущества компании.

2. Необеспеченные облигации. Эти облигации не обеспечиваются какими-либо материальными активами, они подкрепляются добросовестностью компании-эмитента, иначе говоря — ее обещанием. В случае банкротства

компании держатели таких облигаций не могут претендовать на часть недвижимости.

3. Относительно фиксации ставки. Облигации имеют фиксированную ставку процента или плавающую ставку процента. В последних облигациях процентная ставка может изменяться в зависимости от индексов, выбираемых в индивидуальном порядке для определенных выпусков. Как индексы могут использоваться валютный курс (доллар/рубль), индекс доходности ОФЗ и пр. Основное достоинство облигации с плавающей ставкой заключается в потенциальном удешевлении стоимости заимствования. Главный фактор при выборе облигаций с фиксированной или плавающей ставкой состоит в ожидании эмитента: если им ожидается снижение доходности, то выгодно использовать облигации с плавающей ставкой, если им ожидается увеличение доходности, то рекомендовано размещение облигации с фиксированной ставкой. По мнению инвесторов, использованием бумаг с плавающей процентной ставкой затрудняется расчет доходности бумаги.

4. Отзывные облигации с опционами. Облигации с call-опционом позволяют эмитенту отозвать облигации по оговоренной цене в некоторый момент времени. Если говорить об облигациях с put-опционом, то они позволяют инвестору досрочно погашать свою облигацию. Отечественная практика такова, что даты погашения соответствуют времени выплаты очередного купона по облигации. Такие облигации являются самыми распространенными на отечественном рынке.

5. По срокам обращения могут быть, во-первых, краткосрочными: до 1 года; во-вторых, от 1-3 лет среднесрочными, в-третьих, долгосрочными: от 3 до 30 лет.

Самым популярным видом корпоративных облигаций считается биржевая облигация. Сегодня все больше российских финансовых учреждений и компаний прибегают к их выпуску. Растет потребность в биржевых облигациях. Это связано с тем, что их выпуск освобождается от процедуры обязательной регистрации. В то же время количество эмитентов ценных бумаг

ограничивается требованиями, которые предъявляются к условиям выпуска биржевых облигаций.

Биржевыми облигациями называются краткосрочные ценные бумаги, которые можно выпускать исключительно публичной компании – чьи активы свободно обращаются на рынке, [37, с.45]. В то же время активы не просто обращаются на рынке, но и включаются в котировальный список, а значит, обладают высокой ликвидностью.

Итак, введение нового вида корпоративных облигаций позволяет инвесторам получить надежный инструмент. Публичные акционерные общества теперь могут без проблем выходить на свободный рынок.

Можно сделать вывод о том, что корпоративные облигации являются ценными бумагами, выпускаемыми компанией, они представляют собой долговые обязательства компании перед их собственником, дают право на получение гарантированной прибыли в форме процента.

Главные параметры включают купон, стоимостную оценку, период обращения.

Для инвестора привлекательность инвестирования в облигации (при условии, что он инвестирует в облигации надежных компаний) связана с достаточно высокой ликвидностью данных ценных бумаг; относительно стабильным уровнем дохода; некоторые облигации дают возможность первоочередного права возврата вложенных денежных средств при ликвидации или банкротстве эмитента; незначительным уровнем риска при потере вложенных в облигации денежных средств.

Основные виды корпоративных облигаций: облигации под залог недвижимости (ипотечные), ценных бумаг (collateral) или оборудования, гарантированные облигации, голосующие и конвертируемые облигации, необеспеченные облигации.

Для инвестора привлекательность инвестирования в облигации (при условии, что он инвестирует в облигации надежных компаний) связана с достаточно высокой ликвидностью данных ценных бумаг; относительно

стабильным уровнем дохода; облигации дают возможность первоочередного права возврата вложенных денежных средств при ликвидации или банкротстве эмитента (закладные облигации); незначительным уровнем риска при потере вложенных в облигации денежных средств.

## 1.2. Порядок осуществления эмиссии облигаций

Размещение облигаций осуществляется путем их эмиссии, которая носит последовательный характер и состоит из пяти этапов, в ее основе лежат несколько нормативно-правовых актов, в которых закреплены стандарты эмиссионной деятельности, а также особенности процедуры эмиссии.

Важнейшим и наиболее сложным этапом размещения облигаций является разработка проспекта эмиссии. Основная трудность для эмитента заключается в поиске оптимального набора инвестиционных характеристик выпуска облигаций.

Эмиссия облигаций – это процедура, которая регламентирована Положением о стандартах эмиссии ценных бумаг, порядке государственной регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг, государственной регистрации отчетов ценных бумаг.

Процедура эмиссии облигаций включает в себя следующие этапы, [22, с.299]:

- принятие решения о размещении ценных бумаг или иного решения, являющегося основанием для размещения ценных бумаг (далее - решение о размещении ценных бумаг);

-утверждение решения о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг;

-государственную регистрацию выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг или присвоение выпуску (дополнительному выпуску) ценных бумаг идентификационного номера;

-размещение ценных бумаг;

-государственную регистрацию отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг или представление уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг.

Первый этап включает процесс принятия решения касательно размещения облигаций. Главная цель данного этапа – достичь оптимального сочетания ликвидности, доходности, уровня риска и прочих индивидуальных параметров того или иного облигационного выпуска. Причем выгода должна быть как для инвестора, так и для эмитента.

Второй этап эмиссии корпоративных облигаций состоит в утверждении принятого решения. Решение выпускать долговые ценные бумаги АО принимает на Совете директоров, утверждает не позднее шести месяцев с момента принятия решения.

В случае размещения ценных бумаг путем открытой или закрытой подписки среди круга лиц, число которых превышает 500, эмиссия ценных бумаг сопровождается регистрацией проспекта ценных бумаг (абз. 1 п. 2 ст. 19 Федерального закона № 39-ФЗ), [3].

Регистрация проспекта ценных бумаг накладывает на эмитента ряд дополнительных обязательств, связанных с раскрытием информации о его финансово-хозяйственной деятельности и ценных бумагах.

Во-первых, если эмиссия ценных бумаг сопровождается регистрацией проспекта ценных бумаг, каждый этап процедуры эмиссии ценных бумаг сопровождается раскрытием информации (п. 2 ст. 19 Федерального закона № 39-ФЗ).

Во-вторых, в случае регистрации проспекта ценных бумаг эмитент обязан осуществлять раскрытие информации в форме (ч. 4 ст. 30 Федерального закона № 39-ФЗ):

- ежеквартального отчета эмитента ценных бумаг (ежеквартальный отчет);

- сообщения о существенных фактах (событиях, действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента ценных

бумаг (сообщения о существенных фактах).

Проспект ценных бумаг является документом эмитента, содержащим подробную и детальную информацию об эмитенте, его участниках (акционерах), органах управления, финансово-хозяйственной деятельности эмитента и его ценных бумагах.

В процессе подготовки проспекта эмиссии, как и на прочих этапах, эмитент контактирует с разными специалистами, такими как банк, инвестиционный банк, консалтинговая компания и др. Они включаются в состав специалистов, которые содействуют эмитентам на всех этапах выпуска, размещения ценных бумаг. Кроме помощи в подготовке эмиссионных документов и обеспечения взаимодействия с Федеральной службой по финансовым рынкам, сертифицированными биржевыми структурами, инвестиционными банками, консалтинговыми компаниями помогают хозяйствующим субъектам в продвижении проспекта эмиссии (road show и другие маркетинговые мероприятия).

Важное место занимают независимые аудиторы. Они не только занимаются аудитом и обзорной проверкой бухгалтерской отчетности поручителей и эмитента, но и анализируют проспект эмиссии облигаций, [52, с.114].

Третий этап эмиссии корпоративных облигаций включает государственную регистрацию выпуска.

Чтобы зарегистрировать выпуск, эмитенту необходимо подготовить и предоставить в регистрирующий орган: анкету эмитента, копия документа, подтверждающего государственную регистрацию эмитента, заявление, решение о выпуске облигаций, копии учредительных документов, прочие документы, которые предусмотрены законодательством. При государственной регистрации, которая сопровождается регистрацией проспекта эмиссии, в регистрирующий орган подаются: копия протокола, который утверждает проспект ценных бумаг, проспект ценных бумаг. Если эмиссия ценных бумаг сопровождается регистрацией проспекта, то эмитент вправе представить

документы на предварительное рассмотрение.

Регистрирующий орган выносит мотивированный отказ или проводит регистрацию выпуска с момента получения документов в течение:

- 30 дней – при регистрации проспекта;

- 20 дней – без регистрации проспекта;

- 10 рабочих дней – после их предварительного рассмотрения, при условии, что несоответствий не выявлено или же эмитентом устранены все выявленные несоответствия (при этом документы для регистрации эмиссии поданы не позднее 3 месяцев с момента их предварительного рассмотрения).

Может последовать отказ в регистрации ценных бумаг. Это происходит в том случае, если уставной капитал полностью не оплачен, если размер обязательств по размещаемым облигациям – больше, чем ограничение, которое определено в Уставе общества, а также до момента государственной регистрации в уставе эмитента положений о номинальной стоимости, правах по объявленным акциям, в которые конвертируются облигации.

На следующем этапе происходит непосредственное размещение облигаций. Это значит, что отчуждаются эмиссионные ценные бумаги эмитентом первым собственникам посредством подписания гражданско-правовой сделки. Размещение облигаций должно осуществляться в соответствии с условиями, определенными решением об их выпуске (дополнительном выпуске). Размещение облигаций осуществляется в течение срока, который указан в решении о выпуске. Он составляет не более 1 года с момента государственной регистрации выпуска.

Размещение ценных бумаг может проводиться посредством андеррайтинга. В данной ситуации андеррайтер – это банк, который принимает обязанность по размещению ценной бумаги от имени эмитента или же от собственного имени, но за счет и по поручению эмитента. Как правило, в качестве андеррайтера выступает инвестиционный банк, который организует и контролирует функции андеррайтеров.

Последний, пятый этап – это регистрация отчета об итогах выпуска.

Эмитент предоставляет в Федеральную комиссию по рынку ценных бумаг РФ отчет об итогах выпуска не позднее 1 месяца с момента окончания размещения, которое зафиксировано в решении о выпуске или со дня размещения последней бумаги. Центральный банк в течение 2х недель принимает решение о регистрации отчета или в его отказе.

Главной инновацией на рынке корпоративных облигаций, несомненно, можно назвать регистрацию программ биржевых облигаций (ПБО) и начало размещения выпусков в рамках зарегистрированных программ. ПБО — это новый для российского рынка инструмент, который обладает чертами, присущими программам коммерческих бумаг (CP) и среднесрочных нот (MTN) на западных рынках, и может существенно увеличить гибкость и оперативность привлечения долговых ресурсов.

Программа биржевых облигаций содержит две части решения о выпуске (программа облигаций):

Первая часть решения о выпуске (программа облигаций) содержит права владельцев облигаций и иные общие условия для одного или нескольких выпусков облигаций, общую стоимость облигаций, максимальные сроки обращения. Срок действия программы определяется эмитентом и может быть бессрочным. Решение об утверждении ПБО принимается советом директоров эмитента.

Вторая часть решения о выпуске (условия выпуска) содержит конкретные условия отдельного выпуска биржевых облигаций. В рамках программы могут быть выпуски с различной конфигурацией (сроки, валюта, определение купонов и т. п.).

По сравнению с традиционной подготовкой отдельных эмиссий наиболее трудоемкий этап, а именно подготовка и регистрация первой части решения (или собственно программы биржевых облигаций, желательно вместе с проспектом облигаций), осуществляется один раз для большого количества выпусков.

Программа биржевых облигаций упрощает возможность размещения биржевых облигаций. Эффект достигается за счет того, что эмиссия разбивается на две части - регистрация Программы облигаций и размещение Выпуска облигаций.

Кроме того, с 1 августа 2015 года у корпоративных эмитентов появился новый инструмент долгового финансирования — коммерческие облигации, выпуски которых могут размещаться, в том числе в рамках программы коммерческих облигаций. Смысл коммерческих облигаций для эмитента — в привлечении долгового финансирования быстро, без становления публичной компании, на краткосрочные цели. Внебиржевая специфика делает коммерческие облигации экономически похожими на банковский кредит или вексель.

Московская биржа и Центральный депозитарий начали предоставлять эмитентам «онлайн-конструктор» программ и условий выпуска биржевых и коммерческих облигаций.

При этом целевым сроком привлечения эмитентом денежных средств посредством выпуска облигаций остаются 24 часа (отдельный выпуск по зарегистрированной программе эмиссии). Подготовленные изменения в законодательство помимо упрощения эмиссионной документации также обеспечат возможность подачи документов на регистрацию в электронном виде и оптимизируют состав и объем раскрываемой эмитентом информации.

Основные нормативные требования к выпуску классических корпоративных облигаций и биржевых приведены в таблице 1.1.

Таблица 1.1

Сравнение корпоративных и биржевых облигаций

| Требования | Корпоративные облигации | Биржевые облигации |
|---|---|---|
| Необходимость проспекта эмиссии | Необходим | Необходим (в краткой форме) |
| Проспект эмиссии рассматривает | Центральный Банк | Московская биржа |
| Государственная регистрация в ЦБ | Регистрация выпуска или программы облигаций (проспекта эмиссии) и итогов выпуска Центральным Банком | Московская биржа присваивает идентификационный |

| | | |
|---|---|---|
| | | номер выпуску или программе (утверждает проспект эмиссии) и предоставляет доступ к торгам |
| Вид обеспечения | Залог, поручительство, безотзывная банковская гарантия | Поручительство, безотзывная банковская гарантия |
| Тип размещения | Закрытая или открытая подписка | Только открытая подписка |
| Условия погашения | Денежные средства, имущество, конвертация | Только денежные средства |

Источник: [60].

Размещение биржевых облигаций позволяет эмитенту выходить на рынок быстрее и с меньшими издержками, чем по классическим облигациям. Это достигается путем снижения инфраструктурной нагрузки. Биржевые облигации размещаются сразу, минуя процедуру листинга. Листинг биржевые облигации проходят одновременно с регистрацией.

Допуск биржевых облигаций к торгам осуществляется путем включения их в Список одновременно с присвоением идентификационного номера выпуску. Услуга по присвоению биржевым облигациям идентификационного номера обойдется эмитенту в 150 тыс. руб. за первый выпуск и в 50 тыс. руб. за второй и последующее. А услуги по размещению будет стоить от 350 тыс. руб. (при объеме выпуска в 1 млрд. руб.) и до 650 тыс. руб. (при объеме выпуска более 10 млрд. руб.), [59].

Чтобы упростить процедуру эмиссии, отменили необходимость регистрирования проспекта ценных бумаг в случае государственной регистрации отдельного выпуска облигаций, если проспект облигаций был зарегистрирован одновременно с государственной регистрацией программы облигаций. При такой схеме удается уйти от повторения стоимостных и временных затрат на утверждение и регистрацию полного комплекта эмиссионных документов при регистрации отдельного выпуска облигаций в рамках программы.

С 1 июля 2016 г. эмитент обязан определить представителя владельцев облигаций в случае:

- размещения облигаций с обеспечением, за исключением облигаций, обеспеченных государственной или муниципальной гарантией, путем открытой подписки или путем закрытой подписки среди лиц, число которых без учета лиц, являющихся квалифицированными инвесторами, превышает 500;

- допуска облигаций с обеспечением к организованным торгам, за исключением облигаций, обеспеченных государственной или муниципальной гарантией, а также облигаций, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

Преимущества привлечения представителя владельцев облигаций заключаются в том, что эмитент взаимодействует с одним лицом вместо множественности владельцев облигаций (принцип одного окна); упрощение процедурных процессов; координация действий облигационеров в целях защиты прав, а также предотвращение возможности «гринмэйла» со стороны отдельных владельцев; разрешение конфликтных ситуаций между владельцами облигаций; постоянный публичный мониторинг деятельности эмитента.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что порядок осуществления процедуры эмиссии облигаций включает несколько этапов: сначала принимается решение о размещении облигаций; далее утверждается решение выпускать или дополнительно выпускать облигации; после чего осуществляется государственная регистрация выпуска бумаг или присвоение им идентификационного налогового номера плательщика; затем ценные бумаги размещаются; наконец, происходит процедура государственной регистрации отчета об итогах выпуска облигаций.

