

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

«25» 06 2018г.

**ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА**  
(магистерская диссертация)

**ОБЛИГАЦИИ КАК ИНСТРУМЕНТ ФОРМИРОВАНИЯ БАНКОВСКИХ  
РЕСУРСОВ**

38.04.01 Экономика

Магистерская программа «Финансовая экономика (финансомика)»

Выполнил работу  
Студент 2 курса очной формы  
обучения

Ширнин  
Степан  
Сергеевич

Научный руководитель  
д-р экон. наук, доцент

Мирошниченко  
Ольга  
Сергеевна

Рецензент  
Заместитель директора  
Управления внутреннего аудита  
по Западно-Сибирскому банку  
ПАО Сбербанк  
канд. экон. наук

Яковлева  
Татьяна  
Николаевна

г. Тюмень, 2018

Работа выполнена на кафедре финансов, денежного обращения и кредита  
Финансово-экономического института ТюмГУ  
по направлению «Экономика»,  
магистерская программа «Финансовая экономика (финансомика)»

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

## ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	4
ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ВЫПУСКА БАНКОМ ОБЛИГАЦИЙ ДЛЯ ФОРМИРОВАНИЯ РЕСУРСНОЙ БАЗЫ.....	8
1.1. Характеристика ресурсной базы коммерческого банка.....	8
1.2. Облигация как ценная бумага.....	15
1.3. Порядок эмиссии внутренних и международных облигаций российскими коммерческими банками.....	28
ГЛАВА 2. АНАЛИЗ ОБЛИГАЦИЙ В ПАССИВАХ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ РОССИИ.....	42
2.1. Оценка места облигаций в ресурсной базе российского банковского сектора.....	42
2.2. Анализ деятельности российских коммерческих банков по выпуску внутренних и международных облигаций.....	51
ГЛАВА 3. ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ ВЫПУСКА ОБЛИГАЦИЙ РОССИЙСКИМИ КОММЕРЧЕСКИМИ БАНКАМИ.....	65
3.1. Оценка влияния экономико-политических факторов на выпуск облигаций организациями российского банковского сектора.....	65
3.2. Направления развития деятельности российских коммерческих банков по выпуску облигаций.....	75
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	80
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....	83
ПРИЛОЖЕНИЯ.....	92

## ВВЕДЕНИЕ

Важным условием устойчивого развития и совершенствования банковской системы является удлинение ресурсной базы банковского сектора. Для осуществления своей деятельности главные финансовые посредники привлекают ресурсы из самых различных источников. При этом международный опыт и тенденции развития финансового рынка России свидетельствуют о том, что перспективным поставщиком долгосрочных ресурсов в банковскую систему может стать российский фондовый рынок, в частности один из его сегментов – рынок облигаций банковского сектора.

Такая деятельность, как эмиссия облигаций, получила широкое распространение среди российских коммерческих банков сравнительно недавно. Вследствие чего вопросы, связанные с выпуском и обращением этих долговых обязательств мало исследованы. Для изучения перспектив использования банковских облигаций в качестве инструмента привлечения ресурсов необходимо более глубокое исследование их сущности и содержания – этим и обусловлена актуальность выбранной темы.

Цель выпускной квалификационной работы – обобщение теоретических положений и оценка факторов, влияющих на использование российскими коммерческими банками облигаций как инструмента формирования ресурсов.

Для достижения поставленной цели требуется выполнение определенных задач. Таким образом, необходимо:

- дать характеристику ресурсной базы коммерческого банка;
- раскрыть понятие и систематизировать виды облигации как ценной бумаги;
- рассмотреть, как в настоящее время осуществляется эмиссия облигаций коммерческими банками на внутреннем и международном рынке;
- оценить место облигаций в ресурсной базе российского банковского сектора;
- провести анализ деятельности российских коммерческих банков по

выпуску внутренних и международных облигаций;

- выявить факторы и условия, оказывающие влияние на выпуск облигаций организациями российского банковского сектора;
- определить основные проблемы и направления развития деятельности по выпуску облигаций российскими коммерческими банками.

При этом объектом исследования являются непосредственно банковские облигации как особый инструмент привлечения ресурсов, а предметом – совокупность отношений, возникающих в процессе выпуска и обращения облигаций российских коммерческих банков.

Анализ научной литературы по проблематике исследования показал, что в основном внимание уделено вопросам либо формирования ресурсной базы коммерческих банков в целом, либо эмиссионным операциям кредитных организаций на рынке ценных бумаг.

Основные подходы к исследованию вопросов привлечения ресурсов представлены в работах таких отечественных специалистов, как Е. П. Жарковская, Г. Н. Белоглазова, О. С. Мирошниченко, Я. М. Миркин, И. В. Иванова. Различные аспекты эмиссионных операций освещаются в трудах российских исследователей Н. А. Ланцевой, М. Я. Букирь, Т. Г. Гурнович, Т. Я. Натепровой, Т. А. Пановой.

В последние годы многие экономисты отмечают возрастающую необходимость привлечения «длинных денег» в российскую экономику, в том числе в банковский сектор, однако недостаточная разработка теоретических основ по использованию банками инструментов привлечения долгосрочных ресурсов приводит к сложностям:

- в выявлении основных тенденций рынка банковских облигаций;
- в изучении проблем, сдерживающих эмиссию этих долговых инструментов.

В методологическую основу исследования легли системный и вероятностно-статистический подходы. Для решения поставленных задач применялись такие общенаучные методы и приемы, как индукция и дедукция,

анализ и синтез, классификация и группировка, статистическое наблюдение, обобщение, сравнение, а также графические методы представления материала.

Информационной базой при написании работы послужили действующие нормативно-правовые акты Российской Федерации, устанавливающие стандарты эмиссии облигаций и особенности их выпуска кредитными организациями; учебная литература по банковскому делу и рынку ценных бумаг; статьи из финансовых и региональных научных журналов; аналитический материал по российскому банковскому сектору, публикуемый Банком России; данные о выпусках облигаций и рейтингах кредитных организаций с официальных сайтов российских и международных финансовых информационных агентств.

В процессе исследования получены следующие результаты, характеризующие элементы научной новизны работы:

- в результате обобщения теоретических положений, систематизирована и дополнена классификация банковских облигаций;
- на основании результатов анализа данных о выпущенных облигациях российскими коммерческими банками, выявлены основные тенденции банковских облигационных заимствований на внутреннем и международном рынке;
- с использованием разработанных эконометрических моделей выявлены и проанализированы факторы, оказывающие влияние на выпуск облигаций российскими кредитными организациями.

Теоретическая значимость исследования состоит в том, что его результаты дополняют имеющиеся экономико-теоретические представления о банковских облигациях и позволяют получить более полное представление о них как об инструменте привлечения ресурсов.

Практическая значимость исследования состоит в том, что его результаты могут быть использованы коммерческими банками при определении подходящего периода для выпуска облигаций, учете факторов, осложняющих эмиссионную деятельность на соответствующем рынке, и принятии перспектив

использования данного инструмента.

Результаты исследования апробированы на двух международных научно-практических конференциях «Актуальные вопросы теории и практики финансово-хозяйственной деятельности», г. Воронеж, и «Государство и бизнес. Современные проблемы экономики», г. Санкт-Петербург. По итогам участия в конференциях в соответствующих сборниках опубликовано 2 статьи. Выполнение ВКР осуществлялось в рамках научной темы кафедры финансов, денежного обращения и кредита «Финансовая система в условиях циклического развития экономики» (№ государственной регистрации 115050610205).

Выпускная квалификационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложений. Ее содержание изложено на 91 странице, она содержит 11 таблиц, 8 рисунков и 5 приложений. Список использованной литературы включает 74 наименования.

В первой главе отражены теоретические и исторические аспекты выпуска коммерческим банком облигаций для формирования его ресурсной базы: особое внимание уделено способам формирования пассивов, различным видам банковских облигаций и их характеристикам, процедуре эмиссии облигаций коммерческими банками на внутреннем и международном рынке.

Вторая глава содержит аналитические аспекты выпуска облигаций коммерческими банками: рассмотрены выпущенные облигации организациями российского банковского сектора в составе их общей ресурсной базы, внутренние облигации в составе пассивов крупнейших российских коммерческих банков; проанализированы выпуски международных облигаций российских коммерческих банков, а также их эмиссионная активность на соответствующем рынке.

В третьей главе представлены эконометрический анализ выпуска облигаций российскими кредитными организациями, выявленные в ходе этого анализа факторы, оказывающие влияние на данную деятельность, а также проблемы и перспективы, связанные с ней.

# ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ВЫПУСКА БАНКОМ ОБЛИГАЦИЙ ДЛЯ ФОРМИРОВАНИЯ РЕСУРСНОЙ БАЗЫ

## 1.1. Характеристика ресурсной базы коммерческого банка

Для осуществления своей деятельности коммерческие банки должны располагать определенным объемом ресурсов. Специфика банковской деятельности заключается в том, что все банки, с одной стороны, привлекают временно свободные денежные средства из различных источников, а с другой – размещают эти средства, удовлетворяя потребности коммерческого сектора экономики, предприятия которого нуждаются в дополнительных ресурсах, а также населения, отдельные субъекты которого готовы получить необходимые им денежные средства на условиях срочности, платности и возвратности.

Ресурсы коммерческого банка определяют как совокупность собственных средств и обязательств, которые имеются в распоряжении банка и используются им для осуществления активных операций [3, с. 114]. В свою очередь, формирование ресурсов коммерческого банка происходит в результате проведения пассивных операций.

Исходя из определения, банковские ресурсы по способу образования можно разделить на две группы: 1) собственные ресурсы (средства); 2) обязательства.

Собственные ресурсы – средства учредителей (участников) банка, собранные на стадии его создания и представленные в виде уставного капитала, а также другие средства, которые составили в процессе деятельности необходимые для банка фонды [14, с. 169].

Обязательства – средства клиентов коммерческого банка, полученные на возвратной основе, а также средства, заимствованные в банковском секторе [2, с. 121-122]. К обязательствам также следует отнести денежные средства, заимствованные банком на рынке капиталов.

Коммерческие банки имеют некоторые отличия от других субъектов экономики. Поэтому, с учетом того, что они являются главными финансовыми



посредниками, на долю их собственных ресурсов приходится лишь около 15-20% от их общего количества [56, с. 109].

Вместе с этим существуют и такие банки, доля собственных ресурсов которых превышает долю обязательств. Это может зависеть от различных факторов: особенность деятельности банка, величина уставного капитала, время существования банка.

По-другому всю совокупность банковских ресурсов называют ресурсной базой. Ресурсная база изнутри – достаточно подвижная структура. Коммерческие банки ежедневно привлекают большое количество ресурсов из разных источников, однако при этом абсолютная величина банковских ресурсов может не изменяться, так как одновременно могут погашаться обязательства банка перед своими клиентами или кредиторами, что может привести, наоборот, к уменьшению количества ресурсов, имеющих в распоряжении у банка.

Однако следует учесть, что даже при подобных ежедневных колебаниях размера банковских ресурсов их суммарный показатель за отчетный месяц или год имеет относительно постоянный количественный уровень или тенденцию [51, с. 189].

Собственные средства – это важная составляющая ресурсной базы коммерческого банка. К ним относятся уставный капитал, резервный фонд, добавочный капитал, а также нераспределенная прибыль.

Уставный капитал формируется на этапе создания коммерческого банка из суммы взносов его участников, которые производятся напрямую, если банк создан в форме общества с ограниченной ответственностью, или через покупку акций в случае образования акционерного общества, и определяет минимальный размер имущества, гарантирующего интересы ее кредиторов [16].

На сегодняшний день минимальный размер уставного капитала вновь регистрируемого банка на день подачи ходатайства о государственной регистрации и выдаче лицензии на осуществление банковских операций устанавливается в сумме 300 млн. рублей для коммерческого банка с базовой лицензией и 1 млрд. рублей для коммерческого банка с универсальной лицензией

[34].

Резервный фонд – это часть собственных ресурсов банка, которая образуется за счет ежегодных отчислений от прибыли. Резервный фонд создается в целях покрытия убытков банка, которые могут возникать в процессе его деятельности, и увеличения уставного капитала банка путем капитализации.

Добавочный капитал включает следующие компоненты: прирост стоимости имущества при переоценке; положительная переоценка ценных бумаг; эмиссионный доход (разница между ценой размещения акций при эмиссии и их номинальной стоимостью); имущество, безвозмездно полученное от организаций и физических лиц.

Деятельность коммерческого банка, как и любой другой коммерческой организации, направлена на получение прибыли. Если эта прибыль не была распределена среди участников (акционеров) банка или израсходована на какие-либо другие цели, то она также относится к собственным средствам в виде нераспределенной прибыли [61, с. 49-50].

Следует отметить, что в банковском деле важно различать собственные средства, которые отражаются как капитал в бухгалтерском балансе банка, и собственный капитал, величина которого рассчитывается в регулятивных целях надзорных органов (регулятивный капитал).

Во втором случае собственный капитал – это показатель, используемый при оценке стабильности, устойчивости и реальной возможности банковского учреждения справляться с рисками. Его величина применяется при расчете различных пруденциальных нормативов.

Согласно ст. 62 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» от 10.07.2002 № 86-ФЗ Банк России может устанавливать нормативы достаточности собственных средств (капитала). Так, Н1.0 (норматив достаточности капитала) – основной норматив, который должны соблюдать все кредитные организации. Формулу расчета составляет соотношение собственных средств и активов банка, скорректированных с учетом рисков. Минимальное значение, установленное Банком России, составляет 8 %

[41].

Среди источников собственного капитала следовало бы отдельно выделить субординированный кредит (депозит, заем, облигационный заем). По своей сути это младший долг, то есть кредит (депозит, заем, облигационный заем), требования по которому, в случае банкротства или ликвидации организации, удовлетворяются только после удовлетворения требований всех иных кредиторов.

Субординированный кредит (депозит, заем, облигационный заем) привлекается кредитной организацией на срок не менее пяти лет, он не может быть истребован кредитором до окончания срока действия договора, если заемщик не нарушает его условия [34].

Преобладающая часть ресурсной базы коммерческого банка формируются за счет обязательств. По мере увеличения продолжительности работы кредитной организации ее роль значительно возрастает. Таким образом, при достижении банком такого этапа жизненного цикла предприятия, как стабильность, доля обязательств среди общего объема банковских ресурсов составляет около 80% [48].

Как в отечественной, так и зарубежной практике все источники этой части ресурсов принято разделять на депозитные и недепозитные.

Депозитные – это форма привлечения ресурсов, при которой клиенты предоставляют банку на возвратной основе свои собственные средства на временное пользование.

Недепозитные – это форма привлечения ресурсов, при которой банк получает средства от клиентов в виде займов или размещения собственных долговых обязательств [51, с. 192].

Существует два основных вида депозитов, предлагаемых коммерческими банками: депозиты до востребования и срочные депозиты.

По депозитам до востребования срок не фиксируется, при этом допускается свободное пополнение счетов и вывод денежных средств с них по первому требованию клиента. В связи с этим коммерческий банк выплачивает

владельцам данных счетов самый низкий процент или же вообще ничего не платит.

Срочные депозиты открываются на определенный срок, в течение которого ограничивается снятие и пополнение денежных средств. По таким депозитам банк выплачивает более высокие проценты. В случае досрочного изъятия клиентом своих средств банк выплачивает меньший процент или не выплачивает его совсем [14, с. 193].

Депозитные и сберегательные сертификаты – ценные бумаги, удостоверяющие сумму депозита (вклада), внесенного в банк юридическим или физическим лицом, и права вкладчика на получение по истечении установленного срока суммы депозита (вклада) и обусловленных процентов. Право выпуска таких ценных бумаг предоставлено только кредитным организациям после регистрации условий их выпуска и обращения в Банке России.

Банковские сертификаты имеют некоторые преимущества перед срочными депозитами. Во-первых, существует возможность передачи сертификата другому лицу, даже если этот сертификат является именной, а не на предъявителя (в порядке цессии). Во-вторых, банковский сертификат можно использовать в качестве залога в кредитных организациях, что указывает на приемлемую ликвидность этого инструмента [14, с. 268].

Одним из инструментов, с помощью которого коммерческие банки могут пополнять свою ресурсную базу является межбанковский кредит. Время от времени все коммерческие банки имеют излишек или недостаток кредитных ресурсов. В случае недостатка – у коммерческого банка есть вариант обратиться на межбанковский рынок, где временно свободные денежные ресурсы кредитных организаций привлекаются и размещаются банками между собой. Межбанковское кредитование осуществляется в целях поддержания ликвидности банка, а также обеспечения рентабельности вложения средств. Межбанковский кредит – довольно дорогостоящий по отношению к другим источникам ресурс, однако, в отличие от депозитов, по нему не устанавливаются

резервные требования [2, с. 133].

К недепозитным источникам банковских ресурсов относятся такие долговые ценные бумаги, как векселя. Вексель – это ценная бумага (письменное денежное обязательство), оформленная по строго установленной форме, которая дает право ее владельцу (векселедержателю) на получение от должника обозначенной в ней суммы в конкретном месте.

Как эмитент коммерческий банк выпускает только простые векселя. Они применяются для быстрых и удобных расчетов за товары, работы, услуги; для выгодного вложения денежных средств с целью получения дохода, а также для использования в качестве обеспечения при получении в банке кредита или гарантии.

Вексель сочетает в себе свойства ценной бумаги, расчетного средства, а также долгового обязательства. Отсюда его следующие преимущества: высокая ликвидность, залоговая ценность, простота выпуска (отсутствие необходимости регистрации эмиссии), возможность использования в качестве платежного средства [14, с. 265].

Для привлечения денежных средств коммерческие банки выпускают также облигации. Облигация является эмиссионной долговой ценной бумагой и удостоверяет отношения займа между владельцем облигации и банком, который ее выпустил.

На этапе формирования современной инфраструктуры отечественного рынка ценных бумаг такими эмитентами, как коммерческие банки, облигации стали выпускаться в 1990-х годах. Впервые, банковские облигации были размещены в апреле 1994 г. коммерческим банком ООО «Донинвест». Это были трехлетние документарные облигации на предъявителя с датой погашения 1 мая 1997 года [18].

Сравнивая все источники банковских ресурсов между собой, можно выделить основные преимущества и недостатки такого инструмента, как облигации.

Выпуск облигаций используется банками с целью привлечения денежных

средств на финансовом рынке, в частности, рынке капитала. Следовательно, банк имеет возможность сформировать положительную публичную кредитную историю и, тем самым, повысить свой имидж среди клиентов и партнеров. Более того, облигации позволяют привлечь так называемые «длинные ресурсы». Это обусловлено особенностью данных ценных бумаг: срок, на который привлекаются денежные средства путем выпуска облигаций, составляет в среднем от 5 до 7 лет [18]. Вместе с тем, и суммы, которые можно заимствовать на рынке облигаций, достаточно крупнее тех, что готовы предоставить отдельно взятые клиенты или банки.