Биржевые облигации открывают новые возможности для выхода эмитентов на рынок облигаций.

## 1.3.Характеристика механизма обращения корпоративных облигаций

Корпоративные облигации свободно обращаются на вторичном рынке в России. Во всей совокупности ценных бумаг, обращающихся на фондовом рынке, условно выделяют:

- облигации крупнейших системообразующих российских компаний («первый эшелон») в разных отраслях экономики (ЛУКОЙЛ, Газпром, ТНК, РЖД, Внешторгбанк). Их особенностью является высокая ликвидность и низкий риск, поскольку эти предприятия-эмитенты контролируются государством. Именно эти «голубые фишки» обеспечивают основной торговый оборот в корпоративном сегменте, [41, с.553].

- облигации «второго эшелона». К нему относятся ценные бумаги компаний, являющихся региональными или отраслевыми лидерами, но по масштабам деятельности уступающих компаниям-эмитентам первого эшелона. Качество облигаций «второго эшелона» рынка менее однородно. Наряду с надёжными эмитентами, встречаются эмитенты, которые не предоставляют отчетность по МСФО, а также не имеют международных кредитных рейтингов. Но то же время, бизнес таких компаний достаточно прозрачный и крупный, а кредитные риски, вследствие доминирующего положения в своих отраслях, относительно невысокие;

- облигации «третьего эшелона», их часто именуют «мусорными облигациями» – это ценные бумаги с сомнительным кредитным качеством и низкой ликвидностью. Бизнес эмитентов «третьего эшелона» часто несет в себе существенные риски. К этой же группе очень часто относятся быстро растущие небольшие компании, которые осуществляют активную инвестиционную политику за счет заемных средств. У таких компаний-эмитентов риски рефинансирования достаточно высокие, а при высоком уровне долговой нагрузки такие предприятия зачастую не могут отвечать по своим обязательствам.

Таким образом, российский рынок корпоративных облигаций имеет

«эшелонную структуру».

Когда готовится проспект эмиссии (решение о выпуске и т.п.), специалисты биржи и эмитент, агент по размещению и финансовые консультанты прорабатывают вопросы организации размещения. Этот этап предполагает определение конкретного механизма размещения, который включает в себя депозитарно-расчетные аспекты, основные параметры займа, в том числе форму выпуска, способы выплаты дохода, кроме того, разрабатывается необходимая нормативно-договорная база.

Важно сказать о специфике российского долгового рынка. И первичный, и вторичный российский рынок облигаций является преимущественно биржевым, когда в большинстве других стран – внебиржевым. Большинство стран Западной Европы, США и Японии рынок корпоративных облигаций сосредотачивает во внебиржевом секторе, то в нашей стране, напротив, основная доля этого рынка приходится на биржевые площадки.

Одна из главных причин обращения облигаций в некоторых странах на внебиржевом рынке состоит в том, что динамика рыночных цен облигаций является более предсказуемой и менее подверженной сильным и внезапным колебаниям, чем акции. Вместе с тем основная масса эмитентов «выводит» собственные облигации на биржу, они рассчитывают, что ими будут интересоваться институциональные инвесторы.

С 2017 года в регуляторных целях используются только рейтинги по национальной шкале для корпоративных облигаций и нефинансовых организаций от агентств, вошедших в реестр Центрального Банка, единственными такими агентствами на текущий момент являются АКРА (Аналитическое кредитное рейтинговое агентство) и «Эксперт РА». «Большая тройка» - агентства Fitch, Moodys и Standard & Poor's, остаются с международной шкалой. Поэтому инвесторы, которые используют рейтинговую информацию, смогут ее получать как от российских агентств, так и от «большой тройки».

Агентства АКРА и Эксперт РА будут рейтинговать российские компании и предприятия пока только по национальной шкале.

Особенности обращения корпоративных облигаций на биржевом рынке, а именно на ММВБ определяются требованиям к ним.

В общем виде ценные бумаги, которые допущены к обращению на бирже, состоят: из ценных бумаг, которые прошли процедуру листинга и включены в котировальные листы 1-го или 2-го уровня; из ценных бумаг, которые допущены к обращению на бирже без включения в котировальные листы биржи (внесписочные ценные бумаги); из ценных бумаг, которые допущены к размещению на бирже.

Включать облигации в котировальные листы биржи могут, пожалуй, только крупные предприятия-эмитенты, сами заинтересованные в этом, поскольку это способствует росту ликвидности их облигаций и дает возможность разместить их большие объемы в широком кругу инвесторов.

Мелким и средним предприятиям более удобно и менее трудоемко будет включение облигаций внесписочный список ценных бумаг, которые обращаются на бирже. Это объясняется рядом причин. Во-первых, такие предприятия, как правило, имеют небольшой объем эмиссии, а круг инвесторов известен заранее. Во-вторых, открывается основание отнести проценты (дисконт) по облигациям по установленному нормативу на затраты.

В качестве основания для рассмотрения вопроса о допуске облигаций к обращению на московской фондовой бирже в качестве внесписочных ценных бумаг выступает заявление установленного образца от эмитента или участника торгов.

На ММВБ важны два таких заявления: их должны подать эмитент и участник торгов. Особенность в последнем случае состоит в том, что дирекция ММВБ может принять решение допустить облигации к обращению и без таких заявлений.

Важно, что дополнительно на биржу следует предоставить нотариально заверенные копии следующих документов: учредительные документы

эмитента; документ, подтверждающий присвоение ценной бумаге государственного регистрационного номера; проспект эмиссии или решение о выпуске облигаций; отчет об итогах выпуска облигаций.

В качестве основания для принятия биржей решения о прекращении обращения вне списочных ценных бумаг стоит назвать следующее: аннулируется государственная регистрация ценной бумаги; ликвидируется эмитент ценной бумаги; эмитент ценной бумаги признается несостоятельным; истекает срок обращения ценной бумаги. Перед тем, как включить ценные бумаги в котировальные листы биржи, производится процедура листинга, устанавливающая жесткие требования к эмитенту, к его облигациям и др.

Итак, можно сделать выводы о том, что корпоративные облигации являются ценными бумагами, которые выпускает компания, они представляют собой срочные долговые обязательства фирмы перед их владельцем и дают владельцу право получить гарантированный доход в виде процента.

Основными видами корпоративных облигаций являются: облигации под залог недвижимости (ипотечные), ценных бумаг (collateral) или оборудования, гарантированные облигации, конвертируемые облигации, необеспеченные облигации; отзывные облигации с опционами и др.

Эмиссия облигаций – это несколько этапов. Вначале принимается решение о размещении облигаций; далее утверждается решения выпускать либо осуществить дополнительный выпуск облигаций; затем проводится государственная регистрация выпуска либо присваивается идентификационный номер; размещаются облигации; происходит государственная регистрация отчета об итогах выпуска облигаций.

У отечественного рынка корпоративных – «эшелонная структура». Это значит, что облигации крупнейших системообразующих российских компаний в разных отраслях экономики (ЛУКОЙЛ, Газпром, ТНК, РЖД, Внешторгбанк) – это «первый эшелон». К облигациям «второго эшелона» принято относить ценные бумаги компаний, которые являются региональными или отраслевыми лидерами, но по масштабам деятельности уступают компаниям-эмитентам

первого эшелона. Есть и облигации «третьего эшелона», нередко их называют «мусорными» – это такие ценные бумаги, которые имеют сомнительное кредитное качество и низкую ликвидность.

# ГЛАВА 2.АНАЛИЗ РОССИЙСКОГО РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

## 2.1. Формирование рынка корпоративных облигаций в Российской Федерации

Отечественный рынок корпоративных облигаций формируется поэтапно:

1. Докризисное стихийное развитие рынка (1992-1997 гг.), для которого характерно:

- товарная индексация и погашение в товарной форме;
- эмитенты: предприятия и производители добывающей отрасли;
- небольшое число эмитентов и выпусков;
- отсутствие организованного вторичного рынка.

Впервые в России облигации стали ответом на высокий уровень инфляции и дефицита товаров. Предприятия, которые остро нуждались в инвестиционных капиталах, не смогли реализовать свои активы с фиксированной доходностью на фондовом рынке, так как не было инвесторов, готовых принять на себя процентный риск. Кроме того, в то время ставки по кредитам в банках были весьма высокими. В условиях дефицита товаров, потребители были вынуждены осуществлять поиск новых (нетрадиционных) способов их приобретения. В качестве инструмента, который удовлетворил бы потребности обеих сторон, выступили корпоративные облигации с встроенным производными ценными бумагами на товары, продукцию, ресурсы, которые производят и добывают сами заемщики.

Среди наиболее известных выпусков данного этапа стоит назвать контракты «Гермеса» (1992 год), которые были привязаны к индексу цен на нефть (продукты нефтепереработки), являвшиеся суррогатами ценных бумаг; а также облигации Автоваза (1993 г.), [40, с.15], которые привязывались к индексу цен на машины и т.д.

2. На втором этапе, временные рамки которого восходят к середине 1998 года – середине 2000 года, имела место ориентация на иностранных инвесторов. Характерными являются следующие параметры эмиссий, [43, с.30]:

- ориентация на привлечение иностранных средств нерезидентов путем индексации купонных выплат и/или номинала в соответствии с изменением курса рубля к доллару США, что способствовало обеспечению фактической валютной доходности;

- срок обращения от 3-х до 5-ти лет с возможностью досрочного погашения;

- эмитенты – в основном крупнейшие организации нефтегазовой отрасли и энергетики.

Основная задачей ставилось возможность инвестора принимать участие в дополнительных доходах эмитента, который был связан с изменением валютного курса. Вместе с тем стоит сказать и о концепции сегментирования рынка с ориентацией на иностранных инвесторов. Основными инструментами в этой ситуации выступали опционы на доллар США и на саму облигацию (в части возможности предоставить инструмент к досрочному погашению).

1.На третьем этапе (март 2000 года – март 2008 года) имела место ориентация на привлечения средств физических лиц. Характерными явились следующие параметры эмиссий, [43, с.31]:

- ориентация на привлечение средств индивидуальных инвесторов;

- формирование доходности в зависимости от ставки по вкладам физических лиц в региональных отделениях Сбербанка РФ;

- эмитенты – предприятия связи в регионах.

Этот период характеризуется эмиссиями, которые помогали привлекать средства индивидуальных инвесторов, что было обусловлено формированием доходности в соответствии с изменением ставки по вкладам физических лиц в Сбербанке РФ в регионах. Как правило, это ставки по пенсионным вкладам, поскольку там процент наиболее высокий. Примеры: облигации ОАО «Уралсвязьинформ», где размер купонного дохода по облигациям был выше

ставки по вкладам в 1,18 раз.

Основной задачей на тот момент являлось сегментирование рынка, которое осуществлялось в создании доходности с применением опционов на процентные ставки по вкладам физических лиц. Вместе с тем имело место несоблюдение принципа участия инвесторов в дополнительных доходах эмитентов, в результате чего возрастал кредитный риск. Был выбран одни из методов – декомпозиция: 9 из 13 выпусков регистрировались в один день, что давало возможность предположить возможность эмитента остаться в компетенции регионального отделения ФКЦБ России.

4. Для четвертого этапа (сентябрь 2008 – апрель 2009 гг.) характерна ориентация на привлечение средств финансовых институтов. Характерными параметрами эмиссий являются:

- ориентация на привлечение средств финансовых институтов;

- формирование доходности в зависимости от ставки рефинансирования ЦБ РФ и доходности ГКО-ОФЗ, [24, с.2];

- использование оферт на досрочный выкуп, корректирующих как срок обращения, так и доходность инструмента;

- эмитенты – различные организации.

Дополнительная тенденция этого периода: облигации использовались, чтобы задолженности становились акционерным капиталом.

5. На пятом этапе (2009 – настоящее время) упрощалась структура, и осуществлялось управление сроками. Характерными параметрами эмиссий являлись:

- ориентация на привлечение средств различных инвесторов;

- преобладание фиксированного дохода;

- установление одного или нескольких купонов на аукционе;

- досрочное погашение и выкуп для управления рисками;

- эмитенты – различные предприятия.

В качестве дополнительной тенденции стоит отметить тот факт, что ставку купона устанавливал уполномоченный орган эмитента, [32, с.32].

Инновацией данного периода является облигация со снижающейся ставкой. Это еще раз доказывает, что прогнозы большинства участников рынка относительно дальнейшего развития рынка корпоративных облигаций весьма оптимистичны. Примерами служат выпуски ОАО «Мелланефть», ЗАО «ИстЛайнХэндлинг».

Особенностью нынешнего этапа развития финансовых рынков России является влияние трех ключевых факторов: структурный кризис в условиях стагнации экономики, отягощенный низкой конъюнктурой мировых сырьевых рынков; геполитическая напряженность, ограничившая доступ при снижении суверенных кредитных рейтингов страны к международным рынкам капитала; ужесточение внутренней денежно-кредитной политики, отрицательно повлиявшее на потребительскую уверенность инвесторов. Указанные факторы обусловили существенное сокращение инвестиционной привлекательности государства и как следствие, сузили возможности привлечения прямых и портфельных инвестиций на рынке корпоративных облигаций.

Тем не менее, на современном этапе развития рынка корпоративных облигаций имеет место высокий спрос инвесторов на качественные корпоративные облигации.

Данный этап характеризуется тем, что вдвое увеличилась доля облигаций эмитентов первого эшелона, снизилась на 1/3 доли эмитентов второго эшелона и несущественно увеличилась доля эмитентов третьего эшелона в эшелонной структуре российского рынка корпоративных облигаций, [5, с.20] Кроме того, стабильное первенство принадлежит эмитентам трех основных отраслей (нефтегазовая, энергетика и финансовый сектор, включающий банки и инвестиционные компании) в структуре размещений корпоративных облигаций.

## 2.2. Анализ условий эмиссии корпоративных облигаций на российском рынке

Облигации выпускаются в соответствии с решением совета директоров

эмитента. Сроки, на которые размещаются эти ценные бумаги, могут существенно варьироваться: можно выпускать краткосрочные облигации (важно их погасить через 12 месяцев или раньше) и долгосрочные, их следует погасить не ранее, чем через год.

Важно, что по долгосрочным облигациям процент дохода может быть различным, но в целом он будет более высоким, чем по краткосрочным. Это связано с тем, что такие бумаги являются более рискованными, и большую степень риска компенсирует высокая ставка доходности.

Условия выпуска корпоративных облигаций на отечественном рынке:

1. Разрешается выпускать облигации только тогда, когда полностью оплачен уставной капитал.

2. Номинальная стоимость всех облигаций не должна быть выше суммы уставного капитала либо величины обеспечения, предоставленной третьими лицами.

3. Выпускать облигации без обеспечения можно, когда общество существует не меньше двух лет, если его работа прибыльна и надлежащим образом оформлены два годовых баланса.

4. Общество не может размещать облигации, которые конвертируются в акции общества, если количество объявленных акций меньше количества акций, право на которые предоставляют облигации.

Важными показателями рынка корпоративных облигаций являются такие показатели, как емкость рынка (суммарная номинальная стоимость, находящихся облигаций в обращении) и количество выпусков в обращении. Их динамика представлена в таблице 2.1.

Таблица 2.1

Динамика количества выпусков и емкости рынка корпоративных облигаций в РФ

| Период, год | Количество облигаций в обращении | Емкость рынка, млрд. руб. |
|---|---|---|
| 2010 | 398 | 865 |

| | | |
|---|---|---|
| 2011 | 484 | 926 |
| 2012 | 510 | 1218 |
| 2013 | 530 | 1706 |
| 2014 | 620 | 1749 |
| 2015 | 659 | 1869 |
| 2016 | 745 | 2858 |
| 2017 (1 полугодие) | 420 | 1227 |

Источник: [составлено автором по данным Центрального Банка и Московской Биржи].

Как следует из данных таблицы 2.1, в 2016-2017 гг. изменение этих показателей в исследуемом периоде было демонстрируют положительную динамику. Произошло значительное увеличение емкости рынка с увеличением количества облигаций в обращении. Можно отметить, что тенденция к увеличению числа облигационных займов с одновременным увеличением емкости рынка идет на протяжении периода с 2010-2017 год. Особенно заметен рост в период 2015-2017 года. Вероятнее всего, данный рост был обусловлен с проводимой денежно-кредитной политикой ЦБ РФ и с ростом ставки рефинансирования, что привело компании к выпуску облигационных займов взамен кредитования посредством банковской системы.

Стабилизация нефтяных цен, укрепление курса национальной валюты и снижение инфляционного давления способствовали созданию благоприятной конъюнктуры на долговом рынке. В результате в течение первой половины 2017 года на рынке рублевых облигаций преобладала позитивная динамика цен. По итогам 2016 года общий объем рынка по номинальной стоимости рублевых облигаций увеличился на 15,00% по сравнению с началом года и составил более 15,62 трлн. руб. По итогам первой половины 2017 г. общий объем рынка рублевых облигаций увеличился на 6,59% по сравнению с началом года и составил более 16,649 трлн. руб.

Рисунок 2.1 - Динамика объема рынка рублевых корпоративных облигаций

Источник: [60]

С точки зрения кредитного качества на долю корпоративных облигаций эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) приходиться 54,7% от суммарного объема рынка. Доля облигаций второго эшелона составляет-23,4%, третьего эшелона – 21,9%.

Поскольку эмиссии корпоративных облигаций традиционно рассматриваются как инструмент финансирования долгосрочных инвестиционных проектов, направленных на модернизацию основных средств, модернизацию технологий и т.д., необходимо рассмотреть структуру выпусков с точки зрения объемов обращения и сроков привлечения средств.

В 2017 году среди корпоративных облигаций наибольший биржевой оборот в размере 89,4 млрд. руб. (4,7% от суммарного оборота по корпоративным облигациям) был зафиксирован по выпуску «Транснф 03»).

Следующие четыре места занимают выпуски НК «Роснефть», суммарный объем которых составил около 163,8 млрд. руб. или 8,6% от суммарного объемаб [62].

При этом на долю 10 наиболее активно торгуемых выпусков пришлось около 19,7% от суммарного оборота по корпоративным облигациям на

Московской бирже, а половина суммарного оборота пришлась на сделки с 67 выпусками.

Структура эмиссии корпоративных облигаций представлена в таблице 2.2.

Таблица 2.2

Структура выпусков корпоративных облигаций в Российской Федерации

| Годы | Объем обращения | Все эмиссии (финансовых и нефинансовых организаций) | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Кол-во выпусков | В % от количества выпусков | Объем выпусков | В % от объема выпусков, % |
| 2014 | Меньше 100 млн. руб. | 58 | 6,1% | 173 | 0,02% |
| | От 101 до 300 млн. руб. | 134 | 14,1% | 7557 | 0,11% |
| | От 301 и свыше млн. руб. | 758 | 79,79% | 642381585 | 99,87% |
| 2015 | Меньше 100 млн. руб. | 129 | 12,38% | 1834 | 0,02% |
| | От 101 до 300 млн. руб. | 459 | 44,04% | 376309 | 1,07% |
| | От 301 и свыше млн. руб. | 454 | 43,57% | 13864633 | 98,91% |
| 2016 | Меньше 100 млн. руб. | 167 | 15,92% | 3874 | 0,9% |
| | От 101 до 300 млн. руб. | 489 | 46,61% | 287408 | 47,7% |
| | От 301 и свыше млн. руб. | 393 | 37,47% | 264938 | 51,4% |
| 2017 (1 полугодие) | Меньше 100 млн. руб. | 200 | 17,3% | 3200 | 0,7% |
| | От 101 до 300 млн. руб. | 520 | 45,1% | 198344 | 49,1% |
| | От 301 и свыше млн. руб. | 433 | 37,6% | 202788 | 50,2% |

Источник: [57]

По данным таблицы видно, что основная масса облигационных займов приходится на займы более 300 млн. рублей. Облигации менее 100 млн. рублей, несмотря на то, что из года в год показывают тенденцию к росту, тем не менее, занимают наименьшую долю в общем объеме выпуска. Можно предположить, что данная особенность может быть обусловлена тем, что облигационные займы выпускаются большими корпорациями для производственных нужд, что требует больших заемных средств.

Структура выпуска корпоративных облигаций по срокам обращения представлена в таблице 2.3.

Таблица 2.3

Структура российского рынка корпоративных облигаций по срокам обращения

| Годы | Срок обращения | Все эмиссии (финансовых и нефинансовых организаций) | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Кол-во выпусков | В % от количества выпусков | Объем выпусков (млн.руб.) | В % от объема выпусков, % |
| 2014 | До 1 года | 230 | 24,21% | 46171 | 0,007% |
| | До 1 года но не более 3 лет | 450 | 47,3% | 635080800 | 98,86% |
| | Более 3 лет | 270 | 28,49% | 7262344 | 1,13% |
| 2015 | До 1 года | 280 | 26,88% | 109347 | 0,71% |
| | До 1 года но не более 3 лет | 254 | 24,37% | 4606719 | 30,04% |
| | Более 3 лет | 508 | 48,75% | 10617138 | 69,26% |
| 2016 | До 1 года | 139 | 13,25% | 8280 | 0,05% |
| | До 1 года но не более 3 лет | 412 | 39,28% | 1548636 | 11,15% |
| | Более 3 лет | 498 | 47,47% | 12327896 | 88,79% |
| 2017 | До 1 года | 200 | 17,3% | 6712 | 0,05% |
| | До 1 года но не более 3 лет | 620 | 53,8% | 1100398 | 8,6% |
| | Более 3 лет | 333 | 28,9% | 11455231 | 91,4% |

Источник: [57]

Анализируя структуру рынка корпоративных облигаций по срокам обращения выпусков, отметим, что облигационные займы до года имеют наименьшую долю в общем объеме. Среднесрочные облигации (от года до трех лет) наиболее востребованы у корпоративных заемщиков. Наибольшую долю занимают облигации долгосрочные – свыше трех лет. Таким образом, корпорации наиболее заинтересованы в долгосрочных активах, чем в краткосрочных заемных средствах. Можно отметить, что в 2016-2017 гг. произошел спад краткосрочных облигационных займов.

На данный момент отечественный фондовый рынок корпоративных облигаций таков, что на нем преобладают ценные бумаги предприятий нефтяной и газовой промышленности (32 %), металлургии и машиностроения (35 %), электроэнергетики (12,7 %). Многие специалисты считают, что пока

ликвидны ценные бумаги не более чем десятка «голубых фишек», а акции и облигации большинства известных эмитентов переоценены. Поэтому растет интерес к облигациям эмитентов второго и третьего эшелона. При формировании той части портфеля, которая содержит такие облигации (портфеля роста), инвестор исходит из того, что рано или поздно начнется рост стоимости ценных бумаг определенной группы предприятий.

Организованный рынок эмитентов представлен в таблице 2.4.

Таблица 2.4

Динамика количества эмитентов и выпусков корпоративных облигаций в РФ

| Год | Количество эмитентов облигаций | Количество выпусков облигаций | В том числе в котировальных списках (эмитенты/выпуск) |
|---|---|---|---|
| 2010(РТС+ММВБ) | 43+357 | 52+648 | 168/332 |
| 2011 | 309 | 673 | 177/410 |
| 2012 | 308 | 793 | 185/495 |
| 2013 | 328 | 937 | 187/548 |
| 2014 | 323 | 950 | 194/536 |
| 2015 | 349 | 1042 | 160/467 |
| 2016 | 340 | 1049 | 134/434 |
| 2017 (1 полугодие) | 338 | 1153 | 135/492 |

Источник: [69]

Анализируя таблицу 2.4, можно отметить ключевые моменты на рынке облигаций: в течение 2010 г. была сохранена тенденция к сокращению количества рыночных корпоративных облигаций, возникшая в 2008 году. Общее количество эмитентов облигаций составило 400 компаний (-10%), а количество выпусков облигаций составило 700. До 2011 года статистика велась по разным биржевым площадкам (РТС и ММВБ), после 2011 года произошло их объединение в Группу «Московская Биржа». С 2011-2015 годов произошло снижение количества эмитентов, но увеличение количества выпусков облигаций.

Если говорить об объеме отечественного рынка корпоративных облигаций по состоянию на 1 января 2016 года, то за месяц он вырос на 2% и составил 8 067.66 млрд. руб. (все выпуски), из них 2 104.34 млрд. руб.

приходится на выпуски облигаций банков, 1 797.52 млрд. руб. – на нефтегазовую отрасль, 1 559.97 млрд. руб. – на финансовые институты и 2 605.83 млрд. руб. на выпуски остальных отраслей экономики РФ, [69]

В марте 2017 г. общий объем новых размещений рублевых корпоративных облигаций составил 1369,8 млрд. руб. (по номиналу), но при этом объем размещений на срок не менее 1 года (без учета краткосрочных облигационных выпусков ВТБ) – лишь 144,8 млрд. руб. Для сравнения, в марте 2016 г. общий объем новых размещений составил 130,2 млрд. руб. В отраслевой структуре новых размещений на срок не менее 1 года в марте 2016 г. и марте 2017 г. преобладали облигационные выпуски банков и финансовых институтов, [70]

Наиболее крупные размещения корпоративных облигаций в 2017 году представлены в таблице 2.5.

Таблица 2.5

Характеристики наиболее крупных выпусков рублевых корпоративных облигаций в марте 2017 г.

| Выпуск | Объем эмиссии (по номиналу), млрд. руб. | Доходность первичного размещения, % |
|---|---|---|
| РЖД, БО-11 | 25 | 8,84 |
| Транснефть, БО-001Р-06 | 20 | 9,2 |
| Внешэконом банк, ПБО- 001Р-06 | 15 | 9,69 |
| Группа Компаний ПИК, БО-П01 | 13 | 13,42 |
| Банк ФК Открытие, БО-П03 | 10 | 10,35 |
| МТС, 001Р- 02 | 10 | 9,05 |
| Россельхозбанк, БО-01Р | 10 | 9,73 |

Источник: [66]

В середине 2017 года крупнейшие по объему выпуски рублевых корпоративных облигаций на срок свыше 1 года разместили РЖД, Транснефть, Внешэкономбанк, Группа компаний ПИК, Банк ФК Открытие, МТС, Россельхозбанк.

Рассматривая отраслевую структуру корпоративных облигаций, можно отметить, что по итогам 2016 года в лидеры вышел банковский сектор (19,9%). Банкам удобно рефинансироваться за счет облигаций. В составе заемщиков этого сектора-как высоконадежные государственные банки (например, ВТБ),

так и множество других финансовых институтов.

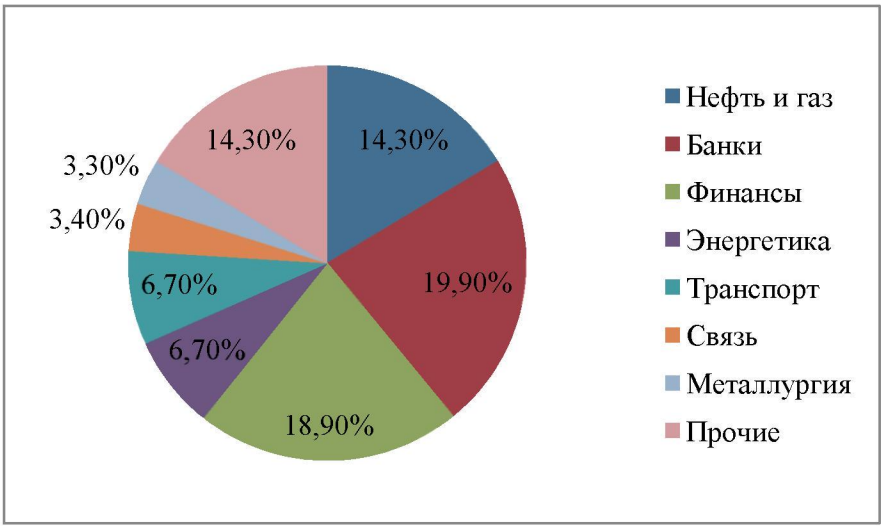


Рисунок 2.2 – Отраслевая структура рынка корпоративных облигаций РФ

Источник: [59].

Около 18,9% - это финансовый сектор (в котором наиболее широко представлены облигации ипотечных агентов, а также облигации лизинговых, страховых и других финансовых компаний). Среди отраслей реального сектора высокие позиции принадлежат транспорту и энергетике с долей порядка 6,7% у каждой; 3,4 и 3,3% – связь и металлургия. Доля облигаций эмитентов остальных отраслей – всего около 14,3%. Крупнейшими заемщиками являются: НК «Роснефть» (с долей 20,7%), РЖД (5,8%), ФСК ЕЭС (3,5%), ВЭБ и АИЖК (по 2,3%), Транснефть (2,2%).

В качестве основных тенденций, сформировавшихся на первичном рынке корпоративного долга в 2017 году, эксперты выделяют следующие моменты, [69]:

- сокращение «клубных» размещений. Согласно данным агентства CBonds, в первом полугодии 2017 г. доля нерыночных размещений составила 30,6% от общего объема новых выпусков корпоративных облигаций против 55,9% и 46,7% в 2016г. и 2015 г. соответственно. Тенденция сокращения

«клубных» размещений, является признаком большей цивилизованности долгового рынка, так как, с одной стороны, позволяет рассчитывать на более высокую ликвидность облигаций на вторичном рынке (что важно для инвестора), со второй, способствует формированию качественной вторичной кривой доходности облигаций (что значимо для эмитента).

- удлинение сроков заимствований. Рост дюрации первичных размещений, ставший заметным уже во второй половине 2016 г., в 1 полугодии 2017 г. продолжился. Средняя дюрация размещенных в 1 полугодии 2017 г. облигаций составила 3,45 года против 3,0 лет во 2 полугодии 2016 г.

- инвесторы по-прежнему без особого энтузиазма воспринимают сложные продукты. В конце апреля 2017 г. Сбербанк разместил второй выпуск двухлетних структурированных облигаций только на 37,03% (222,2 млн. руб.) от общего объема займа. При ставке купона в размере 0,01% годовых по выпуску предусмотрен дополнительный доход, привязанный к АДР на акции Газпрома.

- локальные облигации, номинированные в валюте, пользуются спросом. В конце июня ВЭБ повторил размещение долларового локального выпуска облигаций с расчетами в рублях. В июле 2016 года банк уже выходил на рынок с 5-летним бондом ВЭБ, ПБО-001Р-03 на $600 млн. (купон 4,9% годовых). В этот раз ВЭБ предложил рынку 5,5-летние облигации серии ПБО-001Р-08 номинальным объемом $550 млн. и купоном 4,25% годовых, что соответствует доходности к погашению 4,30%.

- малочисленные дебюты. В первом полугодии 2017 г. впервые с публичными займами на рынок вышли ГПБ Аэрофинанс (SPV ГПБ, заем на 9,2 млрд. руб. с гарантией рефинансирования от Швейцарской организации страхования экспортных рисков), Страховой дом ВСК (выпуск на 4 млрд. руб. с 1,5 – годовой офертой, книга закрыта с переподпиской более чем в 3 раза), Концерн Калашников (выпуск на 3 млрд. руб. с 3 - летней офертой, снижение доходности на вторичном рынке с размещения, состоявшегося 27.04.2017 г., составило 213 б.п.).