Однако с точки зрения стоимости аккумулируемых финансовых ресурсов наиболее дешевым вариантом являются депозитные источники. Это связано с тем, что эмиссия облигаций – достаточно сложная процедура: она требует времени и дополнительных затрат, связанных с регистрацией и размещением ценных бумаг (рекламные кампании, презентации, оплата услуг юристов и андеррайтеров, госпошлины, биржевые сборы) [47, с. 71]. Несмотря на это, с учетом более низкой процентной ставки облигации обходятся дешевле, чем межбанковские кредиты.

С точки зрения выбора инструмента для инвестирования облигации, выпущенные коммерческими банками, также имеют свои преимущества относительно депозитных источников привлечения ресурсов. Например, процентная ставка по депозитам относительно ниже процентной ставки по банковским облигациям [57, с. 144]; облигация – ценная бумага, следовательно, существует возможность ее перепродажи на рынке, а также возможность ее покупки на организованной площадке по рыночной цене; при досрочном расторжении вклада теряются накопленные проценты, по облигациям накопленный доходный купон будет выплачен (в случае, если облигация купонная).

Так, среди всех источников привлечения банковских ресурсов можно выделить большое количество финансовых инструментов, одним из которых является облигация.

## 1.2. Облигация как ценная бумага

Облигация – это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент и (или) дисконт [37]. Такая трактовка данного термина дается в Федеральном законе от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Так как облигация – это эмиссионная ценная бумага, значит, ее выпускает эмитент. Эмитент – это организация, которая отвечает за выплату процентов и основной суммы держателю облигаций (инвестору), как правило, через платежного агента.

В учебной литературе облигацию, чаще всего, определяют как соглашение, в соответствии с которым эмитент принимает обязательство возратить инвестору занятую у него сумму. При этом дополнительно указывается, что облигация фактически представляет собой документ, подтверждающий наличие долга, который можно продавать и покупать [58, с. 25].

История возникновения первых облигаций насчитывает уже более пяти веков. Изначально они представляли собой долговые расписки и по своей сути были аналогичны векселям. В таком виде они появились еще в XVI в. во Франции, а позже в Голландии, в результате преследования ортодоксальной церковью ростовщиков. Чтобы избежать преследования, был найден способ в выдаче этой самой облигации, что позволяло трактовать действия займодавца не как ростовщическую операцию, а как покупку определенного потока доходов. Таким образом, облигация представляла собой единый бланк (сумма не дробилась), где четко отмечался срок оплаты (погашения) и процент (доход и сумма к возврату), в то время такие бумаги не были унифицированы или как-либо стандартизированы. Следует отметить, что долгое время текст на облигациях во многих странах мира писали на французском: традиция

сохранялась до начала XX в.

Возникновение данного финансового инструмента в России имеет также глубокую историю. До 1917 года она во многом повторяет процессы в зарубежных странах. Первые полноценные облигации были подготовлены к выпуску в 1809 году: это были государственные облигации Российской империи. Однако с учетом ряда неудобств по своему содержанию размещение ценных бумаг имело полный провал. За весь период с начала XIX в. до 90-х годов XX в. зарегистрировано еще много выпусков государственных облигаций, их размещение происходило с разным успехом.

Первые современные облигации выпущены в период становления нынешнего рынка ценных бумаг России (начало 1990-х годов). Они имели стандартизированную форму и размещались в соответствии с законодательством РФ [15, с. 37-38].

В настоящее время облигации обладают следующими основными характеристиками.

Номинальная стоимость (номинал) – сумма в обозначенной валюте, которую эмитент намерен взять в долг у инвестора, а также в определенный срок согласен ее возратить.

Рыночная цена – постоянно меняющаяся в зависимости от текущей конъюнктуры рынка процентных ставок, а также спроса и предложения стоимость облигации на определенный момент времени; она определяется на бирже в процессе торгов и котируется в процентах от номинала облигации, то есть может быть выше (например, 102,4 %) или ниже (98,9 %) номинала.

Купон – процентная ставка, которую эмитент выплачивает инвестору; это может быть фиксированная величина, установленная как процент от номинальной суммы облигации, или плавающая, привязанная к какому-либо показателю, например, к ставке LIBOR.

Дисконт – разница между ценой размещения и номиналом облигации. В практике встречаются такие облигации, у которых нет купона (облигации с нулевым купоном или бескупонные облигации); они размещаются на рынке по



цене ниже номинала, следовательно, в данном случае основным доходом для инвестора будет являться дисконт.

Дата погашения – день, когда эмитент выкупает облигации у держателя.

Срок погашения – это период с даты выпуска по дату погашения ценных бумаг.

Амортизация – это выплата долга по облигациям посредством регулярных платежей; к ней прибегает заемщик для того, чтобы не изыскивать значительную сумму денежных средств (номинальную стоимость) в день погашения облигации [65].

Облигация удостоверяет отношения займа между ее владельцем (инвестором) и эмитентом. Исходя из вышеуказанных характеристик облигаций владение ими дает следующие преимущества инвестору перед акционерами (владельцами акций):

- облигация приносит гарантированный доход;
- являются менее рисковыми по сравнению с другими финансовыми инструментами.

Помимо этого, выплата купона носит обязательный характер, поэтому она производится в первую очередь, то есть до начисления дивидендов по акциям; и если акционерное общество становится банкротом, то первоочередно погашаются его обязательства перед держателями облигаций, а только потом оставшиеся активы распределяются между акционерами; доходы от вложений в определенные виды облигаций могут подлежать льготному налогообложению [26, с. 37].

Так, главными доводами в пользу выпуска организацией облигаций являются следующие.

Облигации могут оказаться более дешевым источником ресурсов, чем акции, поскольку их относительная надежность и низкий риск не позволяют инвесторам рассчитывать на такую же доходность, что и у акций. Процентные платежи могут быть ниже дивидендов. Облигации не приводят к раздвоению прав собственности на компанию. Долговое обязательство не связано с правом

собственности: оно не дает права голоса или права на участие в прибылях компании.

Вместе с тем, выпуск облигаций производится быстрее, чем выпуск акций; по облигациям может устанавливаться срок заимствования в соответствии с существующими потребностями финансирования [50, с. 28].

Основные свойства облигации как ценной бумаги: во-первых, облигация выражает заемно-долговые отношения между эмитентом и инвестором; во-вторых, она самостоятельно обращается на фондовом рынке до срока погашения эмитентом и имеет собственный курс (рыночную цену); в-третьих, обладает доходностью и определенной ликвидностью, которые зависят от надежности эмитента [65].

С учетом всех основных характеристик и свойств, присущих облигациям, данные ценные бумаги можно классифицировать по различным признакам.

Так как выпуском облигаций могут заниматься разные по своему функциональному назначению субъекты экономики, то, в первую очередь, облигации делятся на виды в зависимости от эмитента:

- государственные облигации;
- муниципальные облигации;
- корпоративные облигации [63, с. 341].

В зарубежной практике государственные облигации принято называть правительственными облигациями. Как правило, в процессе управления государством правительства тратят больше денег, чем получают в виде налоговых платежей. Следовательно, существует необходимость покрытия дефицита бюджета, которую они осуществляют путем выпуска и продажи долговых инструментов в виде ценных бумаг. Например, государственные облигации РФ представляют собой займы Правительства РФ, осуществляемые на внутреннем и международном рынке. Эти займы используются для финансирования дефицита бюджета РФ, целевых программ, поддержки предпринимательства и других социально значимых объектов [50, с. 78].

К муниципальным облигациям в России относят облигации, выпущенные

субъектами РФ и муниципальными образованиями. Несмотря на значительное развитие рынка муниципальных облигаций в 2001-2008 гг., в настоящее время он остается низколиквидным.

Корпоративные облигации выпускаются юридическими лицами для финансирования своей деятельности. Для корпораций выпускаемые ими облигации являются долгосрочным долговым инструментом. Среди корпоративных облигаций в зависимости от сферы деятельности эмитента выделяют следующие виды облигаций: промышленные, коммунальные, банковские и пр. [9, с. 129].

Особое место среди них занимают банковские облигации. Они, как правило, несут в себе меньший риск по сравнению с остальными корпоративными облигациями и имеют большой удельный вес в отраслевой структуре рынка корпоративных облигаций РФ [58, с. 26].

Банковские облигации в свою очередь можно классифицировать по ряду признаков, так как банки наравне с другими экономическими субъектами могут осуществлять эмиссию совершенно различных по своим свойствам и характеристикам облигаций. Виды банковских облигаций представлены на схеме (см. приложение 1).

В случае с облигациями важно различать внутренний и зарубежные рынки, в совокупности образующие международный рынок. В зависимости от этого облигации делятся на внутренние и международные [27, с. 55]. Особое значение имеют международные облигации. Это те облигации, которые размещаются для эмитента на зарубежных рынках или внутреннем и зарубежных одновременно.

Существует три основных вида международных облигаций:

- иностранные облигации;
- еврооблигации;
- глобальные облигации.

Исторически первыми появились иностранные облигации. Это ценные бумаги, которые выпускаются иностранным заемщиком на внутреннем рынке какой-либо страны в валюте этого рынка. Выпуск иностранных облигаций

регулируется национальными органами власти той страны, в которой размещаются данные облигации [66].

Так, если, к примеру, Сбербанк выпускает облигации на китайском рынке в юанях, то они будут классифицироваться как иностранные облигации. Однако, в отличие от крупных зарубежных банков (Morgan Stanley, Lloyds Bank, BPCE), российские банки практически не выходят на внутренние рынки облигаций других стран. Наибольший интерес у них вызывает такой инструмент, как еврооблигации [73], [69], [18].

Еврооблигации – необеспеченные долговые инструменты, выпускаемые эмитентом за пределами внутреннего рынка, в валюте которого происходит деноминация.

Еврооблигации как ценные бумаги обладают следующими характерными особенностями:

- их размещение осуществляется одновременно на рынках нескольких стран, в отличие от иностранных облигаций, которые выпускаются нерезидентами на внутреннем рынке какой-либо страны;
- их размещение осуществляется международным синдикатом финансовых институтов;
- валюта еврооблигационного займа чаще всего является иностранной для заемщика [63, с. 416].

Толчком, инициировавшим выпуск еврооблигаций, послужило введение США в 1962 году уравнивающего налога на процентный доход, который должен был уменьшить отток долларов и снизить интерес инвесторов к приобретению иностранных облигаций.

Так, в 1963 году впервые были выпущены еврооблигации: итальянская государственная компания дорожного строительства Autostrade осуществила выпуск облигаций в долларах США, а британский банк SG Warburg разместил их на рынке. В конце 60-х и начале 70-х годах XX в. крупные корпорации в поисках более дешевых источников финансирования переключились на выпуск еврооблигаций. Это связано с тем, что операции с еврооблигациями, в отличие

операций с иностранными облигациями, как бы «ускользают» от валютного и налогового законодательства той страны, на рынке которой размещены облигации [50, с. 62-63].

В качестве отдельного вида еврооблигаций выделяют облигации «драгон». Они могут выпускаться в любой валюте, но обычно в долларах США, размещаются на азиатском рынке и имеют листинг как минимум на двух из следующих бирж – гонконгской, сингапурской или тайваньской. Это и является главной отличительной особенностью указанных облигаций [50, с. 66].

К разряду международных облигаций относят так называемые глобальные облигации. Они размещаются одновременно на рынке еврооблигаций и на одном или нескольких национальных рынках. Впервые такие облигации были выпущены Всемирным банком в 1989 году. Это были долговые обязательства сроком на 10 лет, размещенные на американском рынке (Yankee) и рынке еврооблигаций [50, с. 56]. Глобальные облигации активно выпускают крупные зарубежные компании, в том числе банки [70].

По наличию информации о владельцах выделяют облигации именные (выпускаются только в бездокументарной форме) и на предъявителя (выпускаются только в документарной форме). Данные о покупателе именных облигаций заносятся в соответствующие документы эмитента (реестр), выпустившего эти облигации. При перепродаже таких облигаций часто возникают сложности в связи с перерегистрацией ценной бумаги, которая занимает определенное время. Облигации на предъявителя продаются свободно и не доставляют лишних неудобств владельцам [29].

В зависимости от наличия обеспечения облигации могут быть обеспеченными и необеспеченными. Первыми являются облигации, исполнение обязательств по которым обеспечивается залогом собственного имущества, поручительством, гарантией или залогом ипотечного покрытия. Вторые представляют собой общее право требования, они не имеют специального обеспечения: в этом случае владельцы облигаций не имеют какой-либо дополнительной защиты.

Обеспечением по облигациям может быть:

- залог (облигации с залоговым обеспечением);
- залог ипотечного покрытия (облигации с ипотечным покрытием);
- поручительство;
- банковская гарантия;
- государственная гарантия;
- муниципальная гарантия.

Предметом залога по облигациям с залоговым обеспечением могут быть:

- ценные бумаги;
- недвижимое имущество.

Предварительно предмет залога подлежит оценке оценщиком [3, с. 146-147].

По облигациям с ипотечным покрытием в качестве такого покрытия могут выступать:

- обеспеченные ипотекой требования о возврате основной суммы долга и об уплате процентов по кредитным договорам и договорам займа, в том числе удостоверенные закладными;
- ипотечные сертификаты участия, которые удостоверяют долю их владельца в праве общей собственности на другое ипотечное покрытие;
- денежные средства в валюте РФ или иностранной валюте;
- государственные ценные бумаги РФ;
- государственные ценные бумаги субъектов РФ;
- недвижимое имущество, приобретенное эмитентом при обращении на него взыскания в случае неисполнения или ненадлежащего исполнения обеспеченного ипотекой обязательства, входившего в состав ипотечного покрытия облигаций [7, с. 75].

Недвижимое имущество, которое входит в состав ипотечного покрытия, также подлежит оценке оценщиком.

Ипотечное покрытие может быть заложено в обеспечение исполнения

обязательств по облигациям двух выпусков и более. При этом в случае эмиссии облигаций с одним ипотечным покрытием двух выпусков и более эмитент вправе установить очередность исполнения обязательств по облигациям с ипотечным покрытием различных выпусков. В этом случае погашение облигаций и выплата процентов по ним осуществляются в соответствии с Законом об ипотечных ценных бумагах в порядке установленной очередности. Размер ипотечного покрытия облигаций, а также условия исполнения обеспеченных ипотекой требований должны обеспечивать полноту и своевременность исполнения обязательств по облигациям с данным ипотечным покрытием [39].

Договор поручительства, которым обеспечивается исполнение обязательств по облигациям эмитента, предусматривает только солидарную ответственность поручителя и эмитента за неисполнение или ненадлежащее исполнение обязательств по облигациям. Причем срок действия поручительства должен превышать срок исполнения обязательств не менее чем на один год.

Банковская гарантия должна быть выдана не менее чем на шесть месяцев и превышать дату погашения облигаций, обеспеченных такой гарантией. Она не может быть отозвана, а ее условиями должно быть предусмотрено, что права требования к гаранту переходят к лицу, которому уступлены права на облигацию. Банковская гарантия предусматривает также только солидарную ответственность гаранта и эмитента за неисполнение и ненадлежащее исполнение обязательств по облигациям [37].

Государственная и муниципальная гарантии по облигациям предоставляются в соответствии с бюджетным законодательством РФ и законодательством РФ о государственных (муниципальных) ценных бумагах.

При выпуске облигаций кредитными организациями предоставление обеспечения третьими лицами требуется в двух случаях:

- если кредитная организация существует менее двух лет;
- если кредитная организация выпускает облигации на сумму, превышающую размер уставного капитала (при условии, что организация существует более двух лет).

В первом случае обеспечение предоставляется на всю сумму выпуска облигаций, а во втором – не меньше, чем на сумму превышения размера уставного капитала [3, с. 146-148].

По порядку определения способа получения дохода выделяют дисконтные и процентные облигации.

Дисконтная облигация – это такая облигация, доходом по которой является дисконт. Такие облигации продаются по цене ниже номинала, отсюда и формируется дисконт, который составит доход инвестора по этой ценной бумаге. Чем ближе дата погашения облигации, тем выше рыночная цена облигации. По-другому такой вид облигации называют бескупонной облигацией или облигацией с нулевым купоном [63, с. 346].

Процентная облигация – это такая облигация, доходом по которой является периодический купонный процент. По-другому такой вид облигации называют купонной облигацией. Облигации с купоном являются наиболее распространенным видом облигаций. В свою очередь такие облигации еще подразделяются на два вида: 1) облигации с фиксированной процентной ставкой; 2) облигации с плавающей процентной ставкой.

По облигациям первого вида инвестору выплачивается неизменный процент. По облигациям второго вида выплачивается переменный процент, связанный с каким-либо финансовым показателем [50, с. 81-83].

По возможности конвертации могут выпускаться конвертируемые и неконвертируемые облигации.

Конвертируемая облигация – это долговой инструмент, дающий владельцу право, но не обязывающий его обменять облигацию и все оставшиеся купоны на акции определенной категории или другие долговые инструменты эмитента по заранее установленной цене в заранее установленную дату.

По неконвертируемым облигациям такое право у владельцев отсутствует [37].

В зависимости от срока обращения выделяют краткосрочные (от 1 года до 3 лет), среднесрочные (от 3 до 7 лет), долгосрочные (от 7 до 30 лет) и бессрочные



(не установлен конкретный срок обращения облигаций). Несмотря на отсутствие конкретного срока погашения бессрочных облигаций, такие облигации выпускаются вполне на определенный период, то есть имеют оговоренные условия, при которых они будут выкуплены у держателей [9, с. 134].

По возможности досрочного погашения различают облигации с правом досрочного погашения, и облигации, по которым досрочное погашение не предусмотрено. Следует отметить, что в одном случае право досрочного погашения существует у инвестора, то есть у него существует реальная возможность досрочно предъявить облигацию к погашению. Такие облигации симметричны отзывным облигациям, которые в свою очередь предусматривают право эмитента досрочно выкупить облигацию у инвестора по заранее оговоренной цене [50, с. 94].

В зависимости от способа погашения различают облигации с единовременным сроком погашения и облигации с погашением по сериям в определенные сроки.

По валюте номинала облигации классифицируются на облигации, номинированные в национальной валюте страны эмитента, и облигации, номинированные в иностранной валюте [29].

В зависимости от способа размещения различают облигации, размещаемые посредством открытой подписки – среди неограниченного круга инвесторов, и закрытой подписки – среди ограниченного круга [38].

Выходя на рынок облигаций, коммерческие банки могут преследовать разные цели. В соответствии с этим был выделен дополнительный критерий классификации облигаций.

Во-первых, облигации могут быть выпущены с целью пополнения ресурсной базы для последующего расширения активных операций. В данном случае, интерес коммерческих банков связан с выполнением их основных функций: аккумуляция и мобилизация временно свободных денежных средств.

Для осуществления стандартного набора активных операций коммерческий банк выпускает обычные облигации, которые позволяют

удлинять его ресурсную базу.

Для финансирования каких-либо проектов банк выпускает целевые облигации, среди которых также выделяют отдельные виды.

Последнее время набирают популярность «зеленые» облигации. Это долговые инструменты, используемые для привлечения средств на проекты, связанные с возобновляемой энергией, повышением энергоэффективности, экологически чистым транспортом или низкоуглеродной экономикой. Первыми эмитентами таких облигаций стали Всемирный банк и Европейский инвестиционный банк (в 2007 году). Эти организации имели преимущество над эмитентами национального и субнационального уровней как с точки зрения получения доступа к потенциальным инвесторам, так и с точки зрения инвестиционного рейтинга [5]. В настоящее время эмиссией «зеленый» облигаций в том числе занимаются крупные зарубежные корпорации, инвестиционные и коммерческие банки (JP Morgan, Bank of America Merrill Lynch, HSBC Holdings) [71].

Во-вторых, облигации могут быть выпущены с целью увеличения регулятивного капитала и его поддержания в требуемом законодательством размере.

Для такой цели коммерческие банки выпускают субординированные облигации. Субординированные (второстепенные) облигации представляют собой необеспеченные долговые обязательства, при использовании которых степень притязаний на активы самая низкая по сравнению с остальными классами долговых обязательств. Поэтому в случае ликвидации банка имущественные претензии держателей его субординированных облигаций удовлетворяются только после того, как будут полностью удовлетворены имущественные претензии всех «старших» кредиторов [29].

Привлечение ресурсов для коммерческого банка за счет выпуска облигаций может осуществляться не всегда от лица самой организации. В связи с этим необходимо различать облигации, выпущенные с участием специально созданной компании (SPV, Special Purpose Vehicle) и без ее участия.

В стандартном примере выпуска облигаций (без участия SPV) эмитентом является сам коммерческий банк, который заинтересован в привлечении денежных ресурсов.

При участии SPV в сделке по выпуску облигаций, денежные средства от продажи которых фактически будут переданы в использование коммерческому банку, эмитентом является SPV.

Для примера можно привести сделку по выпуску нот участия в кредите (LPN – Loan Participation Note). Это среднесрочная ценная бумага (нота), одна из возможных структур выпуска еврооблигаций, позволяющая инвесторам приобрести доли в выданном заемщику кредите или кредитном портфеле. Кредит предоставляет эмитент нот – SPV, зарегистрированная в юрисдикции, обладающей соглашением об избежании двойного налогообложения с Россией; заемщиком же является банковская кредитная организация [33].

Для наглядности схема совершения операций в подобного рода механизмах представлена на рисунке 1.1.

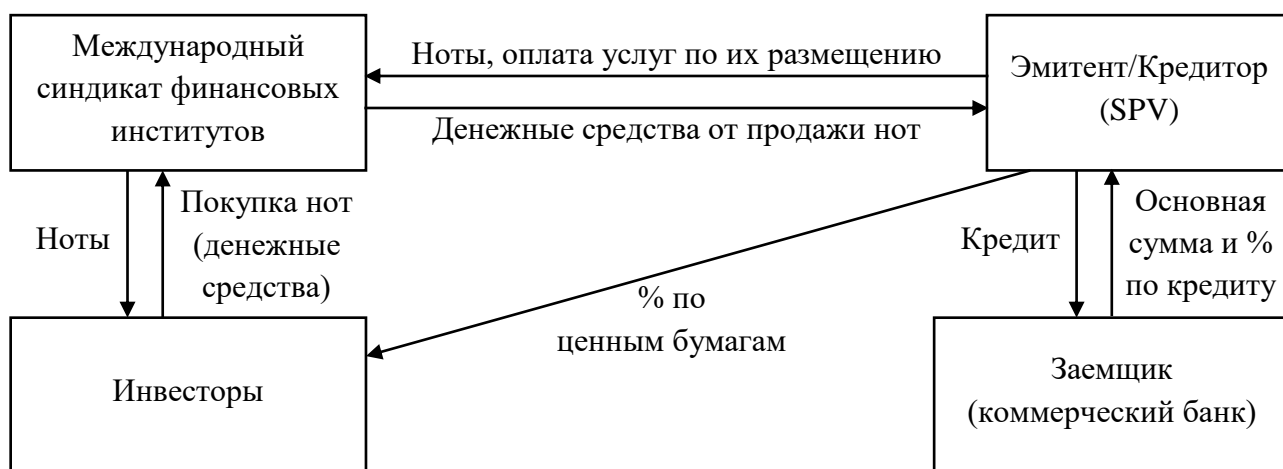


Рисунок 1.1 – Схема выпуска нот участия в кредите (LPN)

Источник: составлено на основе [33], [47]

Так, через эмитента нот и одновременно кредитора (SPV) коммерческого банка проходят входящие потоки платежей по основной сумме долга и процентам по кредиту, а также исходящие потоки платежей по оплате услуг организаторов и андеррайтеров еврооблигационного займа и по оплате

процентов по ценным бумагам. Размещение ценных бумаг осуществляет международный синдикат финансовых институтов.

Важно понимать, что принадлежность SPV, выпускающей кредитные ноты, для инвестора особой роли не играет, так как кредитный риск связан напрямую с заемщиком. Единственная цель существования SPV – это провести выдачу кредита, а затем – обратные потоки денежных средств. SPV не может принимать никаких самостоятельных решений, так как она является всего лишь связующим звеном в налаженном механизме для удобной связи инвесторов и конечного заемщика.

LPN – это кредитные ноты, обладающие всеми атрибутами настоящих евробондов. Они обращаются, в основном на внебиржевом рынке, хотя формальные условия выпуска часто требуют регистрации на одной из европейских фондовых бирж. Осуществление сделок с еврооблигациями происходит с использованием депозитарно-клиринговых систем Euroclear и Clearstream (обязательное условие) [47, с. 185-186].

Российскими заемщиками данный механизм используется еще с начала 2000-х годов [18] – он признан рынком, поэтому операционные риски подобных структур в большинстве случаев являются весьма низкими.

### 1.3. Порядок эмиссии внутренних и международных облигаций российскими коммерческими банками

На современном этапе различные инвесторы предпочитают вкладывать свободные денежные средства в различные банковские инструменты, в том числе и ценные бумаги, выпущенные кредитными организациями.

Вместе с этим политика коммерческих банков в части формирования ресурсной базы направлена на совершенствование форм привлечения свободных денежных средств юридических лиц и населения, поддержание ликвидности и оптимизацию структуры пассивов путем эмиссии ценных бумаг.

Одним таким инструментом, способствующим к осуществлению банками их экономической политики, является облигация.

Эмиссия ценных бумаг – это последовательность действий, совершаемых эмитентом, по размещению эмиссионных ценных бумаг.

Выпуск эмиссионных ценных бумаг – это совокупность ценных бумаг одного эмитента, предоставляющих одинаковый объем прав их будущим владельцам и имеющих одинаковую номинальную стоимость.

Следует отметить, что изначально, выпуская облигации, коммерческие банки преследуют определенные цели. Основная из них – это привлечение дополнительных инвестиционных средств без угрозы вмешательства их держателей-инвесторов в управление финансово-хозяйственной деятельностью банка.

Помимо этого, эмиссия облигаций может осуществляться в целях:

- создания механизма формирования рыночных цен на облигации банка;
- секьюритизации активов;
- укрепления имиджа банка в качестве надежной и стабильной кредитной организации и др. [26, с. 37].

Стандартная процедура эмиссии внутренних облигаций и остальных эмиссионных ценных бумаг с государственной регистрацией носит последовательный характер.

Основные положения об эмиссии ценных бумаг отражены в Федеральном законе от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», а особенности процедуры эмиссии облигаций кредитных организаций на территории РФ – в соответствующей Инструкции Банка России от 27.12.2013 № 148-И «О порядке осуществления процедуры эмиссии ценных бумаг кредитных организаций на территории РФ» [36].

При этом условия выпуска облигаций акционерными обществами и обществами с ограниченной ответственностью указаны в следующих нормативно-правовых актах: Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах», Федеральный закон от 08.02.1998 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью». Данные условия:

- выпуск облигаций допускается только после полной уплаты уставного

капитала;

– выпуск облигаций без обеспечения допускается на третьем году деятельности общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов общества;

– номинальная стоимость всех выпущенных обществом облигаций не должна превышать размер его уставного капитала либо величину обеспечения, предоставленного третьими лицами для цели выпуска облигации [40].

Существуют также отдельные условия, касающиеся выпуска облигаций, конвертируемых в акции (только для акционерных обществ). В них указано, что при размещении облигаций, конвертируемых в акции определенной категории, количество объявленных акций этой категории должно быть не менее количества, необходимого для конвертации в течение срока обращения этих облигаций [24].

Во избежание непредвиденных последствий эмитент может создавать специальный выкупной фонд для погашения облигаций (отложенный фонд), отчисляя в него, обычно ежемесячно, установленную сумму долга, чтобы к дате погашения займа иметь необходимый объем финансовых ресурсов.

Такой фонд гарантирует выкуп облигаций, что привлекательно для инвесторов, но несколько обременительно для эмитента, так как фактически он заранее должен оплатить часть выпущенного займа [31, с. 151-152].

Согласно действующему законодательству процедура эмиссии облигаций включает в себя пять основных этапов (см. рисунок 1.2):

- 1) принятие эмитентом решения, являющегося основанием для размещения облигаций;
- 2) утверждение решения о выпуске (дополнительном выпуске) облигаций;
- 3) государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) облигаций;
- 4) размещение облигаций;
- 5) государственная регистрация отчета об итогах выпуска

(дополнительного выпуска) облигаций [67].

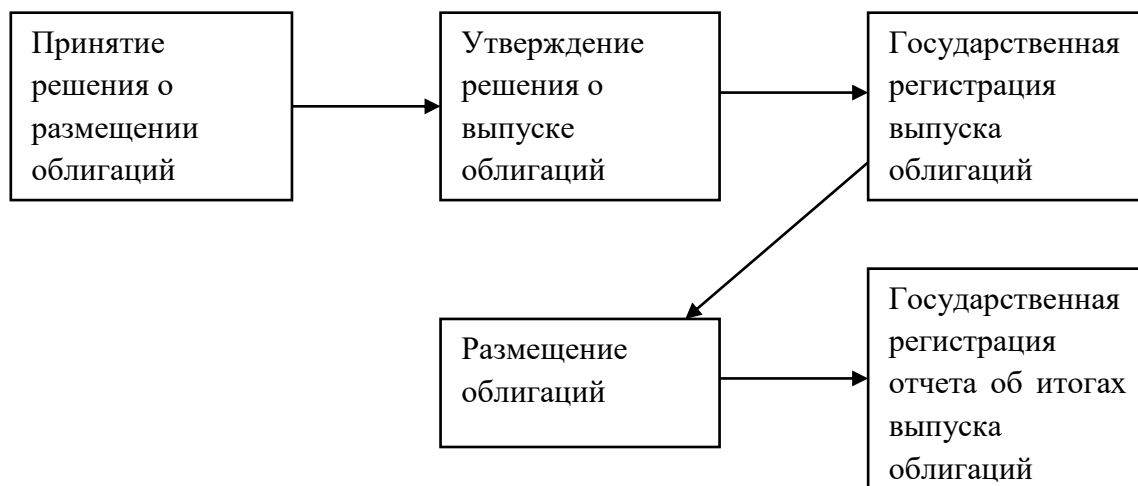


Рисунок 1.2 – Основные этапы процедуры эмиссии облигаций в РФ

Источник: [67]

На первом этапе принимается решение о выпуске ценных бумаг. Решение принимается тем органом кредитной организации, который наделен в этой сфере полномочиями в соответствии с законодательством РФ и уставом кредитной организации, то есть советом директоров или наблюдательным советом.

Решение о выпуске облигаций должно содержать:

- наименование и юридический адрес эмитента;
- дату принятия решения о размещении облигаций;
- наименование уполномоченного органа эмитента, принявшего это решение;
- дату утверждения решения о выпуске облигаций;
- наименование уполномоченного органа эмитента, утвердившего это решение;
- права владельца, закрепленные облигацией;
- указание количества облигаций в данном выпуске;
- номинальную стоимость облигаций;
- форму выпуска облигаций;
- способ размещения (при размещении облигаций путем закрытой подписки указывается круг лиц, среди которых будет производиться

размещение);

- цена размещения облигации или порядок ее определения;
- форма оплаты облигаций;
- срок обращения, порядок и срок погашения;
- печать эмитента и подпись руководителя эмитента;
- другие реквизиты, предусмотренные законодательством РФ [7, с. 73].

На втором этапе утверждается решение о выпуске облигаций и осуществляется подготовка проспекта эмиссии. Проспект эмиссии ценных бумаг утверждает совет директоров или иной уполномоченный орган банка, при этом он должен содержать:

- сведения о лицах, входящих в состав органов управления эмитента, сведения о банковских счетах, об аудиторе, оценщике и других лицах, подписавших проспект;
- подробную информацию об эмитенте, которая включает в себя историю создания и развития эмитента, сведения об основной хозяйственной деятельности, планы будущей деятельности, структуру и стоимость основных средств и т. п.;
- сведения о финансово-хозяйственной деятельности эмитента (сведения о финансовом состоянии эмитента в динамике за последние 5 лет);
- сведения об объеме, сроках, порядке и условиях размещения ценных бумаг;
- основную информацию о финансово-экономическом состоянии эмитента и факторах риска;
- бухгалтерскую отчетность и иную финансовую информацию об эмитенте;
- другие дополнительные сведения [62, с. 141-142].

Третий этап процедуры эмиссии заключается в регистрации выпуска облигаций. С этой целью банк представляет в территориальное учреждение Банка России подготовленный проспект эмиссии и ряд других документов, среди которых:



- заявление на государственную регистрацию;
- анкету эмитента;
- решение о выпуске облигаций;
- условия принятия решения о выпуске облигаций;
- документы, подтверждающие разрешение на осуществление выпуска облигаций [25].

За государственную регистрацию выпуска облигаций Банком России банк-эмитент уплачивает государственную пошлину.

В частности, за государственную регистрацию выпуска облигаций, размещаемых путем подписки, - 0,2 % от номинальной суммы выпуска, но не более 200 тыс. рублей.

За государственную регистрацию выпуска облигаций иными способами, за исключением подписки, уплачивается государственная пошлина в размере 35 тыс. рублей. Эта же сумма отдельно уплачивается и за регистрацию проспекта эмиссии ценных бумаг [30].

Важно отметить, что при выпуске облигаций вместе с сопровождающим его проспектом эмиссии ценных бумаг перед четвертым этапом осуществляется раскрытие информации, а именно публикация собственно самого проспекта эмиссии. Банк, осуществляющий выпуск облигаций, таким образом уведомляет потенциальных инвесторов о проводимой им эмиссии ценных бумаг – все это осуществляется через средства массовой информации.

Четвертый этап процедуры эмиссии включает в себя размещение облигаций. Данный процесс представляет собой отчуждение ценных бумаг эмитентом первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок.

Размещение ценных бумаг начинается после завершения процесса регистрации выпуска проспекта эмиссии и публикации информации о нем. Размещение облигаций путем подписки производится в течение срока, указанного в зарегистрированном решении о выпуске ценных бумаг. Этот срок не должен превышать одного года со дня принятия решения о выпуске [31, с. 47-48].

Также существуют дополнительные ограничения, связанные с размещением облигаций кредитных организаций:

- все облигации одного выпуска должны иметь равные объемы и сроки осуществления прав вне зависимости от времени их приобретения;
- решением о выпуске облигаций, размещаемых путем открытой подписки (среди неограниченного круга лиц), может быть предусмотрено их размещение отдельными частями (траншами) в разные сроки в течение срока размещения облигаций этого выпуска, но не позднее одного года со дня государственной регистрации выпуска облигаций;
- облигации каждого транша должны иметь идентификационный порядковый номер;
- одновременное размещение облигаций разных траншей одного выпуска не допускается [7, с. 74].

На пятом, заключительном этапе производится государственная регистрация отчета об итогах выпуска облигаций.

Не позднее 30 дней после завершения размещения ценных бумаг эмитент обязан представить отчет об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг в регистрирующий орган.

Отчет об итогах выпуска ценных бумаг должен содержать следующее:

- даты начала и окончания размещения облигаций;
- количество размещенных облигаций;
- фактическую цену размещения облигаций;
- общий объем поступлений за размещенные облигации.

С отчетом об итогах выпуска ценных бумаг эмитент представляет заявление о его регистрации и другие необходимые документы, подтверждающие соблюдение им требований законодательства РФ.

Регистрирующий орган рассматривает данный отчет в двухнедельный срок и при отсутствии нарушений регистрирует его [31, с. 50].

Как уже отмечалось ранее, начиная со второй половины 2006 г. российские предприятия и организации получили возможность выпускать биржевые

облигации. В данном случае процедура эмиссии облигаций несколько меняется: бумаги регистрируются самой биржей, где они проходят листинг, размещаются и в последующем обращаются, следовательно, они не требуют регистрации проспекта эмиссии регулятором. При эмиссии этих бумаг не надо платить государственную пошлину за регистрацию выпуска, а стандарты проспекта биржевых облигаций либеральней стандартов по обычным корпоративным облигациям [26, с. 38-40].

Вместе с тем биржевые облигации в обязательном порядке должны соответствовать следующим параметрам:

- выплаты по облигациям осуществляются только денежными средствами;
- облигации могут предоставлять только право на получение номинальной стоимости или номинальной стоимости и процента от нее;
- облигации не могут выпускаться с залоговым обеспечением;
- облигации выпускаются в документарной форме на предъявителя с обязательным централизованным хранением;
- размещение облигаций осуществляется только путем открытой подписки [12].

Процедура эмиссии международных облигаций регулируется международными правилами и законодательством тех стран, на рынке которых будут размещены эти облигации.

С учетом того, что в последнее время среди всех видов международных облигаций наибольшую популярность имеют еврооблигации, особое внимание стоит уделить процессу эмиссии именно этих ценных бумаг [18].

За десятилетия существования рынка еврооблигаций были выработаны единые стандарты документооборота, связанного с их выпуском и обращением. В соответствии с этим, процедуру эмиссии еврооблигаций можно рассматривать с позиции любого эмитента, в качестве которого могут выступать различные по своему функциональному назначению субъекты экономики.

Выпуск еврооблигаций проходит в несколько этапов. Выпуск

еврооблигаций – это комплекс инвестиционных банковских услуг и операций, которые включают подготовку, организацию и размещение ценных бумаг.

К подготовительным мероприятиям относятся определение структуры эмиссионного синдиката (ведущий менеджер и остальные менеджеры) и так называемой группы продаж (selling group), а также составление предварительных документов, которые понадобятся для размещения ценных бумаг [28, с. 310].