Одним из наиболее интересных дебютов стало размещение облигаций ООО «КТЖ Финанс», SPV-компании АО «НК «Казахстанских железных дорог», ставшее дебютным размещением с листингом на двух торговых площадках (Казахстанской фондовой бирже (KASE) и Московской бирже), получением разрешения от регуляторов двух стран (ЦБ РФ и Национального Банка Республики Казахстан).

- Сохранение низкого спроса на банковский риск второго – третьего эшелонов. Объем банковских размещений за 6 месяцев 2017 г. составил всего 265 млрд. руб., то есть порядка 27% от общего объема размещения за этот период против 20% в целом по 2016 г. (без учета выпуска Роснефти на 600 млрд. руб.).

При оценке выпуска корпоративных облигаций необходимо также рассмотреть особенности выпуска еврооблигаций. К еврооблигациям относят международные долговые обязательства, которые выпускаются высококачественными заемщиками: международными организациями, правительствами, местными органами власти и крупными корпорациями в любых мировых валютах. Динамика номинального объема корпоративных облигаций и еврооблигаций в сравнении представлена на рисунке 2.2 за период с 2007 по 2017 гг. , [57]

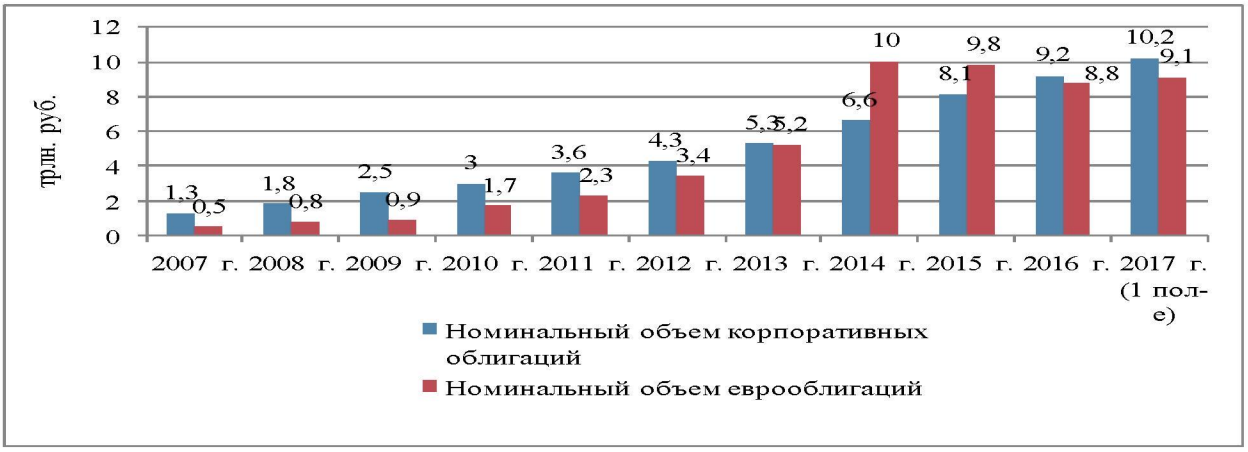


Рисунок 2.2 – Номинальный объем корпоративных облигаций и еврооблигаций в 2007-2017 гг.

Источник: [66]

В 2015 году объем рынка корпоративных еврооблигаций в рублевом выражении впервые снизился ввиду практического отсутствия размещений

В октябре 2016 года объем локальных корпоративных облигаций впервые превысил рублевый объем корпоративных еврооблигаций в обращении. Объем рынка корпоративных еврооблигаций в рублевом выражении снижается с 2015 года.

В отношении еврооблигаций можно отметить тот факт, что на протяжении 2016 года и начало 2017 г. объем рынка корпоративных еврооблигаций российских эмитентов существенно не изменялся. По состоянию на 31 марта 2017 г. суммарный объем обращающихся корпоративных еврооблигаций составил $133,7 млрд. (296 выпусков в обращении), что практически совпадает с объемом вторичного рынка на 31 марта 2016 г. ($134 млрд., 300 выпусков), [66].

Характеристика крупнейших размещений корпоративных еврооблигаций на начало 2017 года представлены в таблице 2.6.

Таблица 2.6

Крупнейшие размещения корпоративных еврооблигаций на начало 2017 года

| Выпуск | Объем эмиссии по номиналу, млн. долл. | Валюта | Дата размещения | Дата погашения | Ставка купона, % | Доходность, % |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Газпром, 4.25% 6apr2024 | 1060 | GBP | 29.03.2017 | 06.04.2024 | 4,25 | 4,25 |
| Газпром, 4.95% 23mar2027 | 750 | USD | 16.03.2017 | 23.03.2027 | 4,95 | 4,95 |
| Евраз, 5.375% 20mar2023 | 750 | USD | 13.03.2017 | 20.03.2023 | 5,375 | 5,38 |
| Московский Кредитный банк, 7.5% 5oct2027 | 600 | USD | 29.03.2017 | 05.10.2027 | 7.5% до 05.10.2017, 5Y USD Swap Rate + 5.416%после 05.10.2017 | |
| ABH FinancialLimited, 2.626% 28apr2020 | 425,7 | EUR | 23.03.2017 | 28.04.2020 | 2,626 | 2,63 |

Источник: [59]

В начале 2017 г. было размещено семь выпусков корпоративных еврооблигаций совокупным объемом $3,79 млрд. Для сравнения, в марте 2016 г.

было размещено три выпуска корпоративных еврооблигаций совокупным объемом $0,35 млрд.

Основные преимущества еврооблигаций:

1. Прозрачное ценообразование
2. Допускаются расчеты в долларах США между резидентами
3. Входят в перечень маржинальных бумаг
4. Отсутствуют ограничения по приобретению в портфели пенсионных резервов
5. Размер минимального лота может быть от 1000 долларов США

Недостатки инвестирования в еврооблигации. Еврооблигации в связи с их внебиржевым характером торгуются со спрэдом. В некоторых бумагах он больше, в некоторых совсем невелик, например, Russia 30 (спрэд составляет 1/16-1/8).

Помимо всего прочего, многими банками не предусмотрена выплата процентов по депозиту при досрочном расторжении. Если инвестором приобретены облигации, он в любой момент может продать их, не теряя проценты, поскольку купонный доход рассчитывается каждый день и передается продавцу покупателем, когда совершается сделка купли-продажи облигаций.

Кривые доходности по еврооблигациям представлены на рисунке 2.4.

Рисунок 2.4 - Кривые доходности по еврооблигациям российских эмитентов

Источник: [59]

Анализируя динамику развития рынка корпоративных облигаций за

последние 5 лет, отметим, что, несмотря на неблагоприятную мировую конъюнктуру, долговой рынок ценных бумаг набирает обороты.

В результате ряда неблагоприятных ситуаций в банковском секторе (лишение лицензий, забалансированность вкладов), инвесторы стремятся обезопасить себя, выводя денежные средства из банков. Данная тенденция как нельзя лучше дает возможность для толчка в развитии долгового рынка ценных бумаг.

Таким образом, можно отметить, что основной тенденцией рынка корпоративных облигаций является его концентрация, рынок захватывается наиболее крупными эмитентами, повышающими объемы заимствований и количество выпусков; можно ожидать усиление «борьбы» за средства инвесторов между государством и корпоративными заемщиками.

## 2.3. Оценка инвестиционной привлекательности корпоративных облигаций российских эмитентов

Большинству частных инвесторов рынок облигаций представляется запутанным и сложным. Тем не менее, этот рынок дает огромные возможности инвестору как для диверсификации вложений и гарантирования дохода, когда на рынке нет достойных инвестиционных идей, так и для получения спекулятивного дохода.

Оценить динамику инвестиционной привлекательности корпоративных облигаций на отечественном рынке позволят данные таблицы 2.7. В ней представлен возврат на инвестиции в различные сегменты финансового рынка.

Из таблицы видно, что после убытков 2014 года рынок облигаций показал по итогам 2017 года положительный результат, он был выше роста потребительских цен.

Таблица 2.7

Возврат на инвестиции в различные сегменты финансового рынка, %

| Инструмент, | 2017 г. (1 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|

| облигации | полугодие) | г. | г. | г. | г. | г. | г. | г. | г. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Государственные | 5,02 | 30,8 | 29,38 | -14,36 | 3,80 | 14,65 | 5,79 | 11,15 | 35,33 |
| Субфедеральные | 3,98 | 15,4 | 16,17 | -4,49 | 7,79 | 7,46 | 4,71 | 14,57 | 40,21 |
| Корпоративные | 6,04 | 19,2 | 18,56 | -1,43 | 8,81 | 8,57 | 6,18 | 13,86 | 23,66 |

То, что стоимость рублевых облигаций по итогам 2016 года росла, обусловило возврат на инвестиции в корпоративные облигации на более чем 15,2% соответственно.

Анализируя представленные таблицы, можно отметить, что доходность выше по корпоративным облигациям.

Для оценки инвестиционной привлекательности корпоративных облигаций как консервативного инструмента, можно сравнить их с привлекательностью инвестирования в депозиты.

Депозит - это форма существования денежных средств населения, которые временно являются свободными. Как форма, она привлекательна как для самого вкладчика, так и для банка и государства. Для населения это возможность сохранности ликвидных средств, банк и государство получает выгоду в приобретении ликвидных денежных средств в дальнейшее кредитование.

В Российской федерации существует система страхования вкладов населения. Ее идея заключается в том, чтобы обеспечить защиту вкладов населения путем выплат вкладов из независимого источника в случае, если банк прекратил свою деятельность. Данная мера осуществляется в соответствии с Федеральным Законом «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации» [2]. С 19 декабря 2014 года максимальный размер выплат был поднят до 1 400 000 рублей.

Далее целесообразно рассмотреть взаимосвязь доходности и инфляции и определить, насколько банковский депозит выгоден для инвестора.

Прежде всего, необходимо рассмотреть, как изменялась максимальная процентная ставка по вкладам в российских рублях десяти кредитных организаций, которые привлекают наибольший объем депозитов физических лиц, рисунок 2.4.

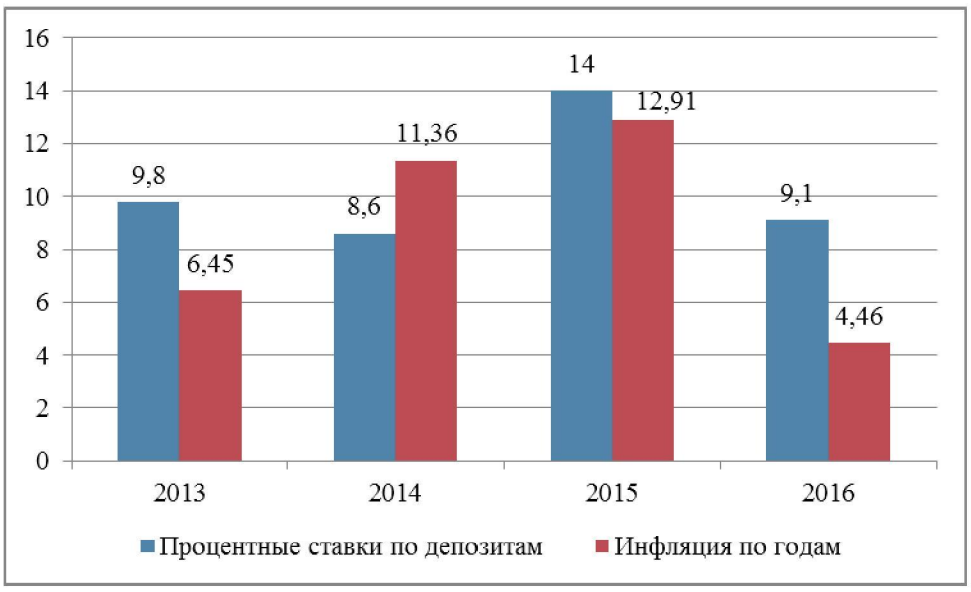


Рисунок 2.4. Динамика процентных ставок по депозитам и инфляции в России

Источник: [57]

Таким образом, процентные ставки в период с 2013 по 2016 год менялись в пределах от 8, 6% до 14 % в среднем.

Инфляция за период с 2013 по 2016 год имела следующие показатели: 2016 год - 4,46%, 2015 год - 12,91%, 2014 год - 11,36%, 2013 год - 6,45% соответственно.

Исходя из данных диаграммы, можно сделать вывод, что инвестиции в депозиты позволяют покрыть инфляцию. Но стоит заметить, что в расчете приведены данные по статистической инфляции, в то время как реальная инфляция превышает статистическую порой на порядок.

Большинству частных инвесторов рынок облигаций представляется запутанным и сложным. Тем не менее, этот рынок дает огромные возможности инвестору как для диверсификации вложений и гарантирования дохода, когда на рынке нет достойных инвестиционных идей, так и для получения спекулятивного дохода.

Проведем анализ облигаций и банковских депозитов по их основным

характеристикам.

Во-первых, целесообразно рассмотреть момент возврата денежных средств по инструменту.

Как уже упоминалось, банк обязан выдать клиенту деньги по его первому требованию. Если был срочный вклад, то вероятна потеря процентных начислений, но тело вклада будет выдано.

Более того, отзывы лицензий банков стали достаточно распространенным явлением в банковской среде, однако все вклады застрахованы по закону. Единственное, что необходимо помнить - размер страховки. Сумма выплат будет составлять не более 1 400 000 рублей, поэтому вкладчик должен рассчитать свои накопления таким образом, чтобы в случае наступления страхового случая его сумма, включая процентные выплаты, составляла не более суммы страховых выплат.

В случае же с облигацией ситуация менее благоприятна: инвестор может столкнуться с риском банкротства предприятия и ликвидным риском.

Так, чтобы рассчитать риск по банкротству, инвестор должен обратить внимание на рейтинг компании и помнить правила - чем выше доходность и ниже рейтинг, тем более высоки риски. Мусорные облигации могут быть высокодоходные, но они будут и самыми рисковыми. Наиболее надежным инструментом являются федеральные облигации и муниципальные облигации, но в тоже время данные инструменты самые низко доходные. Все риски в данном случае инвестор берет исключительно на себя.

Вторая проблема - ликвидность. Российский рынок страдает данной проблемой, но рынок облигаций, тем не менее, является достаточно ликвидным. В любом случае, инвестор должен просчитать возможность трансформации актива в денежный эквивалент, и не перегружать свой портфель низко ликвидными облигациями, либо большим количеством облигаций одного эмитента. В отличие от депозита, при досрочном расторжении сделки по облигации инвестор не потеряет свой накопленный процентный доход, что, несомненно, является преимуществом.

Во-вторых, необходимо рассмотреть два инструмента (депозиты и облигации) с точки зрения налогообложения. В этом отношении, депозит будет выглядеть выгоднее, чем облигация, так как по ставке 35% будет обложен только тот доход, который был получен от превышения процентной ставки депозита над ставкой рефинансирования на 5 процентов. В случае с облигацией 13 % налогом будет обложен как купон по облигации, так и доход от продажи самой облигации и составит 26%. Исключением являются облигации государственных, муниципальных облигаций которые не облагаются налогом.

В таблице 2.8 рассмотрен вариант, когда все инвестиции в рамках стандартного брокерского счета и индивидуального инвестиционного счета представлены вложениями в корпоративные облигации. Несмотря на их привлекательность с позиции доходности и на возможное появление страхования, очевидно, что налоговые стимулы для данной категории ценных бумаг, по крайней мере на текущий момент, носят временный и ограниченный характер.