Вместе с тем определяются другие участники выпуска, среди которых:

Доверительный собственник (trustee), представляющий интересы держателей облигаций и принимающий перед ними обязательства, - обычно трастовая компания.

Фискальный агент (fiscal agent), который представляет интересы эмитента и несет обязательства по выплате сумм при погашении еврооблигаций, их конвертации, публикации в прессе объявлений эмитента и пр.

Платежный агент (paying agent), который назначается эмитентом. Он является ответственным за аккумуляцию и выплату сумм облигаций инвесторам в соответствии с графиком погашения.

Листинговый агент, необходимый для представления соответствующих документов и получения листинга еврооблигаций на бирже. В роли фискального, основного платежного и листингового агента может выступать ведущий менеджер или иное лицо по усмотрению эмитента.

Депозитарий, в качестве которого, как правило, выступают Euroclear, Clearstream или Депозитарная трастовая компания (DTC). Основной депозитарий вправе передавать облигации по местонахождению эмитента или погашения облигаций.

На этапе организации выпуска еврооблигаций ведущий менеджер направляет потенциальным членам эмиссионного синдиката информацию (предварительный проспект предложения, график выпуска и предлагаемые условия соглашения об андеррайтинге), которая образует оферту со стороны ведущего менеджера. По окончании срока действия оферты публикуется

готовый вариант проспекта предложения и соглашения о подписке, заключаемое между эмитентом и ведущим менеджером [11, с. 201-202].

Проспект предложения включает в себя основные данные об эмитенте, предварительные условия размещения (сумма, срок погашения, вид облигации, дата завершения подписки и т. п.), указание на соблюдение ограничений национального законодательства, а также перечень участников эмиссионного синдиката.

Подготовка проспекта предложения на практике требуется в двух случаях:

- если этого требует законодательство страны, на рынке которой размещаются облигации;
- если еврооблигации получают листинг на фондовой бирже и биржа требует опубликовать проспект.

Соглашение о подписке заключается между эмитентом, ведущим менеджером и менеджерами. В документе фиксируется дата выпуска, цена облигаций и общая сумма выпуска.

В соглашении закрепляются необходимые гарантии со стороны эмитента в отношении:

- информации, содержащейся в проспекте предложения;
- финансовых отчетов эмитента, прошедших аудиторскую проверку в соответствии с Международными стандартами бухгалтерского учета;
- правового статуса эмитента;
- необходимых разрешений для выпуска проспекта предложения и самих облигаций, исполнения договорных обязательств;
- действительности соглашения и облигаций;
- освобождения от взимания налогов и сборов.

На этапе размещения облигаций участники синдиката осуществляют поддержание и регулирование спроса и предложения на еврооблигации. По истечении стабилизационного периода подписка завершается. Обязательства синдиката прекращаются с уведомлением о завершении выпуска через прессу [28, с. 314-315].

Необходимым условием для осуществления займов на рынке еврооблигаций является наличие международного кредитного рейтинга эмитента, в результате эмиссии кредитный рейтинг присваивается и отдельному долговому обязательству.

Кредитный рейтинг – это мнение о способности и юридической обязанности эмитента производить своевременные выплаты по основной части и процентам по ценным бумагам долгового характера. Цель рейтинга – ранжировать в рамках единой последовательной системы относительные уровни риска долговых обязательств и их эмитентов.

Основными рейтинговыми агентствами, чей результат является общепризнанным для кредиторов, являются Moody's, Standard&Poor's, Fitch Ratings и др. Рейтинговые агентства берут на себя ответственность перед инвесторами обеспечивать точность рейтинга на протяжении всего срока жизни финансового инструмента. В связи с этим проводится соответствующий мониторинг для получения постоянного потока информации об эмитенте [15, с. 81-82].

К примеру, шкала кредитных рейтингов агентства Fitch Ratings выглядит следующим образом.

«AAA» - наивысший уровень кредитоспособности, исключительно высокая способность своевременно погашать финансовые обязательства.

«AA» - очень высокая кредитоспособность, ожидания по кредитным рискам минимальны, очень высокая способность своевременно погашать финансовые обязательства.

«A» - высокая кредитоспособность, низкие ожидания по кредитным рискам, высокая способность своевременно погашать финансовые обязательства.

«BBB» - достаточный уровень кредитоспособности, невысокие ожидания по кредитным рискам, способность своевременно погашать финансовые обязательства вполне адекватна.

«BB» - уровень кредитоспособности ниже достаточного, существует

возможность развития кредитных рисков, способность своевременно погашать финансовые обязательства присутствует.

«В» - недостаточный уровень кредитоспособности, наличие кредитных рисков, финансовые обязательства могут выполняются, но способность продолжать выплаты зависит от благоприятной деловой и экономической конъюнктуры.

«ССС» - обязательства по ценным бумагам выполняются, однако дефолт представляется реальной возможностью, способность выполнять финансовые обязательства целиком зависит от устойчивой и благоприятной деловой или экономической конъюнктуры.

«СС» - обязательства выполняются, существует высокая вероятность дефолта.

«С» - обязательства выполняются, однако дефолт представляется неизбежным.

«RD» - ограниченный дефолт – эмитент не провел своевременные платежи по некоторой, но не всей основной части обязательств и продолжает проводить выплаты по другим видам обязательств.

«D» - присваивается эмитенту, объявившему дефолт по всем своим финансовым обязательствам [68].

Следует отметить, что сами дефолты могут быть двух видов: непосредственно дефолт и технический дефолт. Первый из них представляет собой отказ заемщика от исполнения своих обязательств (в случае с облигациями – отказ от выплаты по купонам или в погашении номинала ценной бумаги). Второй фактически является задержкой платежа [60, с. 42].

Каждый из указанных рейтингов по общепринятым правилам относят к одному из двух рейтинговых классов: 1) инвестиционный, 2) спекулятивный.

Инвестиционный рейтинговый класс указывает на относительно низкий или умеренный кредитный риск, к нему относятся рейтинги от «AAA» по «BBB»; спекулятивная категория сигнализирует о более высоком уровне кредитного риска, к ней относятся рейтинги от «BB» по «D» [68].

Стоит также отметить, что, осуществляя выпуск облигаций, у эмитента возникают определенные риски. Это связано с тем, что, с финансовой точки зрения, эмиссия представляет собой рисковую операцию. Однако риски эмитента нельзя считать связанными с облигациями как специфическими финансовыми инструментами: аналогичные риски возникают и при размещении других ценных бумаг [25].

Среди основных рисков, с которыми сталкивается эмитент, стоит выделить следующие:

- риск неразмещения ценных бумаг;
- операционно-технические риски, связанные с неквалифицированной работой персонала, техническими сбоями и т. д.
- риск санкций со стороны регулирующих органов вследствие несоблюдения регламентированных норм и правил эмиссии ценных бумаг.

Подробнее стоит рассмотреть риск неразмещения ценных бумаг. Он выражается в том, что после проведения всех подготовительных мероприятий и регистрации необходимых документов спрос со стороны инвесторов окажется крайне низким. Применимо к облигациям в зависимости от величины спроса риск неразмещения ценных бумаг может выразиться двояко:

1) если спрос на облигации отсутствует, то имеет место неразмещение выпуска (эмитент в принципе не может привлечь заемные средства на облигационном рынке);

2) если спрос на облигации присутствует, но его общий объем меньше номинального объема выпуска, то имеет место частичное размещение выпуска (эмитент может привлечь заемный капитал, но не в полном объеме). В этом случае эмитент может принять одно из двух решений: вообще отказаться от размещения выпуска или осуществить его частичное размещение [60, с. 37].

С данным риском тесно связан так называемый временной риск – риск выпуска ценных бумаг в неоптимальное время, что обуславливает вероятность определенных потерь. Этот риск наиболее особо проявляется при эмиссии купонных облигаций, т. к., в первую очередь, связан с процентными ставками на



рынке [25].

Кроме того, для эмитентов облигаций актуальным является также риск привлечения заемного капитала по более высоким ставкам.

Этот риск реализуется непосредственно в момент размещения облигационного выпуска. Размещение купонных облигаций происходит по их номинальной стоимости, однако при этом проводится «конкурс по ставке купона». Его основная суть заключается в том, что каждый инвестор может указать величину купона. Если установленная по итогам рассмотрения всех поданных заявок ставка купона оказывается равна или выше ставки, указанной конкретным инвестором, то его заявка удовлетворяется (следовательно, инвестор приобретает облигации), в противном случае – не удовлетворяется.

По результатам анализа всех поданных заявок на приобретение облигаций может возникнуть такая ситуация, когда ставка, указанная в заявках, будет выше ставки, по которой эмитент рассчитывал привлечь заемный капитал на рынке облигаций. В этом случае у эмитента есть два варианта: он может отказаться от размещения или разместить облигации с более высоким купоном [52].

Таким образом, для формирования ресурсной базы коммерческие банки используют такой инструмент, как облигация. Банковские облигации обладают широкой классификацией. По одному из ее важных критериев различают внутренние и международные облигации.

Процедура эмиссии как внутренних, так и международных облигаций носит последовательный характер.

При рассмотрении процедуры эмиссии облигаций российскими коммерческими банками на внутреннем рынке в учебной литературе и нормативной документации главное внимание уделяется принятию решения о выпуске облигаций, его утверждению, а также регистрации выпуска.

При рассмотрении процесса выпуска международных облигаций (в частности, еврооблигаций), эмиссия которых осуществляется на гораздо больший объем, чем внутренних облигаций [18], особое внимание уделяется созданию групп и синдикатов, ответственных за выпуск долгового инструмента.

## ГЛАВА 2. АНАЛИЗ ОБЛИГАЦИЙ В ПАССИВАХ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ РОССИИ

### 2.1. Оценка места облигаций в ресурсной базе российского банковского сектора

Одним из инструментов заемного финансирования в отечественной и мировой практике является выпуск облигаций. Особое значение данный инструмент имеет для предприятий и организаций различных секторов экономики.

За последние несколько лет выпуск облигаций стал для крупных и средних корпораций важным способом привлечения финансовых ресурсов, которые в результате их аккумулирования могут быть распределены на определенные потребности корпорации.

Вместе с тем облигации, выпускаемые предприятиями и организациями, способствуют решению некоторых экономических проблем в целом: ускорение процесса перераспределения финансовых ресурсов, трансформация сбережений населения в инвестиции, повышение конкурентоспособности внутреннего финансового рынка и др. [10]

В 2017 году корпоративные эмитенты сумели преодолеть девятиллионный рубеж по объему рынка и закончили год с показателем 9,5 трлн. руб. Следует отметить, что кредитные организации в подобного рода деятельности ничуть не уступают предприятиям других отраслей.

Уже на протяжении долгого времени коммерческие банки являются важными субъектами на рынке публичных корпоративных заимствований. Изначально они выступали в роли организаторов и андеррайтеров займов, одновременно развивая свою инвестиционную деятельность. В настоящее время кредитные организации принимают активное участие на рынке корпоративных облигаций в роли эмитентов.

Это демонстрируют официальные статистические данные, предоставленные одним из ведущих финансовых информационных агентств в

России Cbonds (см. рисунок 2.1 и приложение 2).

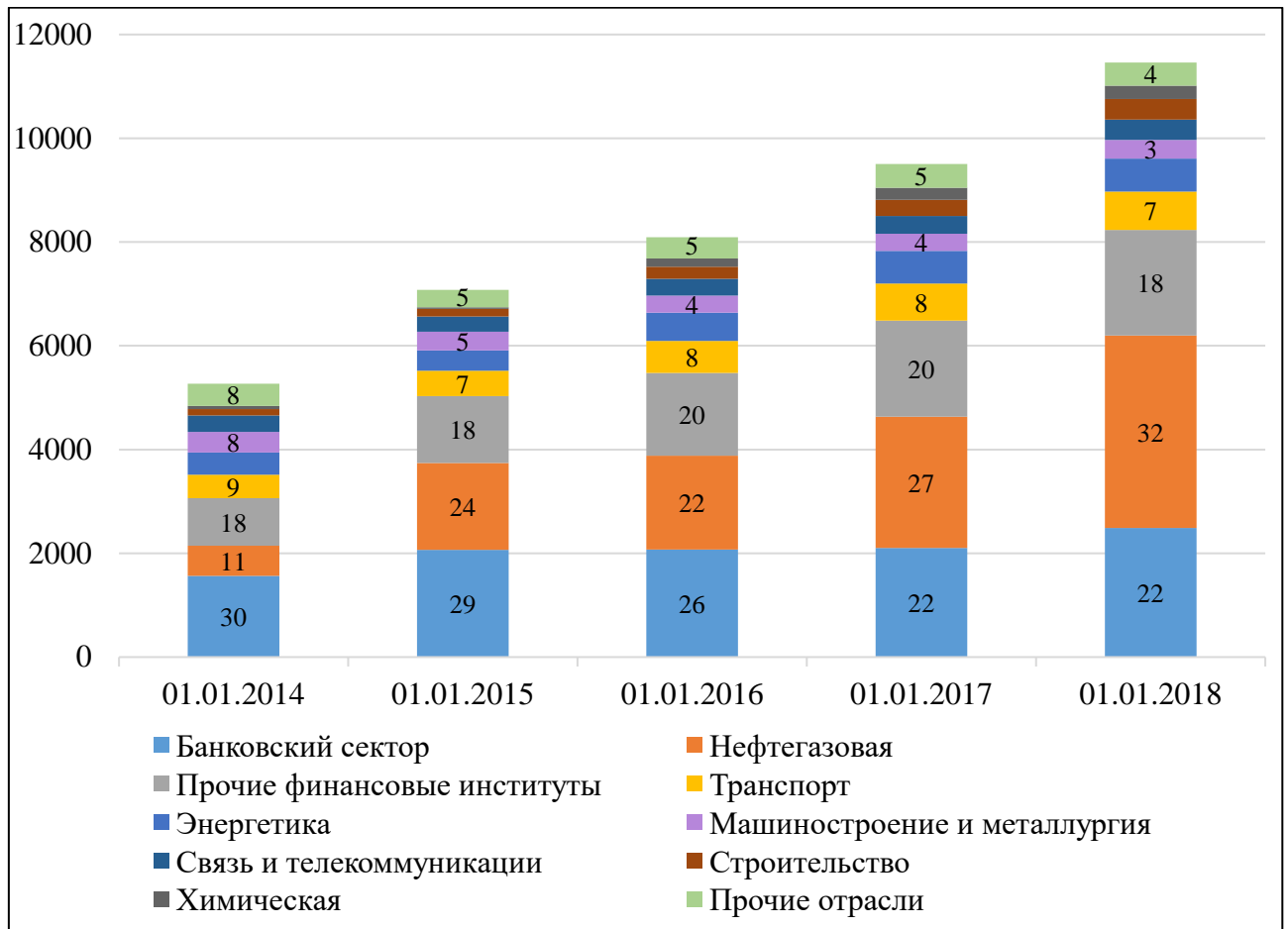


Рисунок 2.1 – Структура рынка корпоративных облигаций российских эмитентов по их отраслевой принадлежности, %

Источник: рассчитано и составлено на основе [49]

По состоянию на дату 01.01.2018 наибольшую долю (32%, около одной трети) на рынке корпоративных облигаций российских эмитентов занимают облигации нефтегазовой отрасли: суммарный объем выпущенных облигаций ее предприятиями составляет 3,7 трлн. руб. Следующее по удельному весу в структуре рынка корпоративных облигаций занимают облигации банковского сектора (22%). Так, общая сумма облигационных займов кредитных организаций составляет почти 2,5 трлн. руб. Следующую по величине долю (18%) на рынке занимают прочие финансовые институты (страховые компании, негосударственные пенсионные фонды, микрофинансовые организации и другие финансовые компании). Объем выпущенных облигаций такими компаниями

составляет 2 трлн. руб. На облигационные займы предприятий различных других отраслей экономики, включая энергетическую, транспортную, горнодобывающую, сельскохозяйственную, металлургическую, приходится около 28% всего рынка [49].

Для всех этих предприятий и организаций облигации представляют собой инструмент с большой вариативностью: в части сроков привлечения финансирования, в отношении привлекаемого объема денежных средств и других параметров, позволяющих сделать этот инструмент еще более гибким. Появление на российском рынке определенных видов облигаций расширяет возможности применения инструмента для различных его участников, в том числе для кредитных организаций.

К примеру, появление коммерческих облигаций, которые размещаются по закрытой подписке для заранее известного круга инвесторов, упростило процесс использования инструмента для оформления внутригрупповых операций. Вместе с тем они могут стать замещающими продуктами вексельного рынка в силу меньших юридических и операционных рисков, связанных с оформлением облигаций и переходом права собственности на них. Более того, для небольших эмитентов коммерческие облигации могут выступить в качестве возможности апробации технологии выпуска облигаций или познакомить с компанией ограниченный круг инвесторов с последующим размещением биржевых облигаций – привлечением более дешевого финансирования.

Отдельное место занимают облигации, выпускаемые в целях секьюритизации финансовых активов и финансирования социально значимых проектов, в том числе «зеленые» облигации (в целях финансирования экологических проектов) – в настоящий момент Банк России изучает мировой опыт внедрения данного инструмента.

Таким образом, на российском финансовом рынке можно наблюдать процесс бондизации – расширение сферы применения облигационных инструментов с одновременным привлечением инвесторов на соответствующий рынок.

Согласно Аналитической записке Банка России № 12 (июль 2017) российский рынок корпоративных облигаций демонстрирует устойчивую положительную динамику: с начала 2015 года наблюдается рост числа эмитентов на 11%, количества эмиссий – на 21%, суммарного объема рынка – на более, чем 50% [6].

По данным финансового информационного агентства Cbonds, в том числе наблюдается рост общей номинальной стоимости облигаций, выпущенных с целью привлечения ресурсов организациями банковского сектора и в настоящий момент находящихся в обращении (см. рис. 2.2 и приложение 3).