Таблица 2.8

Сравнение инвестиционной привлекательности корпоративных облигаций и банковских вкладов

| Позиция для сравнения | Банковский вклад | Инвестиции в корпоративные облигации в рамках ИИС | Инвестиции в корпоративные облигации в рамках стандартного брокерского счета |
|---|---|---|---|
| Налогообложение доходов в виде процентов (купонов) | Уплата НДФЛ (35 %) только в случае превышения суммы начисленных процентов над ключевой ставкой ЦБ РФ, увеличенной на 5 %. | Предполагается аналогичное в случае принятия рассматриваемого законопроекта по купонным облигациям и освобождение по дисконтным. Однако распространяется только на рублевые облигации, выпущенные в периоде с 01.01.2017 | Предполагается аналогичное в случае принятия рассматриваемого законопроекта по купонным облигациям и освобождение по дисконтным. Однако распространяется только на рублевые облигации, выпущенные в периоде с 01.01.2017 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| | | г. по 31.12.2020 г. | г. по 31. 12.2020 г. |
| Налоговые стимулы (льготы) | нет | Получение инвестиционного налогового вычета по НДФЛ – максимально 52 тыс. руб. ежегодно или в освобождение от налогообложения на сумму полученной прибыли. | Получение инвестиционного налогового вычета по НДФЛ в размере положительного финансового результата от реализации (погашения) обращающихся ценных бумаг, в том числе корпоративных облигаций, если они находились в собственности налогоплательщика более 3 лет |
| Срок инвестирования для получения налоговых льгот | нет | От 3 лет | От 3 лет |
| Страхование | Система страхования вкладов | Предполагается в случае принятия соответствующего закона, но без финансирования дефицита фонда страхования инвестиций из государственного бюджета | Нет |
| Страховая выплата | Максимальный размер 1,4 млн. руб. | Максимальный размер 1,4 млн. руб. в случае принятия соответствующего закона | нет |
| Страховой случай | Отзыв лицензии на осуществление банковских операций, введение моратория на удовлетворение требований кредиторов банка | Аналогично в случае принятия соответствующего закона, а также ввиду особенностей ведения ИИС аннулирование лицензии у профессионального участника рынка ценных бумаг | Нет |
| Ограничение по сумме инвестирования | нет | нет | Нет |
| Доходность инвестиции | 7,56 % годовых на срок от 1 года до 3-х | 8,34 % годовых + премия за риск | 8,34 % годовых + премия за риск |

| | | | |
|---|---|---|---|
| | лет; 7,95 % годовых на срок от 3-х лет | | |
| Риски инвестиций | Ограничены максимальным размером страхового возмещения по системе страхования вкладов | Предполагается ограничение рисков, ассоциированных с деятельностью профессионального участника рынка ценных бумаг. Кредитные и рыночные риски не ограничены | Риски, связанные с деятельностью профессионального участника рынка ценных бумаг не ограничены. Кредитные и рыночные риски не ограничены. |

Источник: [23],[57],[66]

Таким образом, налоговое стимулирование перехода инвестиций физических лиц на фондовый рынок, в частности на рынок корпоративных облигаций, в качестве альтернативы банковским депозитам, в силу характера принимаемых мер, будет иметь ограниченное действие во времени. При этом без решения ряда сопутствующих проблем, таких как своевременность и качество раскрываемой эмитентами корпоративных облигаций информации; отсутствие контроля целевого использования денежных средств в рамках эмиссии данных ценных бумаг со стороны надзорных органов и соответственно ответственности эмитента за эти нарушения; отсутствие также в настоящее время развитых коллективных институтов защиты прав частных инвесторов и т.п., налоговое стимулирование рассматриваемого сегмента рынка ценных бумаг может оказаться неэффективным. Следовательно, весь период реализации программы налогового стимулирования притока частных инвесторов в сегмент долговых корпоративных ценных бумаг должен быть сопряжен с решением целого комплекса задач для достижения максимального результата и ожидаемого эффекта.

В-третьих, необходимо рассмотреть доходность от депозита и доходность от облигаций. Доходность по банковскому вкладу всегда фиксирована. Доходность по облигациям может варьировать.

В целях сравнения доходности банковских депозитов и облигаций, можно проанализировать данные 2015 года исключительно в связи с тем, что за этот год есть возможность найти официальную информацию как на сайте

ЦБ, так и на сайте Московской Биржи.

В таблице 2.9 представлены средневзвешенные процентные ставки по кредитам и по депозитам ПАО «Сбербанк» за 2015 год.

Таблица 2.9

Средневзвешенные процентные ставки по депозитам ПАО «Сбербанк» за 2017 год

| Депозиты физических лиц | Янв. 2017 | Фев. 2017 | Мар. 2017 | Апр. 2017 | Май 2017 | Июнь 2017 | Июль 2017 | Авг. 2017 | Сент 2017 | Окт. 2017 | Нояб 2017 | Дек. 2017 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| «до востребования» | 2,48 | 2,51 | 2,20 | 2,12 | 1,83 | 1,91 | 2,08 | 1,97 | 2,17 | 2,24 | 3,33 | 3,0 |
| До 1 года без «до востребования» | 7,54 | 7,30 | 7,44 | 7,71 | 7,83 | 8,09 | 8,06 | 8,12 | 7,90 | 8,65 | 7,6 | 7,0 |
| До года, включая «до востребования» | 6,46 | 6,10 | 6,08 | 6,52 | 6,56 | 6,78 | 6,12 | 6,91 | 7,07 | 7,42 | 7,78 | 7,2 |
| Свыше до 1 года | 6,5 | 6,7 | 6,9 | 7,0 | 7,1 | 7,1 | 7,7 | 7,8 | 7,5 | 7,9 | 8,1 | 8,3 |

Источник: [57]

Для сравнения необходимо рассмотреть процентные ставки депозитов до года без «до востребования». Можно отметить, что процентная ставка по ним колебалась с 7,0% до 8,12%.

Далее необходимо рассмотреть доходность облигаций за тот же период (таблица 2.10)

Таблица 2.10

Индексы корпоративных облигаций

| Наименование индекса | Количество бумаг | Номинальный объем, млрд. руб. | Доля рынка, % | Дюрация, лет | Доходность к погашению, 30.05.2017 | Доходность за 5 мес., 2017 | Доходность за 2016 | Доходность за 3 года |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| MCXCBITR | 87 | 679,50 | 13,87 | 1,95 | 10,0 | 0,68 | 9,81 | 14,3 |
| MCXCBITR3Y | 73 | 535,00 | 10,92 | 1,54 | 9,83 | 1,22 | 12,36 | 15,9 |
| MCXCBITR5Y | 14 | 144,50 | 2,95 | 3,30 | 8,12 | -1,16 | 9,40 | 23,70 |
| RUCBITR1Y | 75 | 439,20 | 8,96 | 0,40 | 9,8 | 3,01 | 11,49 | 16,8 |
| RUCBITRBBB | 41 | 424,20 | 8,65 | 2,03 | 7,3 | 0,65 | 9,13 | 26,65 |
| RUCBITRBBB3Y | 32 | 314,00 | 6,41 | 1,52 | 8,1 | 1,50 | 8,92 | 26,17 |
| RUCBIRTBBB5Y | 9 | 110,00 | 2,24 | 3,55 | 9,49 | -1,71 | 9,29 | 26,30 |
| RUCBIRTBBB3+ | 9 | 110,00 | 2,24 | 3,73 | 6,6 | -1,92 | 9,65 | 27,26 |
| RUCBITRB8 | 27 | 180,00 | 3,67 | 2,19 | 9,56 | 1,28 | 10,69 | 30,73 |
| RUCBIRTB83Y | 23 | 150,00 | 3,06 | 1,55 | 9,79 | 1,79 | 10,21 | 30,01 |
| RUCBITRB85Y | 4 | 30,00 | 0,61 | 3,92 | 8,50 | -0,16 | 12,63 | 29,9 |
| RUCBIRTB83+ | 4 | 30,00 | 0,61 | 3,92 | 8,78 | -0,16 | 12,13 | 28,8 |
| RUCBITRB | 19 | 75,50 | 1,54 | 1,69 | 7,9 | 0,72 | 10,66 | 23,3 |
| RUCBITRB3Y | 18 | 71,00 | 1,45 | 1,63 | 13,3 | 0,83 | 10,74 | 25,9 |
| RUCBITR3+ | 14 | 144,50 | 2,95 | 3,68 | 9,56 | -1,35 | 10,68 | 20,0 |

Источник: [59]

Анализируя представленные таблицы, можно отметить, что доходность выше по облигациям, при рассмотрении индексов. На некоторых индексах доходность достигла 13,3%. Также инвестору необходимо помнить, что при изменениях цены облигации ее доходность также меняется. Есть возможность приобретения облигации с дисконтом, с последующей продажей по номинальной цене. Таким образом, есть возможность получения дополнительного дохода по спрэду.

В-четвертых, следует рассмотреть процесс вложения денежных средств на депозит и покупку облигаций. Депозит достаточно просто открыть в любом банке, и он не требует особого обслуживания. Облигации имеют ряд отличий. Инвестору необходимо нести регулярные расходы на брокерское обслуживание, услуги депозитария и налоги. Таким образом, покупка облигаций на небольшую сумму будет лишена смысла, так как доход может уйти на обслуживание. Но если инвестор обладает достаточно большой суммой, то ему выгоднее будет приобрести облигации, так как суммарная доходность будет превышать доходность по депозитам в любом случае.

В-пятых, при открытии депозита в банке следует помнить следующий момент. Любой коммерческий банк – это игрок в финансовой сфере и его задачей является прибыль. Отзыв большинства лицензий у банков как раз и связан с тем, что как игроки они допускают достаточно высокие риски с целью получения сверхдоходов. Поэтому, прежде чем открыть депозитный счет, вкладчик должен определить, насколько банк является надежным. Часто в целях рекламы банки пишут достаточно большой процент по депозитам. Если банк выставляет процентные ставки, превышающие в разы своих конкурентов, то это должно быть сигналом о том, что велика вероятность спекулятивных действий банка на рынках. Вопрос гарантии надежности останется на плечах самого вкладчика, так как гарантию того, что банк не разорится никто не даст.

Особо опасны кризисные периоды, так как для повышения прибыли банк может начать чисто спекулятивные игры, которые, чаще всего, приводят к банкротству.

В выборе банка, вкладчик может опереться либо на рейтинги надежности банка, либо необходимо самому проводить финансовый анализ отчетности банка. Бытует мнение, что стабильные банки с консервативным подходом более надежны. В какой-то степени это так, но стоит вспомнить кризис 2008 года и крах банка с 157 летней историей Lehman Brothers.

Россия относиться к развивающимся странам, поэтому ее рынки не набрали достаточной защиты от финансовых потрясений. Банки развитых стран наиболее широко диверсифицированы и не только внутри своего рынка, но и на рынках других стран. В России нет такой широкой возможности, поэтому банковский сектор, как сектор финансовых услуг, достаточно уязвим.

Таким образом, если инвестор распоряжается суммой в пределах гарантированной суммы страховки, то он ничего не теряет, кроме как в доходности своей инвестиции. Если сумма инвестиций в разы превышает страховку, то вложение денежных средств в депозит не является целесообразным, так как все риски банка вкладчик также возьмет на себя, при этом, не имея хорошей доходности.

В нашей стране исторически считалось «хорошим тоном» инвестировать в валюту. При том, что действия, проводимые с национальной валютой являются механизмом регулирования денежной политики ЦБ, мало кто знает из простых обывателей. Поэтому роль валюты, как инвестиций не однозначна.

Второй момент, некоторые банки могут просто не выдать деньги в валюте при высоких колебаниях цен на нее, сославшись на то, что валюты просто нет в банке. Даже если банку придется заплатить штрафные санкции, то в текущий момент его прибыль составит намного больше, чем издержки по штрафу. Таким образом, банк, прежде всего, будет действовать исключительно в своих интересах.

Облигации дают возможность избежать такого посредника, как банк. Обратим внимание на надежность вложения в данный инструмент. Степень надежности определяется тем, кто именно выпустил облигацию. Несмотря на то, что облигация считается одной из самых надежных ценных бумаг, над ее

владельцем может возникнуть риск банкротства компании эмитента. По облигациям банкротом может стать корпорация, муниципалитет, государство. Доходность по корпоративным облигациям выше, но и риск также выше.

В российской экономике есть свои «голубые фишки» - корпорации, которые будут являться достаточно доходными и в тоже время более или менее защищенными. Защиту им даст само государство, так как исторически сложилось, что данные предприятия будут являться практически монополистами. Если произойдет их крах, то и государству будет нанесен большой урон, поэтому государство заинтересованно в стабильности данных компаний.

Несмотря на то, что предприятия выступают от лица частного сектора и имеют высокие доходы, они также ещё и защищены государственной опекой.

Государство также эмитирует облигации. Это самые надежные облигации, хоть и самые низко доходные. Вероятность того, что государство станет банкротом слишком низка. Но инвестор за столь высокую надежность платит доходностью меньше. В любом случае, при банкротстве государства, банки также теряют опору, поэтому здесь риски равнозначны и взаимозависимы.

Однако не всегда облигация будет выглядеть более привлекательно. Доходность по облигации, как и банковского депозита, зависит от процентных ставок. Чем выше ставка рефинансирования ЦБ, тем выше ставки по банковским депозитам, но ниже ставка по облигациям. Данный момент инвестор должен учитывать при формировании своего инвестиционного портфеля. На сегодняшний момент облигация выглядит как более привлекательное средство инвестирования, если сравнить ее с депозитом.

Таким образом, можно сделать выводы о том, что создание российского рынка корпоративных облигаций прошло несколько этапов. Современный этап характеризуется влиянием трех ключевых факторов: структурный кризис в условиях стагнации экономики, геополитическая напряженность, ужесточение внутренней денежно-кредитной политики.

В целом, можно отметить, что рынок корпоративных облигаций в России устойчиво развивается: на протяжении 2010-2017 гг. на рынке корпоративных облигаций наблюдается тенденция к увеличению числа облигационных займов с одновременным увеличением емкости рынка. По структуре отечественного фондового рынка корпоративных облигаций можно отметить, что на нем преобладают ценные бумаги предприятий нефтяной и газовой промышленности, металлургии и машиностроения, электроэнергетики.

В качестве основных тенденций, сформировавшихся на первичном рынке корпоративного долга в 2017 году, наиболее интересны следующие моменты: сокращение «клубных» размещений, удлинение сроков заимствований, инвесторы по-прежнему без особого энтузиазма воспринимают сложные продукты и др.

Облигация на сегодняшний момент, выглядит как более привлекательное средство инвестирования, если сравнить ее с депозитом. В России достаточно большой выбор эмитентов с разными сроками погашения и с разной доходностью.

Облигациями легко управлять, даже не выходя из дома и, кроме всего прочего, есть возможность получения дополнительного дохода от роста самой облигации. Продав облигацию, инвестор не лишается уже приобретенных процентных выплат. Более того, вкладчик депозита должен помнить, что банк может лишиться лицензии в любой момент, и примером тому служат большое количество отзывов лицензий в последние годы. В последние годы российский рынок облигаций показал достаточно хорошую прочность.

# ГЛАВА 3. ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА КОРПОРТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

## 3.1. Современные проблемы российского рынка корпоративных облигаций и пути их решения

Анализ, проведенный в предыдущих главах данной работы, показал следующее. Справедливо утверждать, что в целом за период с 2009 по 2016 гг. развитие рынка корпоративных облигаций происходит в весьма хорошем темпе. Стоит отметить, что с каждым годом наращивается объем и растет число участников рынка, это позволяет привлечь потенциальных инвесторов, которые вкладывают временно свободные финансовые ресурсы, чтобы увеличить инвестиционную привлекательность в пределах долгового финансирования. В течение нескольких лет корпоративным сегментом фондового рынка отражается положительная динамика, однако, вместе с тем имеет место ряд проблем, решить которые пока не удается.

В настоящий момент отечественная экономика характеризуется тем, что на нее существенное отрицательное влияние оказали введенные Евросоюзом, Соединенными штатами Америки и другими странами экономические санкции. Их последствием для нашей экономики стал рост оттока капитала, кроме того, снизилась капитализация российских компаний, снизилась инвестиционная привлекательность таких категорий, как финансовые инструменты и национальный финансовый рынок.