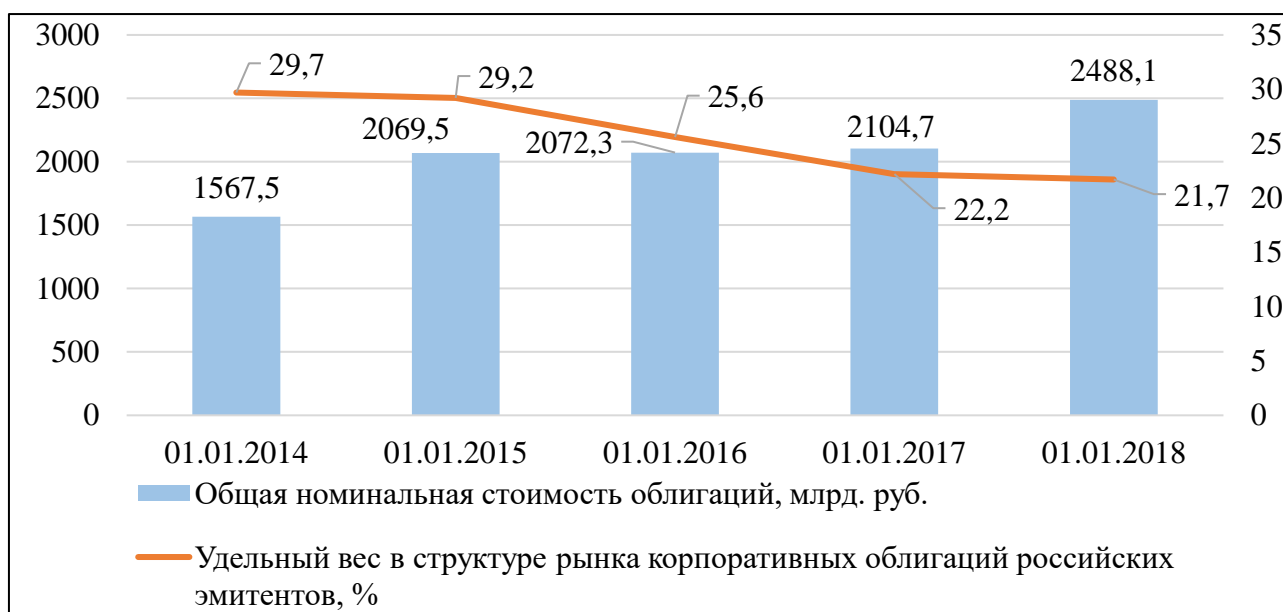


Рисунок 2.2 – Динамика рынка облигаций банковского сектора РФ

Источник: рассчитано и составлено на основе [49]

Из представленных данных видно, что общая номинальная стоимость облигаций имела значительный рост в 2014 и 2017 годах. При этом за 2014 год данный показатель увеличился на 502 млрд. руб. или 32% и составил 2069,5 млрд. руб., а за 2017 год – на 383,4 млрд. руб. или 18,2% и составил 2488,1 млрд. руб. В период с 2015 по 2016 гг. наблюдалась иная ситуация: за указанный промежуток времени темп прироста общей номинальной стоимости облигаций составил всего 1,7% [49].

Вместе с тем, несмотря на рост общей номинальной стоимости облигаций, выпущенных с целью привлечения ресурсов российскими кредитными

организациями, их удельный вес в структуре рынка корпоративных облигаций российских эмитентов с каждым годом становится все меньше: за период с 2014 по 2017 гг. доля снизилась на 8 процентных пунктов. Это говорит о более интенсивном росте других составляющих данной структуры. Из данных, представленных в Приложении 1, можно увидеть, что существенно увеличились номинальная стоимость и удельный вес облигаций нефтегазовой отрасли в структуре рынка, это и повлияло на снижение доли облигаций банковского сектора.

Тем не менее такая доля для облигаций банковского сектора по-прежнему остается достаточно значимой в структуре. Удельный вес банковского сектора в отраслевой структуре рынка корпоративных облигаций до 2000 года был ниже 5%. Интенсивный рост числа размещений кредитными организациями облигационных займов пришелся на начало 2000-х годов [1]. Причиной такого роста в первую очередь является активное развитие в этот период российской банковской системы в целом. Оно было определено проведением реформы в данной сфере, которая ставила цели увеличения капитализации российских банков, повышения открытости, прозрачности, а также доверия со стороны населения и предприятий. Важным аспектом при достижении указанных целей стало формирование публичной кредитной истории самих банков, которое может осуществляться в том числе за счет выпуска облигаций. Так, определенная совокупность мероприятий поспособствовала установлению соответствующего спроса на банковские облигации со стороны инвесторов, и со временем облигации стали для банков важным инструментом привлечения ресурсов.

Место и роль облигаций в ресурсной базе банковского сектора на настоящий момент времени позволяет оценить статистическая информация, публикуемая Банком России на своем официальном сайте и включаемая в «Обзор банковского сектора Российской Федерации», который содержит общие сведения о банковском секторе РФ, а также аналитические показатели деятельности российских кредитных организаций.

Для этого необходимо провести анализ, который бы содержал данные о динамике выпущенных кредитными организациями долговых обязательств и в их составе облигаций, а также данные о том, какую долю занимают эти ценные бумаги среди всех выпущенных долговых обязательств и какой удельный вес они имеют в пассивах кредитных организаций РФ (см. таблицу 2.1).

Таблица 2.1

Данные о выпущенных долговых обязательствах кредитными организациями в Российской Федерации

Показатель	01.01.14	01.01.15	01.01.16	01.01.17	01.01.18
Пассивы, всего, млрд. руб.	57423,1	77653	82999,7	80063,3	85191,8
Выпущенные долговые обязательства, млрд. руб.	2572,4	2692	2536,9	2019,5	2027,8
Удельный вес выпущенных долговых обязательств в пассивах, %	4,5	3,5	3,1	2,5	2,4
Выпущенные облигации, млрд. руб.	1213,1	1357,5	1266,5	1092,9	1211,4
Удельный вес выпущенных облигаций в пассивах, %	2,1	1,7	1,5	1,4	1,4
Удельный вес выпущенных векселей и банковских сертификатов в пассивах, %	2,4	1,8	1,6	1,1	1
Удельный вес облигаций в составе выпущенных долговых обязательств, %	47,2	50,4	49,9	54,1	59,7
Темп прироста пассивов, %	16	35,2	6,9	-3,5	6,4
Темп прироста выпущенных долговых обязательств, %	6,3	4,6	-5,8	-20,4	0,4
Темп прироста выпущенных облигаций, %	16,9	11,9	-6,7	-13,7	10,8

Источник: рассчитано на основе [42], [43], [44]

В соответствии с представленными данными удельный вес выпущенных

долговых обязательств, включая облигации, векселя и банковские сертификаты, в пассивах кредитных организаций на 01.01.2018 составлял менее 2,5%. Стоит отметить, что в рассматриваемом периоде он имел понижающую тенденцию: наибольшее значение отмечается на начало 2014 года (4,5%), наименьшее – на начало 2018 года (2,4%).

Соответствующую тенденцию имеют показатели удельного веса всех инструментов, относимых к выпущенным обязательствам, в том числе и облигаций. Их удельный вес в пассивах кредитных организаций на 01.01.2018 составлял менее полутора процентов. В рассматриваемом периоде наибольшее значение данного показателя отмечается на начало 2014 года (2,1%), наименьшее – на начало 2017 и 2018 гг. (1,4%).

Вместе с тем сам объем выпущенных облигаций в рассматриваемом периоде не имел однонаправленной тенденции: наибольшее положительное значение темпа прироста наблюдалось в 2013 году (16,9%), наибольшее отрицательное значение – в 2016 году (-13,7%).

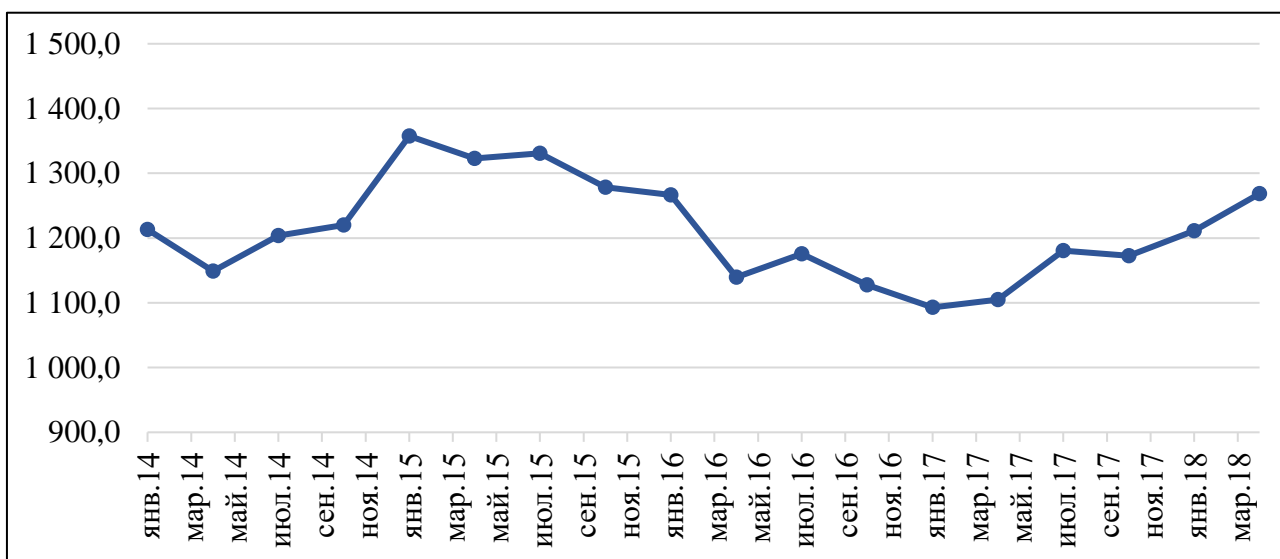


Рисунок 2.3 – Динамика выпущенных облигаций кредитными организациями в Российской Федерации, млрд. руб.

Источник: рассчитано и составлено на основе [42], [43], [44]

На основе поквартальных данных объема выпущенных облигаций можно отметить основные периоды роста и снижения данного показателя. Рост



приходится на середину и конец 2014 года, а также – на период с начала 2017 года; снижение – на период с начала 2015 по конец 2016 года. Отрицательное изменение сопровождалось сменой режима валютного курса в ноябре 2014 года, ослаблением курса рубля по отношению к иностранным валютам на протяжении длительного времени, повышением ключевой ставки Банка России, падением мировых цен на нефть, увеличением волатильности на финансовых рынках, экономическими санкциями, введенными против некоторых граждан РФ и зарегистрированных в ней юридических лиц, в том числе кредитных организаций; положительное изменение отмечается в период восстановления экономического роста России, укрепления курса рубля и снижения процентных ставок внутри страны [1].

Дополнительно необходимо назвать кредитные организации, ценные бумаги которых занимают основную долю в суммарном объеме выпущенных облигаций организациями российского банковского сектора. Так, по данным оборотных ведомостей кредитных организаций (форма 0409101, балансовые счета 520), это следующие коммерческие банки: Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, Альфа-Банк и Россельхозбанк. На 01.01.2018 в обращении находились их облигации на сумму 573 млрд. руб. – это 47% всех выпущенных облигаций организациями банковского сектора [55].

Возвращаясь к таблице 2.1, также можно обозначить основные моменты роста и сокращения объема ресурсной базы банковского сектора. Значительный прирост суммарного объема пассивов кредитных организаций приходится на 2013 (16%) и 2014 (35,2%) гг., вместе с тем за весь рассматриваемый период отрицательный темп прироста наблюдался только в 2016 году (-3,5%), за 2017 год объем пассивов увеличился на 6,4%. За указанный в таблице период объем ресурсной базы банковского сектора РФ увеличился почти на 28 трлн. руб. и на 01.01.2018 составлял более 85 трлн. руб. В текущих условиях деятельности кредитным организациям по-прежнему удастся наращивать свои пассивы, используя эффективные системы управления и ведения бизнеса. Так, тенденция изменения пассивов банковского сектора несколько отличается от тенденции

изменения выпущенных его организациями облигаций.

Помимо этого, за последнее время значительно возросла (на 12,5 п. п.) доля облигаций в составе выпущенных долговых обязательств: на начало 2014 года она составляла 47,2%, на начало 2018 года – 59,7% [42], [43], [44].

Снижение значимости векселей и банковских сертификатов в пассивах коммерческих банков может быть обусловлено высокими затратами на обеспечение документарной формы ценных бумаг, падением спроса на данные финансовые инструменты, а также развитием электронных платежных систем [29].

Отдельно необходимо отметить тот факт, что рассматриваемые облигации представлены преимущественно в виде долгосрочных займов (сроком свыше 1 года), их удельный вес в общем количестве выпущенных облигаций на 1 января 2018 года составляет 96,9% (см. таблицу 2.2).

Таблица 2.2

Состав и структура выпущенных облигаций кредитными организациями по срокам их погашения

Показатель	01.01.14	01.01.15	01.01.16	01.01.17	01.01.18
Выпущенные облигации, млрд. руб.	1213,1	1357,5	1266,5	1092,9	1211,4
из них:					
со сроком погашения до 1 года, млрд. руб.	3,7	12	2,6	1	37
уд. вес., %	0,3	0,9	0,2	0,1	3,1
со сроком погашения свыше 1 года, млрд. руб.	1209,4	1344,5	1263,9	1066,7	1149,5
уд. вес., %	99,7	99,1	99,8	99,9	96,9

Источник: рассчитано на основе [42], [43], [44]

На протяжении четырех из пяти последних лет удельный вес облигаций со сроком погашения до 1 года не превышал и одного процента, только на начало 2018 года он составил более трех процентов. Практические данные

подтверждают, что ресурсы, привлекаемые за счет выпуска облигаций, носят долгосрочный характер, следовательно, данный финансовый инструмент используется кредитными организациями, как правило, для «удлинения» пассивов.

Из анализа представленных данных банковского сектора по выпуску облигаций видно, что данный инструмент обладает низкой долей объема суммарных пассивов кредитных организаций, зарегистрированных в РФ, однако это не указывает на его мало значимую роль в формировании ресурсной базы этих экономических субъектов.

Данные о выпущенных долговых обязательствах кредитными организациями, в том числе об объемах выпущенных облигаций по их номинальной стоимости, аккумулируются Банком России на ежемесячной основе. Источником информации является отчетность действующих кредитных организаций в РФ по форме 0409101 «Оборотная ведомость по счетам бухгалтерского учета кредитной организации». Указанный источник может не содержать сведения о выпущенных международных облигациях, что связано с особенностями в порядке их эмиссии. Следовательно, этот вопрос требует отдельного дальнейшего рассмотрения.

## 2.2. Анализ деятельности российских коммерческих банков по выпуску внутренних и международных облигаций

Развитие заимствований российских кредитных организаций на международном рынке капитала зависит от экономической ситуации, роста экономики страны в целом, оценки иностранными инвесторами инвестиционной привлекательности организаций и российского рынка в целом.

Впервые российские организации вышли с заимствованиями на международный рынок в 1996 г. Заемщиками оказались именно коммерческие банки. Начиная с этого года, в течение длительного периода наблюдались их успешные и провальные размещения ценных бумаг, периоды тишины (1999-2001 гг.) и периоды активного роста эмиссии облигаций (2002-2004 гг., 2012-2013 гг.)

[1].

Для анализа деятельности по выпуску международных облигаций были отобраны пять российских коммерческих банков, входящих в десятку крупнейших по активам кредитных организаций и имеющих выпуски таких облигаций на соответствующем рынке: ПАО Сбербанк, Банк ВТБ (ПАО), Банк ГПБ (АО), АО «Россельхозбанк», АО «АЛЬФА-БАНК» (далее – Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, Россельхозбанк, Альфа-Банк соответственно) [55].

Данный выбор обусловлен тем, что в связи с повышенными требованиями к заемщику со стороны иностранных инвесторов, необходимостью наличия международного кредитного рейтинга и ведения финансовой отчетности в соответствии с международными стандартами осуществлять выпуск международных облигаций могут далеко не все кредитные организации.

Прежде чем перейти к анализу важно оценить, какой удельный вес в ресурсах указанных коммерческих банков занимают выпущенные облигации (см. таблицу 2.3).

Таблица 2.3

Данные о выпущенных облигациях пятью крупнейшими российскими  
коммерческими банками

Показатель	01.01.14	01.01.15	01.01.16	01.01.17	01.01.18
Пассивы, всего, млрд. руб.	28401,4	38902,6	41623,7	40825,1	42176,6
Выпущенные облигации, млрд. руб.	429,1	500,5	454,5	431,0	556,5
Удельный вес выпущенных облигаций в пассивах, %	1,51	1,29	1,09	1,06	1,32
Темп прироста пассивов, %	-	36,97	6,99	-1,92	3,31
Темп прироста выпущенных облигаций, %	-	16,64	-9,19	-5,17	29,12

Источник: рассчитано на основе [55]

В соответствии с рассчитанными данными можно сделать вывод, что облигации имеют одинаково важное значение как в ресурсной базе всего

российского банковского сектора, так и в ресурсной базе пяти крупнейших российских коммерческих банков (удельные веса выпущенных облигаций в пассивах составляют 1,4% и 1,32% соответственно).

Динамика выпущенных облигаций крупнейшими российскими коммерческими банками также обладает схожей тенденцией: значительный прирост отмечается в 2014 и 2017 гг. (16,64% и 29,12% соответственно), сокращение – в 2015 и 2016 гг. (-9,19% и -5,17% соответственно). Динамика пассивов в основном имела повышательную тенденцию [42], [43], [44], [55].

Анализ деятельности крупнейших российских коммерческих банков на международном рынке облигаций следует начать с оценки их эмиссионной активности. Так, за последнее время на данном рынке отмечается ее значительное снижение (см. рисунок 2.4).



Рисунок 2.4 – Эмиссионная активность крупнейших российских коммерческих банков на международном рынке облигаций

Источник: рассчитано и составлено на основе [18], [46]

На графике можно наблюдать убывание объема обращающихся на рынке международных облигаций на протяжении почти всего рассматриваемого периода. В 2014 году отмечается небольшой рост по сравнению с предыдущим годом (2,2%), однако во все последующие годы показатель постепенно снижался (на 9,1% - в 2015 г., на 8,3% - в 2016 г., 24,2% - в 2017 г.). Убывание объема в

первую очередь связано с тем, что на рынке гораздо реже стали регистрироваться новые выпуски: наибольшее количество выпусков (20) было размещено в 2013 году, в 2014 их было 11, наименьшее - в 2015 (1).

На подобную ситуацию главным образом оказали влияние внешнеполитические факторы, в частности, экономические санкции. Ограничения затронули, в основном, крупные учреждения с государственным участием: Банк ВТБ, Газпромбанк, Сбербанк, Россельхозбанк. Данный фактор по настоящий момент препятствует выходу данных кредитных учреждений на международный рынок заимствований. Вне экономических санкций по-прежнему остается Альфа-Банк, за период с 2015 по 2017 гг. банком зарегистрировано 5 новых выпусков международных облигаций [18].

При этом за весь рассматриваемый период по каждому из указанных банков отмечается отрицательный темп прироста выпущенных международных облигаций (см. таблицу 2.4).

Таблица 2.4

Номинальный объем обращающихся на рынке международных облигаций крупнейших российских коммерческих банков, на конец года, млрд. долл.

## США

Наименование	2013	2014	2015	2016	2017	Темп прир. за период с 2013 по 2017 гг., %
Сбербанк	12,9	15,7	13,8	13,4	10,6	-17,8
ВТБ	15,4	13,2	12,7	11,6	9,2	-40,3
Газпромбанк	8,9	10,3	8,6	7,5	6,3	-29,2
Альфа-Банк	3,8	4,1	4,0	4,5	3,2	-15,8
Россельхозбанк	9,8	8,6	8,1	6,3	3,5	-64,3
Итого	50,8	51,9	47,2	43,3	32,8	-35,4

Источник: рассчитано на основе [18], [46]

С учетом того, что Альфа-Банк, в отличие от других банков, отраженных в таблице, продолжает свою эмиссионную деятельность на международном рынке

облигаций, его темп прироста является не самым низким и составляет -15,8%. За рассматриваемый период номинальный объем ценных бумаг данного банка в обращении сократился всего на 0,6 млрд. долл. США. Значительно уменьшился объем международных облигаций в обращении Россельхозбанка и банка ВТБ: абсолютные отрицательные изменения величины составили 6,3 и 6,2 млрд. долл. США соответственно. При этом самый низкий темп прироста ценных бумаг в обращении отмечается по Россельхозбанку (-64,4%), по облигациям ВТБ данный показатель составляет -40,3%. В сумме за рассматриваемый период по всем указанным банкам в таблице объем международных облигаций в обращении сократился на 18 млрд. долл. США или 35,4%.

Отдельно следует обратить внимание на то, какую долю составляют облигации каждого коммерческого банка в общем номинальном объеме (см. рисунок 2.5).

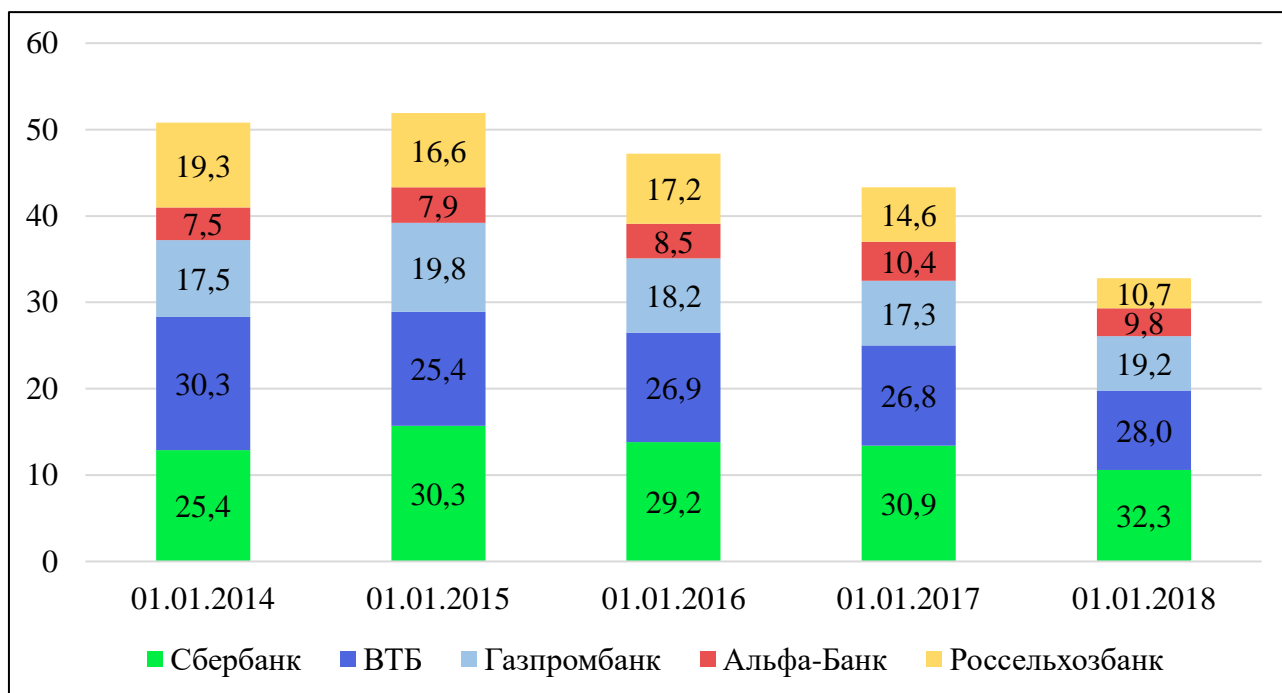


Рисунок 2.5 – Структура объема обращающихся на рынке международных облигаций крупнейших российских коммерческих банков в разбивке по заемщикам, %

Источник: рассчитано и составлено на основе [18], [46]

Почти на протяжении всего рассматриваемого периода (с 2014 по 2017 гг.)

наибольшую долю в номинальном объеме международных облигаций, выпущенных пятью крупнейшими российскими коммерческими банками, имели ценные бумаги Сбербанка (наибольшее значение удельного веса отмечается в 2017 году – 32,3%). Только в 2013 году на рынке обращалось большее количество международных облигаций ВТБ (на сумму 15,4 млрд. долл. США), что составляло 30,3% от общего объема выпущенных ценных бумаг на соответствующем рынке представленными в анализе банками. В период с 2013 по 2017 гг. наименьший удельный вес в структуре имели международные облигации Альфа-Банка. Самое низкое значение их доли отмечается в 2013 году – 7,5%, более высокое – в 2016 (10,4%), что опять же связано с продолжением эмиссионной деятельности данного банка на международном рынке облигаций в период после введения экономических санкций, в отличие от других банков.

При более детальном анализе выпусков международных облигаций, находящихся в настоящее время в обращении, можно сделать следующий вывод. Самым популярным инструментом среди российских коммерческих банков на международном рынке облигаций являются еврооблигации (см. таблицу 2.5).

Таблица 2.5

Международные облигации российских коммерческих банков, находящиеся в обращении на 01.06.2018

Наименование банка	Кол-во выпусков в обращении	Объем в обращении, млн. ед. (наим. вал.)	Вид международных облигаций
Сбербанк	7	8 000 (USD)	Еврооблигации (LPN)
	2	1 500 (EUR)	
ВТБ	4	5 750 (USD)	Еврооблигации (LPN)
	1	350 (CHF)	
Газпромбанк	6	3 462,6 (USD)	Еврооблигации (LPN)
	2	2 000 (EUR)	
	1	325 (CHF)	
	1	13 500 (RUB)	
Альфа-Банк	6	3 400 (USD)	Еврооблигации (LPN)
	2	20 000 (RUB)	



## Продолжение таблицы 2.5

Наименование банка	Кол-во выпусков в обращении	Объем в обращении, млн. ед. (наим. вал.)	Вид международных облигаций
Россельхозбанк	2	1 800 (USD)	Еврооблигации (LPN)

Источник: рассчитано на основе [18]

Действительно, еврооблигации обладают некоторыми преимуществами перед другими видами международных облигаций, прежде всего, перед иностранными. Еврооблигации не подвержены налоговому и другим ограничениям, в том числе по объемам заимствований. Они считаются более надежным инструментом инвестирования, на что влияют, как правило, специально создаваемые эмитентами фонды, а также кредитный рейтинг заемщика и его долговых обязательств [27, с. 55]. Для эмитента кредитный рейтинг позволяет правильно оценить издержки по привлечению заемных средств, а также определить некоторые параметры облигационного займа.

В таблице 2.6 приведены актуальные долгосрочные рейтинги эмитентов по обязательствам в иностранной и национальной валюте, присвоенные международными рейтинговыми агентствами Fitch Ratings и Standard & Poor's.

Таблица 2.6

Долгосрочные кредитные рейтинги крупнейших российских коммерческих банков

Наименование банка	Рейтинговое агентство	Рейтинг	Дата	Прогноз
Сбербанк	Fitch	BBB-	30.11.2017	Позитивный
ВТБ	S&P	BBB-	06.03.2018	Стабильный
Газпромбанк	Fitch	BB+	30.11.2017	Позитивный
Альфа-Банк	Fitch	BB+	04.12.2017	Стабильный
Россельхозбанк	Fitch	BB+	30.11.2017	Позитивный

Источник: [20], [21], [22], [23], [24]

Из представленных данных следует, что более высоким долгосрочным

кредитным рейтингом обладают банки Сбербанк и ВТБ – «BBB-», при этом их прогнозы несколько отличны. Стоит отметить, что присвоенные кредитные рейтинги двумя разными агентствами в данном случае вполне сопоставимы. Кредитоспособность трех других банков рейтинговое агентство Fitch Ratings оценило на уровне «BB+».

Из рассматриваемых эмитентов инвестиционному классу принадлежат рейтинги только двух банков – Сбербанка и ВТБ. Они имеют хорошую кредитоспособность, и их способность своевременно погашать финансовые обязательства адекватна. Рейтинги остальных банков (Газпромбанка, Альфа-Банка и Россельхозбанка) относятся к наиболее высоким в спекулятивной категории. Их уровень кредитоспособности несколько ниже достаточного, при этом они вполне способны своевременно погашать свои финансовые обязательства.

Возвращаясь к таблице 2.5, следует также отметить, что все рассматриваемые еврооблигации относятся к типу нот участия в кредите (LPN). Начиная с 2013 года, представленные в таблице коммерческие банки выпускали еврооблигации исключительно с использованием данного механизма [33]. Как уже отмечалось ранее, такая нота позволяет инвесторам приобрести доли в выданном заемщику кредите или кредитном портфеле. К примеру, в сделке по выпуску еврооблигаций Альфа-Банка кредитором является специально созданная компания (SPV), его дочернее зависимое общество Alfa Bond Issuance PLC (зарегистрировано в 2005 году в Ирландии), а заемщиком – сам коммерческий банк АО «АЛЬФА-БАНК». В качестве кредитора по сделкам Сбербанка выступает его дочернее предприятие – SB Capital S.A. (зарегистрировано в 2006 году в Люксембурге); по сделкам банка ВТБ – его дочернее общество VTB Capital S.A. (2005, Люксембург); SPV Газпромбанка является GPB Eurobond Finance PLC (2005, Ирландия); SPV Россельхозбанка – RSHB Capital S.A. (2005, Люксембург) [18].

Исходя из особенностей выпуска нот участия в кредите, в виде которых были размещены все еврооблигации пяти крупнейших российских

коммерческих банков, можно сделать вывод, что данные заимствования не отражены по балансовым счетам оборотной ведомости (форма 0409101), предназначенных для учета выпущенных облигаций.

В таблице 2.5 отдельное внимание также обращают на себя валюты привлечения еврооблигационных займов. В динамике их распределение выглядит следующим образом (см. рисунок 2.6).

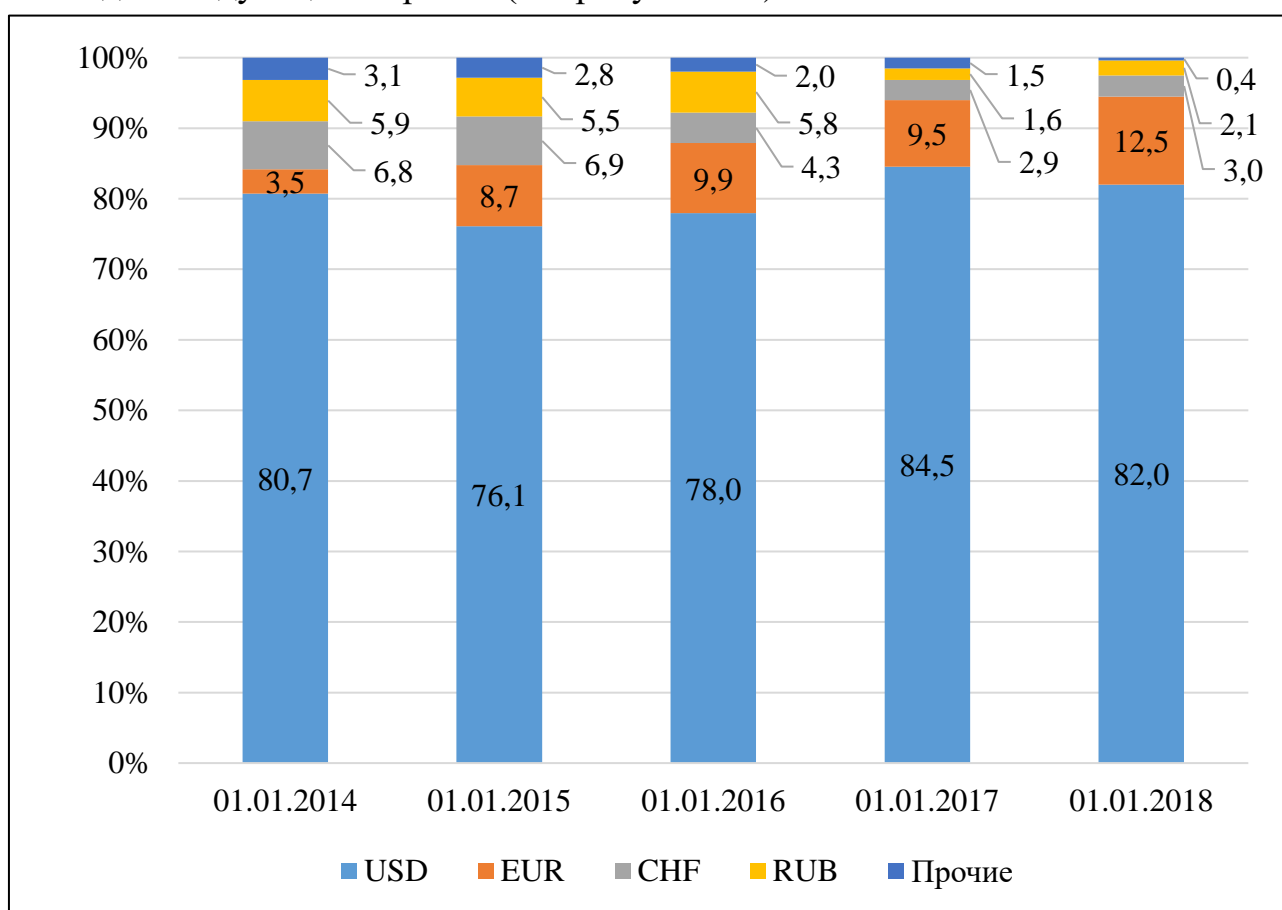


Рисунок 2.6 – Структура объема еврооблигационных займов крупнейших российских коммерческих банков в разбивке по валютам номинала, %

Источник: рассчитано и составлено на основе [18], [46]

Так, большинство международных облигаций российских коммерческих банков размещены в долларах США. На протяжении всего рассматриваемого периода их доля в данной структуре не опускалась ниже 75%, при этом ее наибольшие значения наблюдаются в 2016 и 2017 гг., что связано преимущественно с погашением еврооблигаций, обращавшихся на рынке, в швейцарских франках, рублях и прочих валютах, к которым были отнесены

турецкая лира, австралийский доллар, сингапурский доллар, китайский юань и чешская крона. В свое время выпуски еврооблигаций в прочих названных валютах были размещены коммерческими банками в том числе с целью распределения своих валютных рисков, к настоящему времени их объем в обращении значительно сократился: на начало 2014 года в представленной структуре доля заимствований в этих валютах составляла 3,1%, а на начало 2018 года – 0,4%.

Несмотря на то, что валюта еврооблигационного займа, как правило, является иностранной для заемщика, российские коммерческие банки выходят на международный рынок с заимствованиями в рублях. Вместе с тем их удельный вес в структуре начиная с 2014 года несколько сократился (с 5,9% до 2,1%). По всей видимости, практика не противоречит теории потому, что для выпуска еврооблигаций российскими коммерческими банками использовались их SPV, зарегистрированные в других государствах, для которых рубль не является национальной валютой [33].

Следующей по популярности валютой привлечения еврооблигационных займов после доллара США является евро. За рассматриваемый период в представленной структуре удельный вес облигаций в данной валюте увеличился на 9 п.п. [18].

В рублевом эквиваленте общий объем еврооблигаций, выпущенных пятью крупнейшими российскими коммерческими банками и находящиеся в настоящее время в обращении, составляет порядка 1719,95 млрд. руб. – это более чем в 3 раза или на 1163,45 млрд руб. больше, чем суммарный объем выпущенных ими облигация на внутреннем рынке страны [18]. Отсюда появляется необходимость в более детальном разборе всех выпусков облигаций, находящихся в настоящее время в обращении как на внутреннем, так и на международном рынке, на примере конкретного коммерческого банка.

По состоянию на 01.06.2018 находятся в обращении размещенные Сбербанком 7 выпусков облигаций в долларах США и 2 выпуска в евро общей номинальной стоимостью 605,1 млрд. руб. на международном рынке (рублевый

эквивалент рассчитан в соответствии с официальными курсами ЦБ РФ на указанную дату), а также 11 выпусков облигаций в российских рублях общей номинальной стоимостью 206,1 млрд. руб. на внутреннем рынке (см. таблицу 2.7).

Таблица 2.7

## Выпуски облигаций Сбербанка, находящиеся в обращении на 01.06.2018

Вид ценных бумаг	Кол-во выпусков в обращении	Валюта привлечения	Объем в обращении, млрд. руб.	Вид облигаций
Международные облигации	7	USD	496,2	Еврооблигации (LPN)
	2	EUR	108,9	
Внутренние облигации	1	RUB	18,5	Классические
	10		187,6	Биржевые

Источник: рассчитано на основе [18], [46]

Объем размещенных кредитной организацией облигаций на международном рынке почти в три раза больше, чем на внутреннем. Для такого крупного коммерческого банка как Сбербанк – это вполне логично. Сильные компании заинтересованы привлечь денежные ресурсы в большом объеме и по дешевой цене – в данном случае рынок еврооблигаций является подходящим местом для реализации такой возможности. Это связано с тем, что внутренний рынок не всегда может удовлетворить спрос крупных организаций, тем более с учетом того, что на рынке активно размещаются российские суверенные облигации. К тому же объемы внутреннего рынка облигаций и международного в принципе не сравнимы.

Безусловно, выпуск локальных рублевых облигаций обходится эмитентам значительно дешевле, плюс требования к раскрытию информации для рынка еврооблигаций гораздо жестче. Однако крупная компания, способная понести все затраты, связанные с эмиссией, готовая раскрыть финансовую и другую информацию в соответствии с международными стандартами, вполне может

осуществить выпуск еврооблигаций для того, чтобы в полной мере использовать преимущества данного инструмента: более широкий круг инвесторов, относительно дешевый источник денежных ресурсов (с учетом процентной ставки), нет требования к залогоу или обеспечению, наработка положительной кредитной истории [8].

Практически все выпущенные еврооблигации Сбербанка имеют структуру нот участия в кредите, являются процентными, именными, документарными ценными бумагами, размещенными по открытой подписке [18].

Анализируя выпуски внутренних облигаций Сбербанка, необходимо обратить внимание на то, что только 1 из 11 выпусков прошел полноценную государственную регистрацию в Банке России, остальные 10 зарегистрированы самой Московской биржей по упрощенным правилам.