В течение десятилетия государство выстраивало политику для улучшения собственной инвестиционной привлекательности. Об этом говорит положительный тренд кредитного рейтинга Российской Федерации мировых рейтинговых агентств в период с 2005 по 2008 год, затем в России произошел кризис, и рост доверия остановился. Стоит сказать и том, что в 2014—2015 гг. российские предприятия существовали в условиях весьма агрессивной внешней

среды. Это связано с тем, что проводимая Российской Федерацией внешняя политика вызвала санкции Запада, а вместе с ними был ограничен привлекаемый иностранный капитал. Кроме того, во многом из-за снижения цен на энергоносители возникла проблема спекуляций с рублем, и ключевая ставка с 15 декабря 2014 г. остановилась на уровне 17 % годовых (на 16 марта 2015 г. – 14 % годовых). Следовательно, многие российские компании не получили заемный капитал, поскольку дифференциал финансового левериджа стал равен нулю или приобрел отрицательное значение. Все вышеперечисленные факторы в совокупности отрицательно сказались на рейтинге России.

В результате финансово-экономического кризиса вскрылись самые слабые места отечественной экономики, одно из которых – незрелая финансовая система. Вместе с тем чтобы реализовать новую модель развития российской экономики, основанной на инновациях и внутреннем спросе, необходимо иметь надежную финансовую систему с соответствующими механизмами и инструментами перераспределения денежных ресурсов в реальный сектор экономики.

Соответственно, нынешнее состояние рынка корпоративных облигаций в России находится под влиянием следующих внешних негативных факторов:

- негативное влияние геополитического риска. Данный риск связан с неурегулированной ситуацией на юго-востоке Украины и санкциями со стороны США и Евросоюза;

- труднопрогнозируемая стоимость нефти в силу различных политических и экономических причин;

- спад кредитного рейтинга России;

- осложнение ситуации в экономике стране, которая может привести к неисполнению своих обязательств на рынке долговых бумаг банками и организациями второго и третьего эшелона в связи с ухудшением финансовых показателей;

- усиление волатильности национальной валюты, которое ведет к

снижению привлекательности к рублевым долговым инструментам и сокращению спроса на них у инвесторов.

Среди других проблем отечественного рынка корпоративных облигаций можно назвать следующее. Количество информации о работе какой-либо компании минимально, это отталкивает инвестора, который заинтересован в как можно более полной информации. Она ему необходима при принятии решения о покупке корпоративных облигаций отечественных предприятий.

Кроме того, инвестиционные компании недостаточно проинформированы о работе той или иной компании, в том числе при покупке корпоративных облигаций.

На рынке имеет место быть множество предложений ценных бумаг, потому что многим компаниям различных секторов экономики требуются инвестиционные ресурсы. Также это связано и с тем, что стоимость заимствований на облигационном рынке является привлекательной, ведь ставки первых купонов корпоративных облигаций обычно не выше средних ставок по банковским кредитам той же срочности. Вместе с тем привлечение фондирования с использованием корпоративных облигаций чревато издержками на организацию эмиссии облигаций.

Важно помнить, что отечественные предприятия из-за введения экономических санкций все активнее будут предлагать иностранным инвесторам (из стран ЕАЭС) свои облигации к покупке. Это очень важно для роста финансового рынка всех государств, которые являются членами этого объединения. Отечественный рынок корпоративных облигаций перестал представлять интерес для инвесторов из стран Западной Европы и ЕС, однако прогнозируется, что он будет интересен инвесторам из таких государств, как Казахстан, Белоруссия, Армения и Киргизия. Во-первых, это позволит сделать экономические связи между данными государствами еще крепче, а это немаловажно в нынешних сложных условиях на глобальном долговом рынке и рынке капиталов. Во-вторых, это выступит в качестве мощного стимула для инвесторов стран-членов ЕАЭС: они могут вложить свои финансовые средства

в самое перспективное направление финансового рынка, чтобы обеспечить формирование полноценного финансового центра в Алматы. Итак, в настоящее время усиливаются интеграционные процессы, и для того чтобы финансовый рынок Российской Федерации эффективно развивался, следует развивать его ключевые сегменты, одним из которых является рынок корпоративных облигаций, поскольку это ключевой источник привлечения капитала.

В современных реалиях отечественный рынок корпоративных облигаций характеризуется активным развитием:

- отмечается появление новых инструментов, регистрируются Программы биржевых облигаций (ПБО), начинают размещаться облигационные выпуски в рамках указанных зарегистрированных программ.

- наблюдается рост объемов первичного и вторичного секторов рынка.

Итак, проведенный анализ позволяет утверждать, что отечественный фондовой рынок некоторое время назад прошел успешную интеграцию в мировой финансовый рынок и уже несколько лет выступает как неотъемлемая часть мировой финансовой системы. В свою очередь облигации являются одной из самых конкурентоспособных инвестиционных инструментов, у которых есть определенные возможности, чтобы обеспечить наибольшую доходность процентами и приростом капитала.

Если рынок корпоративных облигаций будет развиваться, то это обеспечит прогресс в сфере развития внутреннего финансового рынка, укрепится его конкурентоспособность на международном рынке капиталов.

Еще одной проблемой российского рынка корпоративных облигаций является недостаточная регулированность рынка еврооблигаций со стороны государства. При проведении нерыночных сделок вмешательство государства невозможно.

Основная задача в сфере регулирования состоит в том, чтобы выявить механизмы, которые бы позволили сгладить противоречия, которые возникают между наднациональным характером инструментов и институтов финансового рынка и национальным характером деятельности

регуляторов. При этом важно усилить роль государственных и наднациональных регуляторов финансовых рынков, снижать информационную асимметрию, возрастающую постоянном усложнении финансовых рынков.

Как дальше будет развиваться ситуация в отечественной экономике, главным образом, зависит от того, как изменятся внешнеэкономические условия и как скоро экономика к ним адаптируется. Если постепенно будут смягчаться внутренние финансовые условия, снизится долговая нагрузка и улучшатся деловые настроения во второй половине 2017 года, то будут сформированы предпосылки для того, чтобы восстановить инвестиционную и производственную активность в 2018 году.

Одной из стратегически важных задач России в современных реалиях является развитие рынка корпоративных рублевых облигаций, а также решение возникающих проблем. «Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года» свидетельствует об этом. В свою бытность ее разработкой занималась Федеральная служба по финансовым рынкам. «Стратегия» была утверждена Правительством РФ соответствующим распоряжением от 29.12.2008 г. № 2043-р. Согласно этому документу, чтобы обеспечить ускоренное экономическое развитие, требуется качественно повысить конкурентоспособность финансового рынка России, в том числе рынка корпоративных облигаций.

В своем «Проекте основных направлений развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации на период 2016 - 2018 годов», [57] Центральный Банк указал следующие моменты, направленные на улучшение ситуации на финансовых рынках, включая облигационный рынок:

1) Чтобы снизить издержки эмитентов, важно продолжать работу по оптимизации регуляции процедуры эмиссии, путем упрощения самой процедуры государственной регистрации выпусков через удаление части

информации в отчетных данных, а также предоставление возможности подачи документов для эмиссии в электронном виде.

2) Планируется сокращение срока со дня размещения до начала фактического использования в операциях рефинансирования и операций РЕПО.

3) Создание специальных финансовых центров, которые будут призваны для сбора и обработки информации для определения справедливой стоимости облигаций.

4) Планируется проведение работ, связанных с совершенствованием механизмов, регулирующих дефолты по облигациям посредством институтов коллективного контроля и управления.

5) Планируется развитие облигационного рынка с плавающей ставкой, создание новых продуктов для привлечения инвестиционных ресурсов на более долгий срок.

6) Для улучшения работы облигационного рынка уже запущена российская индустрия национальных рейтинговых агентств.

7) Для снижения издержек планируется создать единый центр корпоративной информации, базой которого станет центральный депозитарий.

8) Развитие выпуска облигаций, номинированных в иностранных валютах, в том числе юань.

Таким образом, предполагается, что данные мероприятия окажут непосредственное влияние на стимулирование экономического роста путем обеспечения конкурентного доступа субъектов российской экономики к долговому и долевому капиталу.

Кроме того, развитие долгового рынка создаст благоприятные условия для прихода заемщиков. Это крупные представители бизнес-сообщества. Их приход на рынок облигаций спровоцирует относительное высвобождение капитала предприятий.

В банковском секторе возникнет возможность увеличения объемов кредитования заемщиков, не имеющих доступа к рынку облигаций, в том числе малого и среднего бизнеса.

Если рынок облигаций будет развиваться, то это даст возможность преобразовать относительно короткие ресурсы банковской системы в форме депозитов в долгосрочные источники капитала для российских эмитентов.

Так, следует разработать способ, с помощью которого удастся определить справедливую доходность при первичном размещении облигаций. Важно, чтобы этот способ позволил соблюсти соотношение интересов на рынке и дал возможность фирмам занимать по минимальной ставке, на которую готовы согласиться покупатели.

Во-вторых, важным является развитие удобного инструмента краткосрочных и среднесрочных заимствований на публичном рынке долгового капитала. Как уже было отмечено выше, сегодня регистрация выпусков облигаций занимает длительный период времени, в результате чего компании могут упустить благоприятный момент для выхода на рынок. Это особенно важно для краткосрочных заимствований, в которых, как правило, возникает срочная необходимость. Развитие инструмента, позволяющего в коротки сроки подготовиться к размещению, особенно важно в периоды не до конца стабилизировавшейся экономической ситуации.

Таким образом, стабилизация и развитие рынка корпоративных облигаций сложная задача. Изменение корпоративного сегмента влияет на конъюнктуру финансового рынка в целом и укрепление его позиций на международном рынке капиталов.

В современных реалиях рынок рублевых корпоративных облигаций имеет большой потенциал развития, и многие проблемы до сих пор не решены. В частности, необходимо продолжать расширять емкость этого рынка и повышать его прозрачность, 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.

## 3.2. Перспективы развития отечественного рынка корпоративных облигаций

Применительно к рынку корпоративных облигаций специалистами рассматриваются два сценария развития ситуации в 2017 году. Первый сценарий является базовым, второй – негативным. Их основные параметры и принятые в них допущения отражают следующие таблицы, [66].

Таблица 3.1

Прогноз основных параметров рынка корпоративных облигаций Российской Федерации в 2017-2018 гг.

| Параметры | Базовый сценарий | Негативный сценарий |
|---|---|---|
| Инфляция, %, г/г | 4,2-4,4 | 4,75-5,25 |
| Ключевая ставка ЦБ РФ, % годовых | 8,0-8,5 | 9-9,5 |
| Доходность корпоративных облигаций, 1 эшелон | 7,5-8,0 | 9-9,5 |

Источник: [66]

Базовый сценарий предполагает, что в 2018 году в соответствии с прогнозными оценками снизится инфляция и ключевая ставка Банка России. Это позволит обеспечить аналогичную динамику процентных ставок во всех сегментах рынка рублевых облигаций, что в свою очередь явится базой для сохранения высокого спроса на рублевые облигации (речь идет, прежде всего, об облигациях федерального займа и корпоративных эмитентов с высоким кредитным качеством) со стороны иностранных инвесторов и российских банков. В качестве позитивного фактора для рынка может выступать ожидаемый структурный профицит банковской системы, негативным моментом может стать отсутствие крупного притока «свежих» денег в негосударственные пенсионные фонды, поскольку на следующий год сохраняется решение о «замораживании» пенсионных накоплений.

Также по прогнозу предполагается, что основная масса средств, которые получены от выплат купонов, амортизаций и погашений, эксперты их оценивают на уровне более 2,5 трлн. руб., будет реинвестирована в инструменты долгового рынка.

Если говорить о корпоративных облигациях 2 и 3 эшелонов, то спрос на них поддержат средние и мелкие банки, а также институциональные инвесторы, такие как НПФ, управляющие компании, страховых компании и т.д., поскольку для них основной фактор привлекательности – это удовлетворительное кредитное качество при относительно более высокой доходности.

Негативный сценарий предполагает, что цены на нефть снизятся, произойдет определенное ослабление и волатильность курса рубля, а умеренно жесткая денежно-кредитная политика Банка России вкупе с рядом других отрицательных факторов могут снизить интерес инвесторов к рублевым долговым инструментам в целом.

Вместе с тем отметим, что на рынке корпоративных облигаций может несколько повыситься доходность облигаций 2 и 3 эшелонов, поскольку существенно сократится спрос со стороны инвесторов. Первичные размещения могут проходить неравномерно, а во время так называемых «окон» относительно благоприятной конъюнктуры с предложением эмитентами «премий» к рынку для удачного размещения. Отметим, что при негативном сценарии не прогнозируется существенный рост процентных ставок и резкий отток инвесторов с рынка корпоративных облигаций. Их ожидания относительно возможного улучшения ситуации на рынке и продолжения снижения процентных ставок – это база для консолидации рынка на текущих уровнях.

Перспектива развития рынка корпоративных облигаций во многом определяется тем, что ожидают его участники от дальнейшего снижения инфляции и ключевой ставки Банка России.

Большинство аналитиков сходится во мнении, что в текущем году

усилится роль корпоративных облигаций в качестве привлечения инвестиций в экономику России. В этой связи корпоративные облигации именно качественных заемщиков станут наиболее интересными для вложений.

При снижении процентных ставок будет спровоцировано привлечение на рынок публичных заимствований широкого круга новых эмитентов, готовых «выйти» на него еще в текущем году.

Вместе с тем аналитики не исключают, что рынок, где эмитенты в условиях «дефицита новых предложений» диктовали свои условия, что происходило в 2017 году, может в 2018 году стать «рынком инвесторов», на котором при ограниченном притоке «свежих» денег внимательнее будут относиться к выбору инструментов для вложений, [69].

В качестве основного источника «прихода» денег для новых размещений на рынке корпоративных облигаций может служить реинвестирование средств, которые получили инвесторы в результате выплат купонных доходов и погашений, [58].

Эксперты ожидают, что на рынке корпоративных облигаций снизится доходность облигаций первого эшелона до уровня 9,00 - 9,50% годовых, облигаций второго и третьего эшелонов – до уровня 10,00 - 10,50% и 11,00 - 12,00% годовых соответственно, [59].

Развитие этого рынка в будущем возможно при распространении понятного инвесторам инструмента раскрытия информации и повышения прозрачности компании, который бы позволял инвесторам принимать более рациональные и информированные решения и требовать меньшую премию за риск при первичном размещении. Таким инструментом могут стать кредитные рейтинги.

В современных реалиях кредитный рейтинг – это простая и понятная система раскрытия информации о фирме и выражение мнения о ее кредитоспособности. Отчеты рейтинговых агентств содержат информацию о предприятиях в терминах, которые являются привычными для инвесторов в долговые бумаги. Помимо всего прочего, наличие кредитного рейтинга –

ключевой фактор снижения стоимости заимствования для предприятия. Итак, при активном распространении рейтингов и их использовании в качестве критерия устойчивости фирмы рынок корпоративных облигаций удалось бы сделать более прозрачным и более доступным, это касается и заемщиков второго-третьего эшелона.

Под кредитными рейтингами понимается отражение мнения об относительном уровне кредитного риска, это не советы по инвестированию. Кредитный рейтинг является одним из факторов, который может учитываться инвестором во время принятия того или иного инвестиционного решения. Также отметим, что кредитные рейтинги не являются индикаторами рыночной ликвидности долговой ценной бумаги или ее стоимости на вторичном рынке. Они не выступают в качестве гарантии кредитного качества или «предсказателя» будущего кредитного риска. Это всего лишь мнение, которое вместе с тем является авторитетным, обоснованным, чтобы существенно влиять на восприятие бумаги или эмитента заемщиком.

Как правило, обращают внимание на рейтинги, присвоенные тремя международными агентствами – Standard & Poors, Moody's Investor Service и Fitch Ratings. Отметим, что при этом в мире существует около ста рейтинговых агентств, но три перечисленных являются старейшими и наиболее уважаемыми.

Чтобы отечественный рынок корпоративных облигаций развивался успешно, важно распространять удобный инструмент быстрого привлечения кратко- и среднесрочных заимствований, которым являются биржевые облигации. Если распространять практику размещения биржевых облигаций и их совершенствовать, то может быть создан больший комфорт для заемщиков, кроме того, появится стимул выходить на рынок. Это должно дать положительные результаты и благоприятно повлиять на предложение на рынке рублевых корпоративных облигаций.

Если на отечественном публичном рынке долгового капитала распространять биржевые облигации и в дальнейшем адаптировать данный инструмент к потребностям участников рынка, то это позволит заемщикам

разных отраслей и эшелонов быстро и комфортно работать. Этому инструменту подходит только биржевое обращение. Изначально биржевые облигации были созданы, чтобы привлечь краткосрочное финансирование высококачественными заемщиками. Но по факту биржевые облигации явились российским аналогом распространенных на западе коммерческих бумаг. Отметим, что в современных реалиях возможные сроки обращения стали длиннее, и выпускают эти бумаги теперь не только эмитенты первого эшелона. Названный инструмент имеет как преимущества, так и недостатки в сравнении с классическими облигациями. Одно из преимуществ биржевых облигаций – неограниченный срок жизни проспекта. Для классических рублевых облигаций проспект эмиссии нет необходимости перерегистрировать в течение 1 года. В случае с биржевыми облигациями у заемщика есть возможность зарегистрировать в одном проспекте программу заимствований на значительный объем и потом размещать отдельные транши в любое удобное время, когда в этом возникает необходимость. Подготовка и регистрация проспекта предполагает большие временные и денежные затраты. Чтобы его написать, необходимо привлечь финансового консультанта, кроме того, усилия прилагают и сотрудники фирмы-заемщика. Помимо работы финансового консультанта следует оплатить и саму регистрацию. Проспект биржевых облигаций имеет неограниченный срок жизни, что избавляет заемщика от дополнительных денежных и временных расходов, а также предоставляет максимальную гибкость в выборе времени привлечения заимствований.

Вторым важным преимуществом биржевых облигаций перед классическими является быстрые сроки выхода на размещение. Подготовка к размещению биржевых облигаций занимает около месяца, классических рублевых облигаций – не менее 2,5 месяцев. Основным фактором сокращения времени организации являются более короткие сроки регистрации решения о выпуске и проспекта – меньше недели, тогда как для классических облигаций этот срок составляет около месяца. Длительность подготовки к размещению часто является ключевым фактором при выборе между классическими и

биржевыми облигациями, поскольку опять же предоставляет заемщику существенную гибкость в привлечении финансирования. Дополнительным плюсом биржевых облигаций является отсутствие необходимости в поручительстве. Однако для того, чтобы оставить интересы инвесторов защищенными, законодательство предусматривает ряд требований к эмитентам биржевых облигаций.

Можно сделать выводы о том, что, несмотря на трудности, рынок облигаций успешно продолжает развиваться.

В российских условиях роль рынка корпоративных облигаций как механизма аккумулирования и перераспределения финансовых средств в реальный сектор экономики может быть усилена (подкреплена) мерами государственной поддержки, а сами облигации как достаточно надежный финансовый инструмент могут более активно использоваться для этих целей.

Положительным фактом в дальнейшей перспективе развития рынка корпоративных облигаций с точки зрения потенциальных инвесторов является то, что Правительство Российской Федерации старается законодательно увеличить инвестиционную привлекательность. Правительство РФ одобрило законопроект об отмене НДФЛ на доходы с корпоративных рублевых облигаций, которые эмитированы в период с 1 января 2017 года по 31 декабря 2020 года включительно. Налог сохраняется только тогда, когда будет превышена суммы выплаты процентов (купона) над суммой процентов, которая рассчитана исходя из номинальной стоимости облигаций и ставки рефинансирования Банка России.

Под действие закона не подпадают корпоративные облигации с купоном, превышающим ставку рефинансирования Центрального Банка на 5 п.п. и более. Сейчас это бумаги с доходностью не меньше 14,75%. Облигаций с таким купоном на рынке практически нет, однако если Банк России продолжит цикл снижения ключевой ставки, их количество будет расти, Таким образом, в перспективе инвестор все чаще будет платить НДФЛ на купон

по высокодоходным бондам, [58].

Как отмечают эксперты, после отмены НДФЛ сохраняется еще один фактор, снижающий доходность облигаций, — брокерские комиссии за операции по покупке и продаже долговых бумаг. К примеру, компания БКС, которая стала лидером по объему торгов на Мосбирже в феврале, при обороте до 100 тыс. руб. в день взимает с клиентов 0,0177–0,1% от суммы сделки в зависимости от тарифа, [58]. Отдельно инвестору придется заплатить комиссию Московской бирже в 0,01% от суммы операции и депозитарию — 177 руб. в месяц. Компания «Открытие Брокер», также входящая в число лидеров, берет комиссию 0,045% от суммы сделки, но она включает в себя и биржевые сборы. Комиссия депозитария в «Открытие Брокер» составляет 0,01% от среднегодовой стоимости учитываемых ценных бумаг, но не менее 100 руб., и списывается один раз в год. Клиентам компании «Финам» придется заплатить торговую комиссию 0,0354% от суммы операции, комиссию биржи 0,01% и комиссию депозитария 177 руб., [16, с.20]

Некоторые эксперты полагают, что перетоку средств с депозитов в корпоративные бонды на фоне налоговых льгот будут препятствовать не только затраты на брокерское обслуживание, но и малое количество облигационных выпусков, попавших под действие нового закона. Также они полагают, что основная причина популярности депозитов — это их безопасность (вклады страхуются на сумму до 1,4 млн руб.) и гарантированная доходность.

Другие эксперты, напротив, убеждены, что в период действия нового закона предложение на рынке будет расти высокими темпами. С начала 2017 года на долговом рынке Московской биржи уже появилось 29 выпусков корпоративных облигаций на общую сумму около 177 млрд руб. с доходностью 9–11% годовых.

Министерство Финансов РФ должно заняться тщательной проработкой вопроса о полном освобождении от налогообложения доходов физических лиц от обращающихся облигаций российских предприятий. Также отдельно стоит

рассмотреть вопрос о том, чтобы положения законопроекта распространялись и на доходы физических лиц, которые получены от реализации инвестиционных паёв ПИФов, [16, с.21].

В настоящее время на рассмотрении в Государственной Думе находится еще и законопроект о страховании инвестиций на индивидуальных инвестиционных счетах. Предполагается, что данные денежные средства и обращающиеся ценные бумаги будут застрахованы на случай аннулирования лицензии у брокера, управляющей компании, депозитария. Кроме того, предполагается, что Банк России введет мораторий на удовлетворение требований кредиторов в кредитной организации-страхователе. Законопроектом предусматривается установить предельную сумму выплаты в размере 1,4 млн. руб. по аналогии с действующими выплатами по вкладам, [16, с.21]. При этом финансирование фонда страхования инвестиций будет осуществляться только за счет взносов самих участников данной системы, в отличие от страхования вкладов.

Дальнейшая доработка и принятие данного законопроекта поможет в большей степени сблизить эти инвестиционные инструменты – банковские вклады и частные инвестиции в корпоративные облигации.

Повышению инвестиционной привлекательности и прозрачности рынка корпоративных облигаций будут также способствовать изменения, планируемые в процедуру выпуска и обращения корпоративных облигаций, рисунок 3.1.

Важным условием развития рынка корпоративных облигаций является сокращение расходов эмитентов при выпуске ценных бумаг. Банк России совместно с заинтересованными ведомствами будет продолжать оптимизацию регулирования процедуры эмиссии, что предполагает в том числе упрощение государственной регистрации выпусков ценных бумаг путем удаления дубликатов и избыточной информации из документации и создания возможности ее подачи для регистрации в электронном виде.

Рисунок 3.1 - Планируемые изменения в процедуру выпуска и обращения корпоративных облигаций

Источник: [41, с.552]

Таким образом, принятые и планируемые государством меры помогут рынку постепенно восстановить свою главную функцию по привлечению и перераспределению финансовых ресурсов на цели развития и модернизации экономики.

Если рынок корпоративных облигаций будет развиваться, это обеспечит прогресс в сфере развития внутреннего финансового рынка и укрепит его конкурентоспособность на международном рынке капиталов, что будет способствовать повышению финансовой и экономической безопасности. Как будет развиваться ситуация дальше, главным образом, зависит от того, как

изменится внешнеэкономическая ситуация и как быстро экономика нашей страны адаптируется к этим условиям.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что отечественный рынок корпоративных облигаций обладает хорошими перспективами для дальнейшего развития

Облигации, как один из наиболее дешевых и простых источников финансирования, будут рассматриваться компаниями для повышения качества управления деятельностью, увеличения ликвидности и платежеспособности. Облигации, имея ряд преимуществ перед кредитами, будут замещать банковские займы, а доля корпоративного присутствия на долговом биржевом рынке будет расти.

Привлекательность инвестирования в корпоративные облигации объясняется тем, что доходность многих облигаций превышает ожидаемый уровень инфляции и среднюю доходность банковского депозита и зависит от кредитного качества эмитента, срока их обращения и ситуации на рынке.

Однако для частного инвестора можно отметить ряд негативных моментов при инвестировании в корпоративные облигации. Один из них – это наличие брокерской комиссии за операции покупки–продажи долговой бумаги, снижающие ее доходность. Также существенно и малое количество облигационных выпусков, которые попали под действие нового закона об освобождении юридических и физических лиц от уплаты НДФЛ с купонного дохода по рублевым облигациям в период с 1.01.2017 г. до 31.12.2020 г. и высокая степень популярности депозитов вследствие из безопасности за счет страховки на сумму до 1,4 млн. руб. и наличия гарантированной доходности.

Основные преимущества облигационного займа для предприятий – эмитентов заключаются в том, что: есть возможность к мобилизации существенных объемов денежных средств и финансированию крупномасштабных инвестиционных проектов со стороны инвесторов (владельцы облигаций) к управлению его нынешней финансово-хозяйственной деятельностью; есть возможность к маневрированию в ходе определения

характеристик выпуска: определение всех параметров облигационного займа (объема эмиссии, процентной ставки, сроков, условий обращения и погашение и пр.) и др.

# ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Таким образом, на современном этапе рынок ценных бумаг является наиболее динамичным сегментом финансового рынка. А наиболее перспективным и ключевым его сектором является рынок корпоративных облигаций, который представляет собой наиболее активную часть российского рынка облигаций, который характеризуется быстро развивающейся инфраструктурой, значительной степенью отраслевой диверсификации эмитентов и повышающейся ликвидностью выпусков.

Корпоративные облигации – это ценные бумаги, которые выпускаются компанией, представляющие собой срочные долговые обязательства перед их владельцем и дающие владельцу право на получение гарантированного дохода в виде процента.

Для инвестора привлекательность инвестирования в облигации (при условии, что он инвестирует в облигации надежных компаний) связана с достаточно высокой ликвидностью данных ценных бумаг; относительно стабильным уровнем дохода; некоторые облигации дают возможность первоочередного права возврата вложенных денежных средств при ликвидации или банкротстве эмитента (конвертируемые облигации, закладные облигации); незначительным уровнем риска по потере вложенных в облигации денежных средств.

Основные виды корпоративных облигаций: облигации под залог недвижимости (ипотечные), ценных бумаг (collateral) или оборудования, гарантированные облигации, голосующие и конвертируемые облигации, необеспеченные облигации.

Порядок эмиссии корпоративных облигаций включает ряд этапов: сначала принимается решение о размещении облигаций; далее утверждается решение выпускать или дополнительно выпускать облигации; после чего осуществляется государственная регистрация выпуска бумаг или присвоение им идентификационного налогового номера; затем ценные бумаги

размещаются; наконец, происходит процедура государственной регистрации отчета об итогах выпуска облигаций.

Российский рынок корпоративных облигаций имеет «эшелонную структуру». Это значит, что облигации крупнейших системообразующих российских компаний в разных отраслях экономики – это «первый эшелон». К облигациям «второго эшелона» принято относить ценные бумаги компаний, которые являются региональными или отраслевыми лидерами, но по масштабам деятельности уступают компаниям-эмитентам первого эшелона. Есть и облигации «третьего эшелона», нередко их называют «мусорными» – это такие ценные бумаги, которые имеют сомнительное кредитное качество и низкую ликвидность.

Формирование российского рынка корпоративных облигаций характеризуется следующими основными этапами: докризисное стихийное развитие рынка, второй этап – середина 1999 года – середина 2000 года, характеризуется ориентацией на иностранных инвесторов.

Третий этап, длящийся с марта 2000 года по март 2008 года, был ориентирован на привлечения средств физических лиц. Четвертый этап, временные рамки которого охватывают сентябрь 2008 года по апрель 2009 года, характеризуется ориентацией на привлечение средств финансовых институтов. Пятый этап – апрель 2009 года по настоящее время - активное развитие рынка корпоративных облигаций, а также его улучшение работы в рамках проекта ЦБ.

Особенностью нынешнего этапа развития российских финансовых рынков является влияние трех ключевых факторов: структурный кризис в условиях стагнации экономики, отягощенный низкой конъюнктурой мировых сырьевых рынков; геполитическая напряженность, ограничившая доступ при снижении суверенных кредитных рейтингов страны к международным рынкам капитала; ужесточение внутренней денежно-кредитной политики отрицательно повлиявшее на потребительскую уверенность инвесторов.

Анализируя динамику развития рынка корпоративных облигаций за последние 5 лет, можно отметить, что, несмотря на неблагопритяную мировую

конъюнктуру, долговой рынок ценных бумаг набирает обороты. В частности, происходит выпуск новых инструментов (в том числе краткосрочных). Кроме того, в результате ряда неблагоприятных ситуаций в банковском секторе (лишение лицензий, забалансированность вкладов), инвесторы стремятся обезопасить себя, выводя денежные средства из банков. Данная тенденция как нельзя лучше дает возможность для толчка в развитии долгового рынка ценных бумаг.

Главная инновация рынка корпоративных облигаций состоит в регистрации Программ биржевых облигаций и начале размещения облигационных выпусков в рамках зарегистрированных программ.

Проведенный в работе анализ показал, что рынок облигаций является привлекательным как для инвесторов, так и для корпораций. Инвесторы могут получить доходность, выше инфляционных издержек и, в тоже время, при сравнительно небольшом риске. В то же время для корпораций более выгодна эмиссия облигаций и выплаты облигационных обязательств, чем брать заемные средства у банков.

Нынешнее состояние рынка корпоративных облигаций в России находится под влиянием следующих внешних факторов: негативное влияние геополитического риска. Данный риск связан с неурегулированной ситуацией на юго-востоке Украины и санкциями со стороны США и Евросоюза; труднопрогнозируемая стоимость нефти в силу различных политических и экономических причин; осложнение ситуации в экономике стране, которая может привести к неисполнению своих обязательств на рынке долговых бумаг банками и организациями второго и третьего эшелона в связи с ухудшением финансовых показателей; усиление волатильности национальной валюты, которое ведет к снижению привлекательности к рублевым долговым инструментам и сокращению спроса на них у инвесторов.

Сформировавшийся на данный момент в РФ рынок корпоративных облигаций характеризуется, с одной стороны, быстрыми темпами количественных и качественных трансформаций, а с другой стороны –

наличием многочисленных проблем, решение которых поспособствовало бы дальнейшему развитию и росту.

Среди проблем рынка корпоративных облигаций в России можно выделить минимальное количество информации о деятельности предприятия, которую может получить инвестор, что удерживает большую часть инвестиционных компаний от покупки корпоративных облигаций российских предприятий; недостаточное информирование инвестиционных компаний о деятельности того или иного предприятия, которое может получить инвестор при покупке корпоративных облигаций.