Так, почти все облигации, размещенные Сбербанком на внутреннем рынке, являются биржевыми, процентными, документарными, на предъявителя. При этом облигации 2 из 10 биржевых выпусков относятся к типу биржевых структурных облигаций (серия БСО). В основе данных облигаций лежит определенный базовый актив (в данном случае – это американские депозитарные расписки на акции ПАО Газпром и американские депозитарные расписки на акции ПАО Сбербанк), сами выпуски гарантируют выплату фиксированного купонного дохода в размере 0,01%, возврат номинала при погашении и дают возможность получения дополнительного дохода при благоприятной динамике базового актива [4].

С начала перехода коммерческих банков на стандарты Базель III, разработанные в связи с обнаружением недостатков в банковском регулировании в период глобального финансового кризиса 2008 года, возросла потребность в увеличении собственного капитала. Основные положения указанных стандартов усиливают требования к достаточности капитала банков.

Для его увеличения российские коммерческие банки в том числе используют такой инструмент, как субординированные облигации. Большинство выпусков субординированных облигаций российских кредитных организаций

представлено в виде еврооблигаций [35]. Состав выпусков «субордов» по пяти крупнейшим российским коммерческим банкам выглядит следующим образом (см. таблицу 2.8); 17 из 28 (60,7%) субординированных выпусков являются еврооблигационными.

Таблица 2.8

Данные о количестве выпусков субординированных облигаций, находящихся в обращении на 01.06.2018, по крупнейшим российским коммерческим банкам

Наименование банка	Количество выпусков «субордов» (уд. вес)	Количество всех выпусков облигаций	Количество выпусков субординированных еврооблигаций (уд. вес)	Количество всех выпусков еврооблигаций
Сбербанк	4 (20%)	20	3 (33,3%)	9
ВТБ	3 (13%)	23	3 (60%)	5
Газпромбанк	6 (18,2%)	33	6 (60%)	10
Альфа-Банка	4 (16,7%)	24	4 (50%)	8
Россельхозбанк	11 (28,2%)	39	1 (50%)	2
Итого	28 (20,1%)	139	17 (50%)	34

Источник: рассчитано на основе [18]

В соответствии с данными таблицы более 20% всех выпусков облигаций указанных коммерческих банков являются субординированными. При этом наибольшее количество выпусков «субордов», находящихся в обращении, зарегистрировано Россельхозбанком 11 выпусков или 28,2% от общего количества выпусков облигаций. Необходимо обратить внимание, что выпуски «субордов» только этого банка были преимущественно размещены на внутреннем рынке, выпуски остальных четырех банков в основном размещались на международном рынке.

Также стоит отметить высокую долю (50%) субординированных выпусков среди общего количества обращающихся на рынке выпусков еврооблигаций указанных коммерческих банков.

Как видно на практике, по субординированным облигациям

предусматривается повышенная доходность. К примеру, два еврооблигационных выпуска Сбербанка (XS1032750165 и XS1043519567) имеют одинаковую валюту номинала (доллары США) и схожую дату начала размещения (февраль-март 2014 года), однако существенно различаются размером купона: по субординированному выпуску – 5,5%, по обычному выпуску – 4,15%. Дополнительно необходимо указать, что по первому выпуску предусмотрена оферта по досрочному погашению в феврале 2019 года, по второму выпуску в марте 2019 года осуществляется погашение облигаций.

Кроме того, «суборды» предполагают длительный «период жизни». По российскому законодательству минимальный срок погашения составляет 5 лет. Обычно субординированные облигации выпускаются более чем на 10 лет, распространенной практикой также является выпуск бессрочных субординированных облигаций. По пяти крупнейшим российским коммерческим банкам 9 из 28 (32,1%) выпусков субординированных облигаций являются бессрочными: 5 выпусков Россельхозбанка (42903349В, 43403349В, 43503349В, 43603349В, 43703349В), 2 выпуска Альфа-Банка (XS1513741311, XS1760786340), 1 выпуск Банка ВТБ (XS0810596832), 1 выпуск Газпромбанка (XS0848137708) [18].

Обычно покупателями субординированных облигаций выступают аффилированные лица, крупные фонды и другие институциональные инвесторы [59]. Мотивы такого рода финансирования со стороны аффилированных лиц понятны. Крупные инвестиционные фонды в свою очередь стремятся размещать средства в финансовые инструменты с повышенной доходностью. Субординированные выпуски высоконадежных эмитентов (например, Сбербанка) дают доходность выше «старших» облигаций, при этом оставаясь консервативным вложением денег.



### ГЛАВА 3. ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ ВЫПУСКА ОБЛИГАЦИЙ РОССИЙСКИМИ КОММЕРЧЕСКИМИ БАНКАМИ

#### 3.1. Оценка влияния экономико-политических факторов на выпуск облигаций организациями российского банковского сектора

Даже самая успешно функционирующая компания не всегда может позволить себе выпуск долговых ценных бумаг. На интерес эмитента в разные моменты времени влияют совершенно различные факторы.

Провести анализ экономического процесса по выпуску облигаций российскими кредитными организациями и оценить возможное влияние различных факторов на данную деятельность позволяет эконометрическая модель, зависимой переменной в которой является показатель, отражающий объем облигаций, находящихся в обращении, а независимыми – показатели, отражающие состояние экономики страны, отрасли, в которой функционирует организация, финансового рынка и иные.

Как уже было отмечено ранее, на выпуск облигаций на международном рынке преимущественно оказал влияние такой фактор, как экономические санкции, введенные против некоторых юридических лиц, зарегистрированных в РФ, в т.ч. кредитных организаций. Вследствие применения таких мер эмиссионная активность большинства крупнейших российских коммерческих банков на рынке еврооблигаций была приостановлена.

Исходя из этого, основной становится задача – определение факторов, оказывающих влияние на выпуск облигаций кредитными организациями на внутреннем рынке страны.

В качестве зависимой переменной (Y) в модели взят показатель «Выпущенные облигации» (по форме 0409101) по всему российскому банковскому сектору, включающий главным образом те долговые обязательства, которые были размещены на внутреннем рынке (приложение 4).

В качестве независимых переменных использовались следующие показатели.

X1 – количество действующих кредитных организаций в РФ. Данный показатель отражает в том числе тенденцию по ужесточению или ослаблению требований регулятора к организациям, осуществляющим банковские операции.

X2 – ВВП России в национальной валюте (трлн. руб.). Фактически является индикатором состояния экономики страны в целом, изменение которого может указывать, к примеру, на возникновение кризисного явления или восстановление экономики в посткризисный период, рост или падение инвестиционной активности.

X3 – цена 1 барреля нефти марки Brent (долл. США). Показатель имеет отдельное значение для экономических процессов нефтедобывающих стран: резкие и весомые изменения рыночной цены на нефть могут оказывать положительное или отрицательное влияние на экономическую ситуацию в таких странах.

X4 – официальный курс доллара США к российскому рублю (руб.), установленный Банком России. Необходимость данного индикатора в модели обусловлена тем, что он может показывать, насколько устойчива или, наоборот, неустойчива национальная валюта по отношению к гораздо более стабильной валюте на рынке, что в совокупности с другими факторами может оказывать влияние на интерес эмитента к выпуску долговых обязательств в тот или иной момент времени. Также может выступать как индикатор вводимых экономических санкций.

X5 – ставка рефинансирования (%). Процент в годовом исчислении, который уплачивается кредитной организацией за кредит, представленный ей Центральным банком РФ, - является одним из основных индикаторов внутренних процентных ставок в России, а также инструментом денежно-кредитной политики государства (с 1 января 2016 года – соответствует значению ключевой ставки Банка России) [17]. Представляется обязательной факторной переменной в модели ввиду проведения анализа деятельности по выпуску долговых инструментов внутри страны.

X6 – ставка рефинансирования/ключевая ставка (%). Ключевая ставка

также относится к инструментам денежно-кредитной политики государства и, следовательно, индикаторам внутренних ставок в России. Является одним из вариантов использования таких индикаторов в модели.

X7 – двенадцатимесячный долларový LIBOR (%). Средневзвешенная процентная ставка по межбанковским кредитам, предоставляемым банками, выступающими на лондонском межбанковском рынке с предложением средств в разных валютах и на разные сроки, является одним из самых распространенных показателей процентных ставок на международном рынке.

X8 – периоды внешних шоков. Значения включены в модель как годовые дамми (1 – преобладание кризисного явления, 0 – его отсутствие). Такая переменная позволит оценить характер влияния экономической неопределенности в стране на выпуск кредитными организациями долгосрочных инструментов заимствования.

X9 – объем прибыли по действующим кредитным организациям (млрд. руб.). Включение данной факторной переменной в модель обусловлено необходимостью наличия в ней показателя, который бы отражал деятельность соответствующей экономической отрасли.

X10 – объем прибыли по прибыльным кредитным организациям (млрд. руб.). Является дополнительным индикатором деятельности организаций российского банковского сектора.

Для построения модели отобраны по 12 наблюдений для каждой переменной за период с 2006 по 2017 гг. Для переменной X6 до 2014 года был взят показатель ставки рефинансирования, а после – показатель ключевой ставки. Вместе с тем значения некоторых переменных (Y, X2, X9, X10) представлены в постоянных ценах 2011 года для исключения влияния уровня инфляции.

С учетом того, что оценка влияния различных факторов на выпуск облигаций кредитными организациями производится во времени (за период), полученная выборка данных является временным рядом. Такие ряды целесообразно анализировать при помощи интегрированной модели

авторегрессии-скользящего среднего (ARIMA), что помимо оценки влияния независимых переменных позволит учитывать влияние зависимой переменной на саму себя, т.е. взять в расчет данные о предыдущих значениях зависимой переменной ( $\Phi_1$ ), а также привести временной ряд к стационарному виду.

Так, после проведения необходимых расчетов и поэтапного исключения из модели факторов, Р-значение которых указывает на их недостаточную достоверность, получена следующая модель (см. таблицу 3.1).

Таблица 3.1

Модель ARIMA с зависимой переменной (1-L) Y, использованы наблюдения за 2008-2017 гг.

Переменная	Коэффициент	Стандартная ошибка	z	Р-значение
Const	-8690,91	1857,16	-4,680	<0,0001
Phi_1	-1,34127	0,328887	-4,078	<0,0001
X1	1,36683	0,216720	6,307	<0,0001
X2	190,846	44,8865	4,252	<0,0001
X5	-166,584	31,7866	-5,241	<0,0001
X7	475,422	114,975	4,135	<0,0001
X8	-912,807	270,670	-3,372	0,0007
X10	-3,59606	1,03916	-3,461	0,0005

Источник: рассчитано на основе [17], [55], [64], [72], [74]

В конечную модель попали такие факторы, как количество действующих организаций, объем прибыли по прибыльным организациям, ВВП, ставка рефинансирования, LIBOR, внешние шоки. Все указанные факторы достоверны на более чем 99% (Р-значения – менее 0,0008).

Таблица 3.2

#### Доверительные интервалы для коэффициентов

Переменная	Коэффициент	95% доверительный интервал
Const	-8690,91	(-12330,9, -5050,94)
Phi_1	-1,34127	(-1,98587, -0,696660)

## Продолжение таблицы 3.2

Переменная	Коэффициент	95% доверительный интервал
X1	1,36683	(0,942071, 1,79160)
X2	190,846	(102,870, 278,822)
X5	-166,584	(-228,885, -104,283)
X7	475,422	(250,075, 700,769)
X8	-912,807	(-1443,31, -382,304)
X10	-3,59606	(-5,63277, -1,55935)

Источник: рассчитано на основе [17], [55], [64], [72], [74]

Граничные значения доверительных интервалов для каждого отдельного коэффициента обладают схожими знаками. Следовательно, нет необходимости в дальнейшем исключении факторов из данной модели. Остальные изначально отобранные для модели факторы оказались достоверными в меньшей степени (менее чем 95%) и были исключены из нее на предыдущих этапах.

Конечная модель тестировалась на нормальность остатков: нулевая гипотеза – ошибки распределены по нормальному закону (Р-значение 0,10054); а также на наличие автокорреляции: нулевая гипотеза – автокорреляция отсутствует (Р-значение 0,00556).

Из всех полученных данная модель отличается наименьшим значением стандартного отклонения зависимой переменной – 126,5518, информационных критериев Акаике – 102,8361, Шварца – 105,2568 и Хеннана-Куинна – 100,1806, следовательно, является наилучшей из всех рассмотренных.

Более того, стоит отметить достаточно высокую точность расчетных значений зависимой переменной относительно наблюдаемых (см. таблицу 3.3 и приложение 5).

Таблица 3.3

## Наблюдаемые и расчетные значения зависимой переменной

Год	Наблюдаемые	Расчетные	Остатки	Остатки по модулю в % от наблюдаемой величины
2008	524,296	518,320	5,97662	1,1399

Продолжение таблицы 3.3

Год	Наблюдаемые	Расчетные	Остатки	Остатки по модулю в % от наблюдаемой величины
2009	582,663	603,458	-20,7941	3,5688
2010	668,157	626,067	42,0901	6,2994
2011	665,400	695,582	-30,1824	4,5360
2012	950,986	950,818	0,167903	0,0177
2013	1054,99	1061,53	-6,54170	0,6201
2014	1098,20	1089,78	8,42410	0,7671
2015	947,368	940,975	6,39339	0,6749
2016	789,026	800,066	-11,0405	1,3993
2017	829,465	823,958	5,50664	0,6639

Источник: рассчитано на основе [17], [55], [64], [72], [74]

Наиболее точное значение рассчитано за 2012 год – 950,818 млрд. руб., что отличается от наблюдаемого лишь на 0,17 млрд. руб; наименее точное – за 2010 год: только за этот год остатки превысили 5% от наблюдаемой величины, в остальных случаях не превышали данное значение. Исходя из всех полученных результатов, можно утверждать, что модель адекватна и статистически значима.

Особое внимание необходимо уделить значениям коэффициентов (из таблицы 3.1), которые отражают величину и характер влияния факторов на зависимую переменную. Важно отметить, что числовая зависимость между переменными имеет в первую очередь математический смысл.

Переменная с наибольшим по модулю коэффициентом (-912,807) – внешние шоки. Такое значение коэффициента говорит о том, что при повышении величины данного фактора на одну единицу, без учета влияния каких-либо других факторов, объем выпущенных кредитными организациями облигаций сократится на сумму 912,807 млрд. руб. Следовательно, между переменными  $Y$  и  $X_8$  прослеживается обратная зависимость.

Действительно, при нарастании экономической неопределенности в стране, перетекающей в кризис, интерес кредитных организаций к выпуску

долгосрочных инструментов заимствования снижается.

Подобные явления в стране или во всем мире заставляют различных экономических субъектов, в том числе и финансовых посредников, сосредоточить свое внимание на текущем планировании. Облигации – источник привлечения долгосрочных ресурсов: такая особенность данного инструмента отчасти подавляет интерес банков к привлечению ресурсов путем их выпуска, что требует от эмитента значительных временных и денежных затрат.

Важно отметить, что к внешним шокам, попавшим в выборку относятся кризисы 2008-2009 и 2014-2015 гг. Как известно данные явления сопровождались нестабильностью различных активов на финансовых рынках [19].

Применительно к российской экономике, ослабление рубля по отношению к иностранным валютам, которая может быть вызвана в том числе снижением мировых цен на нефть, способно оказывать свое влияние и на другие сектора финансового рынка. Так, увеличение волатильности на рынке влечет за собой снижение спроса на корпоративные облигации, в том числе и на банковские. В периоды экономической неопределенности большинство инвесторов предпочитает повременить с вложениями в долгосрочные ценные бумаги кредитных организаций и обращаются к наиболее ликвидным инструментам.

Говоря о кризисных явлениях, стоит обратить внимание на отдельный показатель экономического состояния страны в целом – ВВП. Данный фактор (X2) также присутствует в конечной модели и имеет следующий коэффициент 190,846. Положительный знак указывает на прямую зависимость между ВВП и объемом выпущенных облигаций организациями российского банковского сектора. В соответствии с результатами анализа при росте реального ВВП на 1 трлн. руб. объем выпущенных облигаций увеличивается на 190,846 млрд. руб.

ВВП является универсальным результирующим показателем экономического роста. Достаточно легко прослеживается его зависимость с различными процессами, происходящими в экономике и политике определенной страны, региона или всего мира. Периоды снижения ВВП (2009, 2015, 2016 гг.)

указывают на те самые кризисные явления, которые преобладали в соответствующие моменты времени. Уменьшение показателя «объем выпущенных облигаций» отмечается в 2011, 2015 и 2016 гг. Некоторая задержка отрицательного изменения данного показателя от изменения величины ВВП связана с длительностью процедуры эмиссии облигаций и обращения этих ценных бумаг на рынке. К примеру, значительный объем облигаций мог быть размещен в течение года, в котором начался кризис, следовательно, эти ценные бумаги будут находится в обращении, и еще определенное время их основная сумма будет учитываться при расчете показателя.

Так как ВВП страны – это результирующий показатель, то на него могут воздействовать другие различные факторы, в том числе и денежно-кредитная политика, осуществляемая в России Центральным банком РФ.

Один из индикаторов монетарной политики Банка России – ставка рефинансирования, также является достоверным на 99% фактором (X5) эконометрической модели. Следует отметить, что в качестве такого фактора дополнительно рассматривалась комбинация ставки рефинансирования и ключевой ставки (с учетом ее введения в 2013 году), однако он оказался в рамках последней полученной модели менее достоверным. С позиции математического смысла, это может быть связано с тем, что изменение значения ключевой ставки за 2014 год было достаточно резким, по сравнению с изменением остальных показателей, используемых в модели. Действительно, в данном периоде ключевая ставка послужила мерой оперативного воздействия на ситуацию, сложившуюся в результате смены режима валютного курса и резкого падения мировых цен на нефть: ее значение было увеличено до 17% [17].

В соответствии с результатами анализа, при повышении ставки рефинансирования на 1 п.п. объем выпущенных облигаций кредитными организациями уменьшается на 166,584 млрд руб.

Ставка рефинансирования и ключевая ставка являются инструментами денежно-кредитной политики Банка России, играющими важную роль при регулировании уровня инфляции в стране.



Повышение или снижение данных ставок влечет соответствующее изменение процентных ставок, устанавливаемых коммерческими банками. Следовательно, в течение периода их повышения со стороны инвесторов возрастает спрос на депозиты, и ресурсная база коммерческих банков формируется преимущественно за счет них. В такие периоды эмиссионная активность кредитных организаций на рынке облигаций значительно падает, поскольку размещение долгосрочных инструментов заимствования с более высокой доходностью становится менее выгодным – это увеличивает стоимость банковской ресурсной базы. Так, если кредитная организация размещает на внутреннем рынке облигационный заем с относительно высокой фиксированной процентной ставкой, а в последующем происходит снижение процентной ставки регулятора, то эмитент будет нести очевидные убытки. Поэтому во время повышения процентных ставок интерес к долгосрочным инструментам заимствования пропадает также у самих эмитентов, а в случае снижения – появляется; и кредитные организации вновь обращаются к другим способам привлечения ресурсов для того, чтобы диверсифицировать свои обязательства.