Одной из главных проблем для рынка облигаций остается отсутствие «длинных и свежих» денег. Это связано с продлением «заморозки» пенсионных накоплений в 2017 г. Основным источником может стать реинвестирование средств, полученных в виде купонных доходов и погашений.

Для регулирования указанных проблем необходимо продолжать расширять емкость рынка корпоративных облигаций и повышать его прозрачность, совершенствовать его инфраструктуру и правовое регулирование. Необходимо 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.

Российских рынок долговых обязательств (в частности, корпоративных облигаций), имеет огромный потенциал. Для его развития Центральный Банк прописал важные, с точки зрения регулятора, шаги. Основной задачей Центральный Банк ставит упрощение эмиссионного процесса, построение новых финансовых институтов, таких как финансовые центры для сбора и переработки информации об облигациях и выявления справедливой цены, а также созданием новых национальный рейтинговых агентств.

Основные тенденции рынка корпоративных облигаций: рынок концентрируется и захватывается наиболее крупными эмитентами,

повышающими объемы заимствований и количество выпусков; можно ожидать усиление «борьбы» за средства инвесторов между государством и корпоративными заемщиками.

Эксперты отрасли отмечают, что в 2018 году ожидается снижение в соответствии с прогнозными оценками инфляции и ключевой ставки Банка России, что обеспечит аналогичную динамику процентных ставок во всех сегментах рынка рублевых облигаций. Это станет основой сохранения высокого спроса на рублевые облигации (прежде всего на облигации федерального займа и корпоративных эмитентов с высоким кредитным качеством) со стороны иностранных инвесторов и российских банков. Спрос на корпоративные облигации 2 и 3 эшелонов будет поддержан со стороны средних и мелких банков, а также со стороны институциональных инвесторов (НПФ, управляющих компаний, страховых компаний и т.п.), для которых основным фактором привлекательности будет удовлетворительное кредитное качество при относительно более высокой доходности.

Согласно негативному сценарию, снижение цен на нефть, некоторое ослабление и волатильность курса рубля, умеренно жесткая денежно-кредитная политика Банка России наряду с другими негативными факторами могут снизить интерес инвесторов к рублевым долговым инструментам в целом.

На рынке корпоративных облигаций не исключено некоторое повышение доходности облигаций 2 и 3 эшелонов на фоне существенного сокращения спроса со стороны инвесторов. Первичные размещения могут проходить неравномерно, а во время так называемых «окон» относительно благоприятной конъюнктуры с предложением эмитентами «премий» к рынку для удачного размещения.

Налоговое стимулирование перехода инвестиций физических лиц на фондовый рынок, в частности на рынок корпоративных облигаций, в качестве альтернативы банковским депозитам, в силу характера принимаемых мер, может иметь ограниченное действие во времени: необходимо решение сопутствующих проблем, таких как своевременность и качество раскрываемой

эмитентами корпоративных облигаций информации; отсутствие контроля целевого использования денежных средств в рамках эмиссии данных ценных бумаг со стороны надзорных органов и соответственно ответственности эмитента за эти нарушения; отсутствие в настоящее время развитых коллективных институтов защиты прав частных инвесторов и т.п.

# СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Алексеева И.А., Буторин А.Л. Особенности формирования рынка корпоративных облигаций /И.А. Алексеева, А.Л. Буторин //Известия Иркутской государственной экономической академии. – 2015. - №4. – С.20-21.

2. Андриевский Н., Худько Е. Российские финансовые рынки /Н. Андриевский, Е. Худько //Экономика и управление. – 2013. - №4 – С.35-39.

3. Антонов Р.А. Обзор рынка корпоративных облигаций в России.Сборник статей Международной научно-практической конференции /Р.А. Антонов. – 2016. – С.111-117.

4. Балакирев Н. Н., Давиденко Л. П. Облигации в системе рыночных отношений Российской Федерации /Н.Н. Балакриев; ИВЭСЭП, Знание, 2011. - 100 с.

5. Берзон Н.И., Милицкова Т.Н. Детерминанты доходности рублевых корпоративных облигаций при их размещении /Н.И. Берзон, Т.Н. Милицкова //Финансы и кредит. – 2013. - №16(544). – С.24-32.

6. Боровкова В.А. Рынок ценных бумаг /В.А. Боровкова: Питер, 2012. – 352 с.

7. Вараксин А.С. Российский рынок корпоративных облигаций в 2012 году: основные тенденции /А.С. Вараксин //Экономика и управление: анализ тенденций и перспектив развития. – 2013. - №5 – С.12-18.

8. Вуколова Е.Г., Ключникова Е.А. Оценка рынка корпоративных облигаций /Е.Г. Вуколова, Е.А. Ключникова //Финансовый вестник. – 2016. - №4(35). – С.49-53.

9. Галанцева И.В. Роль развития рынка облигаций в обеспечении финансовых потребностей реального сектора экономики /И.В. Галанцева //Вестник Казанского технологического университета. – 2012. – Т.15 - №14 – С.225-231.

10.Галстян Д.А. Тенденции на рынке корпоративных облигаций /Д.А. Галстян //Молодежный научный форум: общественные и научные науки. – 2017. - №5(45). – С.159-164.

11.Горбатиков Е., Худко Е. Финансовые рынки /Е. Горбатиков, Е. Худко //Экономическое развитие России. – Т.23. - №3. – С.76-82.

12.Горюнова Е.Ю., Ковалевич Д.В. Перспективы российского рынка корпоративных облигаций в условиях развития интеграционных процессов в рамках ЕАЭС /Е.Ю. Горюнова, Д.В. Ковалевич //Российский экономический интернет-журнал. – 2016. - №1. – С.12-21.

13.Дасаева Л.Р., Дмитриева М.А. Сборник научных трудов по итогам международной научно-практической конференции /Л.Р. Дасаева, М.А. Дмитриева – Издательство: Федеральный центр науки и образования «Эвенсис». – 2016. – С.40-43.

14.Доронина А.С. Современное состояние российского рынка корпоративных облигаций /А.С. Доронина //Деньги и кредит. – 2012. - №4. – С.37-41.

15.Дубобелова А.В. Рынок корпоративных облигаций России после кризиса: проблемы и возможные пути их решения /А.В. Дубобелова //Научный обозреватель. – 2011. - №6. – С.4-6.

16.Дубовик И.В. О перспективе рынка корпоративных облигаций /И.В. Дубовик //BAIKAL RESEARCH JOURNAL. – 2014. - №1. – С.4.

17. Ермак А. Рынок рублевых облигаций: основные итоги 2015 года и перспективы 2016 года / А. Ермак //Долговой рынок. Специальный обзор. - №4. – С.21-17.

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

19.Запевалова Е.С. Выбор показателя ликвидности для российского рынка корпоративных облигаций /Е.С. Запевалова //Управление корпоративными финансами. – 2016. - №1. – С.12-21.

20. Игошина Л.Л., Исаев М.В. Особенности становления и развития рынка корпоративных облигаций России /Л.Л. Игошина, М.В. Исаев //Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2012. - №7. – С.2-7.

21. Исмагилова Л.А., Идрисова З.Н., Галимова М.П. Корпоративные облигации России: возможности демпфирования санкций /Л.А. Исмагилова, З.Н. Идрисова, М.П. Галимова //Управление экономикой: методы, модели, научные материалы XV Международной научной конференции. - В 2 томах. - 2015. - С. 73-78.

22. Инновации на финансовых рынках под ред. Берзон Н., Тепловой Т. – М.: Высшая Школа Экономики. – 2013. – 428 с.

23.Исмаилова Л.А., Идрисова З.Н., Галилова М.П. Корпоративные облигации России: возможности демпфирования санкций /Л.А. Исмаилова, З.Н. Идрисова, М.П. Галилова //Управление экономикой: методы, модели, технологии. В 2 Томах. Уфа, 2015. – С.73-78.

24.Кашин С.В. Источник длинных денег: потенциал сбережений /С.В. Кашин //Банковское дело. – 2013. - №12. – С.76-79.

25.Ким К.Р. Российский рынок корпоративных облигаций: ключевые показатели и тенденции развития /К.Р. Ким //Журнал научных и прикладных исследований. – 2016. - №6. – С.36-38.

26.Корниенко М.Н., Ченцова О.А. Рынок корпоративных облигаций в российской федерации /М.Н. Корниенко, О.А. Ченцова //Вестник ИЭАУ. – 2017. - №15. – С.14.

27.Ларченко О.В., Якушева Т.А. Новые инструменты российского рынка корпоративных облигаций /О.В. Ларченко, Т.А. Якушева //Экономика и социум. – 2015. – №4(17). – С.525-530.

28.Лялин В., Воробьев П. Рынок ценных бумаг. Учебник. / В. Лялин, П. Воробьев. - М.: Проспект, 2015. – 400 с.

29.Маренков Н.Л. Рынок ценных бумаг в России: учебное пособие/Н.Л. Маренков, Н.Н. Косаренко. -М.: Флинта. Наука. -2016. – 300 с.

30. Миркин Я.М. Развивающиеся рынки и Россия в структуре глобальных финансов. Финансовое будущее, многолетние тренды /Я.М. Миркин. – М.: Магистр, 2015. — 423с.

31. Миркин Я.М., Лосев С.В., Рубцов Б.Б., Добашина И.Б., Воробьева З.А. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций /Я.М. Миркин, С.В. Лосев, Б.Б., Рубцов, И.Б. Добашина. – М.: Альпина Паблишер, 2004. – 385 с.

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

33. Николаева И.П. Рынок ценных бумаг. Учебник /И.П. Николаева. – М.: Дашков и Ко, 2015. – 256 с.

34.Панафидина А.П., Плотникова М.А. Взаимосвязь рынка корпоративных облигаций и реальной экономики. /Регулировние экономической деятельности и деловая среда. Сборник научных трудов по материалам I Международной научно-практической конференции. НОО «Профессиональная наука». – 2016 – С.362-370.

35.Ричард С., Френк Дж. Корпоративные облигации: структура и анализ. Монография /С. Ричард, Дж. Френк. – М.: Альпина Паблишер, 2016. – 442 с.

36. Савина О.В. Регулирование финансовых рынков: учеб.пособ./О.В. Савина – М.: Дашков и К, 2011. – С. 15-19.

37. Саляхетдинова Э.Ф., Касимова В.Ф. Особенности рынка корпоративных облигаций в Российской Федерации /Э.Ф.Саляхетдинова, В.Ф. Касимова //Экономика и социум. – 2017. - №1-2(32). – С.552-524.

38. Селищев А.С., Маховикова Г.А. Рынок ценных бумаг /А.С. Селищев, Г.А. Маховикова. – М.:Юрайт, 2014. – 484 с.

39.Семеринина Ю.В. Российский рынок корпоративных облигаций: сравнительный анализ основных этапов развития /Ю.В. Семерина //Финансы и кредит. – 2011. - №35 (467) – С.30-37.

40. Соколова Т.В. Анализ факторов, влияющих на развитие рынка корпоративных и государственных рублевых облигаций /Т.В. Соколова //Управление корпоративными финансами. – 2015. - №5. – С. 73-78.

41.Тверцова А.Н. Основные тенденции рынка рублевых облигаций в России в 2015 году /А.Н. Тверцова //Рынок ценных бумаг. – 2015. –№12. – С.23-29.

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

43.Ульдянова Е.Ю., Мельникова Л.Ф. Эмиссия облигаций // Современные наукоемкие технологии /Е.Ю. Ульдянова, Л.Ф. Мельникова. - 2014. - № 7-1. - С. 92–93.

44.Ульянов, В.М. Как вкладывать деньги. Акции. Облигации. Дивиденды. Проценты /В.М. Ульянов; Нижний Новгород , 2011. - 120 с.

45.Федорова Ю.Н., Храпова Е.Н. Актуальные проблемы и перспективы развития современного рынка корпоративных облигаций /Ю.Н. Федорова, Е.Н. Храпова //Экономика сферы сервиса: проблемы и перспективы. Материалы II Межвузовской научно-практическая конференции (с международным участием)/под общей редакцией Д. П. Маевского. - 2016 – С.10-19.

46. Чихаев Ю.А. Рынок корпоративных облигаций (эмиссионных ценных бумаг) как инструмент привлечения инвестиций и его особенности /Ю.А. Чихаев //Интеграл. – 2010. - №5 – С.68-69.

47.Шамин В.А., Катаева О.С., Панова Т.А. Привлекательность андеррайтинга корпоративных облигаций для российских компаний и инвестиционных банков в условиях санкций /В.А. Шамин, О.С. Катаева, Т.А. Панова //Экономика и современный менеджмент. – 2015. - №48-1. – С. 25-32.

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

49.Штырхунова К.В. Инфраструктура и механизм российского рынка корпоративных облигаций /К.В. Штыхрунова //Экономика и социум. – 2016. - №5(2-24). – С.1042-1045.

50.Яблоков Н.А., Григорьева В.Н. Рынок ценных бумаг /Н.А. Яблоков, В.Н. Григорьева. – М.: Инфра-М, 2016. – 344 с.

51.Яровой В.Г. Деньги, кредит, банки /В.Г. Яровой. – М.: КноРус, 2015. – 300 с.

52.Anaka M. Bank loans versus bond finance: implications for sovereign debtors. Bank of England Working Paper, 2005, no. 267, p. 38.

53. Официальный сайт Центрального Банка Российской Федерации //http:www.cbr.ru. (дата обращения: 14 декабря 2017 года)

54. Официальный сайт национальной ассоциации участников фондового рынка [Электронный ресурс]. - Режим доступа: http://www.mufor.ru/down-load/pdf/factbook/ru/RFR2012.pdf. (дата обращения: 10 июня 2017 года)

55. Официальный сайт Московской биржи [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.moex.ru. Дата обращения: 14 декабря 2017 года

56. Официальный сайт холдинга «Финам» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://bonds. finam.ru/comments/item25196/default.asp.

57. Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики . - Режим доступа: http://www.gks.ru. (дата обращения: 12.07.2017)

58. Российский фондовый рынок. События и факты. Обзор рынка за 2014 год. [Электронный ресурс]// НАУФОР: официальный сайт.- Режим доступа: http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2014.pdf (дата обращения: 15.09.2017)

59. Российский фондовый рынок. События и факты. Обзор рынка за 2015 год. [Электронный ресурс]// НАУФОР: официальный сайт.- Режим доступа: http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2015.pdf. (дата обращения: 15.09.2017)

60. Российский фондовый рынок. События и факты. Обзор рынка за 2016 год. [Электронный ресурс]// НАУФОР: официальный сайт.- Режим доступа: http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2016_1.pdf (дата обращения: 15.09.2017)

61. Специальный обзор компании Группа Регион по долговому рынку. [Электронный ресурс] //http://www.region.ru/produkty-i-uslugi/analitika/dolgovoy-rynok/operational-notes/Рынок_обл_Итоги_2017.pdf. (дата обращения 20.10.2017)

62.Гражданский кодекс РФ (часть первая) от 30.11.1994 №51-ФЗ [электронный ресурс]: (ред. от 06.08.2017 г.) // Консультант Плюс. Версия Проф.

63.Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 №208-ФЗ[электронный ресурс]: (ред. от 29.07.2017)// Консультант Плюс. Версия Проф.

64. Эффективная доходность по ОФЗ на 01.01.2017 г., эмитированным на срок 3 года и более. [Электронный ресурс] //Источник: http://www.rusbonds.ru. (дата обращения 23.11.2017)

65.Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22 04.1996 №39-ФЗ [электронный ресурс]: (в ред. от 18.07.2017) // Консультант Плюс. Версия Проф.

66.Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 05.08.2000 N 117-ФЗ (ред. от 03.04.2017) (с изм. и доп., вступ. в силу с 04.05.2017)