Помимо индикатора внутренних процентных ставок в модели присутствует показатель процентных ставок на международном рынке – двенадцатимесячный долларовой LIBOR (X7). Значение коэффициента при переменной имеет положительный знак, следовательно, при повышении ставки LIBOR на 1 п.п. объем выпущенных облигаций на внутреннем рынке возрастает на 475,422 млрд. руб.

Такое влияние указанного фактора также имеет свое объяснение. Как уже отмечалось ранее, привлекать денежные ресурсы на международном рынке за счет выпуска еврооблигаций могут далеко не все кредитные организации, в том числе из-за немалых сопутствующих затрат на организацию международного синдиката финансовых институтов, проведение road show, установление международного кредитного рейтинга. Следовательно, с учетом повышенных процентных ставок выпуск международных облигаций обойдется эмитенту достаточно дорого. Поэтому в данной ситуации российские коммерческие банки

заинтересованы в более простом способе привлечения долгосрочных ресурсов – выпуск облигаций на внутреннем рынке, опять же в том случае, если это позволяют осуществить внутренние процентные ставки.

Дополнительно здесь стоит отметить тот факт, что для крупнейших зарубежных банков повышение ставок на международном рынке – это, наоборот, подходящий момент для того, чтобы выйти на рынок с облигационным займом, поскольку при сохранении той же ликвидности они смогут предложить по своим ценным бумагам более высокую доходность, чем обычно. В данных условиях российским коммерческим банкам гораздо труднее конкурировать с зарубежными банками, что также в итоге приводит к их переключению на внутренний рынок облигационных заимствований.

Среди двух оставшихся факторов, имеющих высокую достоверность, можно наблюдать следующие показатели: 1) количество действующих кредитных организаций ( $X_1$ ); 2) прибыль по прибыльным кредитным организациям ( $X_{10}$ ). Данные факторы имеют схожие по величине, но различные по знакам, коэффициенты (1,367 и -3,596 соответственно).

Так, при увеличении значения первого фактора на 1 единицу объем выпущенных облигаций вырастает на 1,367 млрд. руб. С учетом того, что количество действующих кредитных организаций сокращается преимущественно за счет небольших и допускающих убытки компаний, которые в связи с отсутствием или недостаточным кредитным рейтингом не выходили на рынок облигаций с заимствованиями, данная зависимость не имеет особого экономического смысла. Необходимо отметить, что на протяжении всего рассматриваемого периода прослеживалась четкая понижительная тенденция указанного показателя. Следовательно, влияние, которое мог оказывать данный фактор, имело исключительно отрицательный характер: снижение количества действующих кредитных организаций периодически сопровождалось снижением объема выпущенных ими облигаций.

По второму из этих факторов следует отметить, что наблюдаемые изменения прибыли статистически соотносятся с изменениями ВВП и

показателя внешних шоков. Исходя из полученных результатов анализа, можно предположить, что кредитные организации не в полной мере используют возможности, предоставляемые им в периоды экономического роста, для привлечения долгосрочных ресурсов, так как, по данным эконометрической модели, при увеличении прибыли прибыльных кредитных организаций на 1 млрд руб. объем выпущенных облигаций всеми действующими организациями уменьшается на 3,596 млрд. руб. То есть при росте прибыли кредитные организации не создавали себе запас относительно недорогих долгосрочных ресурсов.

Таким образом, в результате построения модели с учетом введенных параметров были выявлены факторы, имеющие определенную статистическую зависимость с показателем эмиссионной активности кредитных организаций на внутреннем рынке облигаций. Основными из них, с точки зрения экономического смысла, являются индикатор внешних шоков, ВВП, ставка рефинансирования и LIBOR.

### 3.2. Направления развития деятельности российских коммерческих банков по выпуску облигаций

На разных этапах эмиссии облигаций на внутреннем и международном рынке помимо экономической ситуации в стране российским коммерческим банкам важно учитывать различные проблемы и перспективы, связанные с возможностями эмитента и интересами инвесторов.

По настоящее время определенные сложности для эмитентов ценных бумаг вызывают экономические санкции западных стран, введенные также против некоторых российских кредитных организаций. В частности, крупнейшим коммерческим банкам, которые активно обращались к инструментам долгосрочного заимствования на рынке еврооблигаций, было запрещено привлекать на рынке обязательства на срок свыше 30 дней; а с учетом того, что такие банки использовали ценные бумаги в том числе для увеличения собственного капитала, их возможности на соответствующем рынке были

ограничены значительным образом [32].

Среди перспектив использования коммерческими банками международных облигаций с целью привлечения ресурсов можно отметить выпуск облигаций на азиатском рынке. К настоящему моменту имеется положительный опыт российских эмитентов по привлечению ресурсов путем выпуска иностранных облигаций в юанях.

В марте и сентябре 2017 года UC Rusal разместила на китайском рынке так называемые panda bonds в суммарном объеме 1,5 млрд. юаней. Panda bonds – облигации, выпускаемые иностранными заемщиками на внутреннем рынке Китая, что классифицирует их как международные облигации [13]. Так, при дальнейшем сотрудничестве России и Китая в финансовой сфере, а также развитии процесса либерализации китайского рынка, российским коммерческим банкам следует обратить внимание на возможный вариант привлечения денежных ресурсов, который позволит продолжать формирование их публичной кредитной истории. Здесь следует дополнительно отметить, что рынок облигаций сейчас способствует созданию не только кредитной истории и рыночных котировок облигаций эмитентов, но и их привлекательного имиджа среди инвесторов в акции. Тем самым выпуск облигаций коммерческим банком может способствовать росту его акций. При выпуске облигаций на китайском рынке организациям необходимо учитывать особенности налогового и валютного законодательства данной страны.

Вытекающей из экономических санкций и относительно недавнего экономического упадка является проблема снижения уровня кредитных рейтингов. В результате такого положения в России международные информационные агентства, занимающиеся финансовой аналитикой, снизили кредитные рейтинги российских организаций банковского сектора. Несмотря на текущее улучшение ситуации в экономике и последующий пересмотр в положительную сторону оценок рейтинговых агентств, интерес инвесторов к облигациям, выпускаемым коммерческими банками, несколько снизился [32].

Отдельная, не менее важная проблема – низкая степень известности

средних банков. Большинство из них работает много лет, имеет растущие показатели и большой опыт работы со стабильной клиентской базой, но они либо не известны, либо не интересны инвестиционному сообществу. Также является совершенно неоправданной та ситуация, при которой облигационные выпуски средних банков относятся ко «второму», а то и «третьему» эшелону рынка облигаций [19]. Поэтому часто облигации действительно устойчивых банков обходятся без внимания инвесторов.

Говоря об отношении к банковским облигациям со стороны инвесторов, нельзя не отметить низкую развитость российского финансового рынка в целом. В рейтинге GCI 2017-2018 гг. по данному фактору из всех стран Россия занимает 107 место, причем на такое положение главным образом повлияло 110 место среди стран по показателю «легкость получения кредитов» и 121 место по показателю «устойчивость банков» [45].

Подобные результаты и потоки другой информации, которые не создают атмосферу доверия, порождают некоторую боязнь среди инвесторов к ценным бумагам российских коммерческих банков. Она выражается как со стороны частных, так и со стороны институциональных инвесторов. Их сильно беспокоит недостаточность информации о реальном финансовом положении банка-эмитента (у части из них может отсутствовать и кредитная история), поэтому инвесторы оценивают риск вложения в ценные бумаги «высоким». Отсюда следует необходимость совершенствования мер по повышению устойчивости банковской системы.

Вместе с тем до недавнего времени одним из факторов, оказывающих отрицательное влияние на заинтересованность инвесторов, было отсутствие прямых налоговых стимулов активного участия на рынке корпоративных облигаций. Закон об освобождении купонного дохода по корпоративным облигациям российских эмитентов от уплаты НДФЛ вступил в силу 1 января 2018 года (внесены изменения в Налоговый кодекс в части определения налоговой базы в отношении процентного дохода). От уплаты НДФЛ освобождаются владельцы корпоративных облигаций, размещение которых

произошло после 1 января 2017 года [30]. Подобные меры в перспективе могут позволить определенным выпускам банковских облигаций составить конкуренцию облигациям федерального займа.

С позиции инвестора явным недостатком является и тот факт, что вложения в облигации банковского сектора никак не застрахованы, впрочем, как и вложения в остальные корпоративные облигации. По своим обязательствам банк-эмитент может объявить дефолт и не уплатить предстоящие платежи по ценным бумагам. В российской практике такое случалось уже со многими кредитными организациями: Внешпромбанк, Татфондбанк, Межпромбанк, Нота-Банк, Стройкредит. Причем большинство облигаций из выпусков с состоянием дефолт должны были быть погашены даже позднее 2018 года [18]. Субординированные облигации в свою очередь могут быть просто списаны на покрытие убытков организации из-за невыполнения норматива достаточности капитала. Примером таких ситуаций могут служить совсем недавние события с ФК Открытие (списание «субордов» в конце 2017 года) и Промсвязьбанком (начало 2018 года) [54].

С позиции эмитента к отрицательным факторам, оказывающим влияние на выпуск облигаций российскими коммерческими банками, также можно отнести сложность процедуры регистрации эмиссии и длительность предварительных мероприятий, необходимых для размещения ценных бумаг: в среднем это занимает от трех до пяти месяцев.

Данные трудности не дают возможности банку-эмитенту оперативно подстроиться под изменившуюся конъюнктуру и предложить рынку ту структуру облигаций и ту доходность, которые были бы интересны потенциальным инвесторам в момент размещения облигационного выпуска.

Обозначенная проблема относится к ряду важных несмотря на то, что существует возможность выпуска биржевых облигаций, регистрация которых проходит по упрощенным правилам [12]. Все дело в том, что характеристики ценной бумаги, описанные в требованиях к выпуску биржевых облигаций, часто не соответствуют интересам банка-эмитента, поэтому им приходится

обращаться к традиционному виду облигаций и регистрировать выпуск у уполномоченного органа.

В перспективе частично устранить указанную сложность может позволить технология блокчейн (как технологическое решение). Выпуск облигаций на ее основе в России уже был проведен крупнейшими телекоммуникационными компаниями Мегафон и МТС. Это были выпуски коммерческих облигаций (номера регистрации: 4CDE-01-00822-J и 4CDE-01-04715-A-001P), организаторами и покупателями которых стали Райффайзенбанк и Sberbank CIB соответственно [18]. Совместная апробация данной технологии с Национальным расчетным депозитарием на примере рублевых коммерческих облигаций с реализацией их полного жизненного цикла в виде набора смарт-контрактов – от размещения до полного исполнения обязательств, была в полной мере успешна.

В рамках подготовки к сделке была реализована модель расчетов DVP (Delivery Versus Payment – поставка против платежа) на блокчейн, при которой движение ценных бумаг и денежных средств происходит одновременно. В рамках сделки также добавлена возможность динамического изменения состава участников сети для работы с широким кругом инвесторов [53].

Помимо развития информационно-технического обеспечения финансового рынка Банк России в 2019-2021 гг. планирует осуществлять задачи по следующим направлениям:

- формирование доверительной среды;
- развитие конкуренции на финансовом рынке;
- поддержание стабильности;
- обеспечение доступности финансовых услуг [45].

Таким образом, для коммерческих банков при выполнении Банком России поставленных задач облигации должны стать еще более перспективным инструментом реализации возможностей привлечения долгосрочных ресурсов, увеличения собственного капитала, формирования кредитной истории, повышения известности среди круга иностранных и национальных инвесторов, а также обретения новых партнеров и контрагентов.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Ресурсная база играет важную роль в деятельности практически любой организации, в том числе и кредитной, где она имеет уникальную особенность – ее структура характеризуется гораздо большей долей обязательств, чем собственных средств. Среди источников привлечения банковских ресурсов можно выделить большое количество финансовых инструментов, в том числе облигации.

Облигация – это эмиссионная ценная бумага, представляющая собой долговое обязательство и обладающая определенными характеристиками, которые отличают ее от других ценных бумаг. Данный финансовый инструмент используется для разных целей государством, предприятиями и компаниями, в том числе и кредитными организациями.

Таким образом, право выпускать облигации имеют различные по своему функциональному назначению субъекты экономики.

Основными целями их выпуска коммерческими банками являются следующие: пополнение ресурсной базы для последующего расширения активных операций, увеличение регулятивного капитала и его поддержание в требуемом законодательством размере.

Банковские облигации обладают широкой классификацией. По одному из ее важных критериев различают внутренние и международные облигации, которые размещаются и в дальнейшем обращаются на соответствующих их названиям рынках.

Размещение облигаций осуществляется путем эмиссии, которая носит последовательный характер и состоит из нескольких этапов.

При эмиссии облигаций на внутреннем рынке главное внимание уделяется принятию решения о выпуске облигаций, его утверждению, подготовке проспекта эмиссии, а также регистрации выпуска.

При эмиссии международных облигаций, выпуск которых осуществляется на гораздо больший объем, чем внутренних облигаций, особое внимание



уделяется соответствию кредитной организации условиям эмиссии таких ценных бумаг, созданию групп и синдикатов, ответственных за выпуск долгового инструмента.

Коммерческие банки являются активными участниками на рынке корпоративных облигаций.

Несмотря на небольшой удельный вес выпущенных облигаций в ресурсной базе российского банковского сектора и в отдельно рассмотренной ресурсной базе крупнейших коммерческих банков, они занимают важное место среди остальных обязательств, так как дают возможность привлекать ресурсы на более длительный срок, а также позволяют увеличивать размер регулятивного капитала.

Изменение объемов выпущенных облигаций крупнейшими российскими коммерческими банками на внутреннем рынке соответствует общей тенденции, преобладающей в российском банковском секторе (в период, связанный с экономической неопределенностью, наблюдалось снижение объема выпущенных ценных бумаг – с 2014 по 2016 гг., а в 2017 году – его увеличение).

На международном рынке облигаций эмиссионная активность крупнейших российских коммерческих банков за последнее время значительно снизилась (сокращение объема выпущенных ценных бумаг наблюдается на протяжении периода с 2014 по 2017 гг.). На подобную ситуацию главным образом оказали влияние внешнеполитические факторы, в частности, экономические санкции со стороны западных стран, введенные в том числе против некоторых российских кредитных организаций.

Использование эконометрических моделей позволило выделить основные факторы, оказывающие влияние на выпуск организациями российского банковского сектора внутренних облигаций.

Среди них важное экономическое значение имеют индикатор внешних шоков, ВВП как показатель состояния экономики страны, а также ставка рефинансирования и двенадцатимесячный долларовый LIBOR как индикаторы внутренних и международных процентных ставок соответственно.

Кроме того, среди основных проблем, препятствующие развитию деятельности по выпуску облигаций российскими коммерческими банками в настоящее время отмечаются: сложность процедуры регистрации эмиссии, экономические санкции, снижение уровня кредитных рейтингов, низкие показатели устойчивости банков, недоверие инвесторов к банковским облигациям, отсутствие инструментов защиты инвестиций, низкая развитость российского финансового рынка в целом.

В качестве основных направлений развития данной деятельности выделены следующие: совершенствование такого инструмента, как биржевые облигации, использование иностранных облигаций для привлечения банковских ресурсов, разработка и реализация мер по повышению устойчивости коммерческих банков, внедрение в процесс размещения облигаций технологии блокчейн.

Таким образом, банковские облигации уже твердо заняли свое место в пассивах кредитных организаций. При этом для коммерческих банков они по-прежнему являются перспективным инструментом реализации возможностей привлечения долгосрочных ресурсов, увеличения собственного капитала, формирования кредитной истории, повышения известности среди круга иностранных и национальных инвесторов, а также обретения новых партнеров и контрагентов.

В дальнейшем, при осуществлении Банком России задач по основным направлениям развития финансового рынка, интерес коммерческих банков к данному инструменту должен определенно возрасти.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. База информационно-аналитических бюллетеней [Электронный ресурс] / Официальный сайт информационного агентства Cbonds. – Режим доступа: <http://data.cbonds.info/analitics/> (дата обращения: 06.05.2018)
2. Банковское дело: учебник / под ред. д-ра экон. наук, проф. Г. Г. Коробовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Магистр: ИНФРА-М, 2015. – 592 с.
3. Белоглазова, Г. Н. Банковское дело. Организация деятельности коммерческого банка: учебник / Г. Н. Белоглазова, Л. П. Кроливецкая. – М. : Юрайт, 2014. – 432 с.
4. Биржевые структурные облигации [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО Сбербанк. – Режим доступа: [https://www.sberbank.ru/ru/person/investments/broker\\_service/bso](https://www.sberbank.ru/ru/person/investments/broker_service/bso) (дата обращения: 07.03.2018)
5. Богачева, О. В. «Зеленые» облигации как важнейший инструмент финансирования «зеленых» проектов / О. В. Богачева, О. В. Смородинов // Финансовый журнал. – 2016. – № 2. – С. 70-81.
6. Бондизация – развитие облигационного рынка [Электронный ресурс] / Аналитическая записка Банка России № 12, июль 2017 г. – Режим доступа: <https://www.cbr.ru/Content/Document/File/16751/07.pdf> (дата обращения: 03.05.2018)
7. Букирь, М. Я. Облигации: бухгалтерский учет в банках и другие аспекты работы / М. Я. Букирь. – М. : КНОРУС: ЦИПСИР, 2012. – 280 с.
8. Бусыгина, Д. А. Выпуск еврооблигаций российскими эмитентами – преимущества и сложности [Электронный ресурс] / Д. А. Бусыгина // Научное сообщество студентов XXI столетия. Экономические науки: сб. ст. по мат. LIV междунар. студ. науч.-практ. конф. – 2017. - № 6 (54). – Режим доступа: [https://sibac.info/archive/economy/6\(54\).pdf](https://sibac.info/archive/economy/6(54).pdf) (дата обращения: 15.05.2018)
9. Галанов, В. А. Рынок ценных бумаг: учебник / В. А. Галанов. – М. : ИНФРА-

М, 2016. – 379 с.

10. Галанцева, И. В. Роль развития рынка облигаций в обеспечении финансовых потребностей реального сектора экономики / И. В. Галанцева // Вестник Казанского технологического университета. – 2012. - № 14. – Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/rol-razvitiya-rynka-obligatsiy-v-obespechenii-finansovyh-potrebnostey-realnogo-sektora-ekonomiki> (дата обращения: 06.05.2018)
11. Гурнович, Т. Г. Валютные и международные операции банка: учеб. пособие / Т. Г. Гурнович, Ю. М. Склярова, Л. А. Латышева. – М. : МИРАКЛЬ, 2014. – 248 с.
12. Допуск биржевых облигаций [Электронный ресурс] / Официальный сайт Московской Биржи. – Режим доступа: <http://www.moex.com/s1877> (дата обращения: 15.05.2018)
13. Еврооблигации российских эмитентов [Электронный ресурс] / информационный бюллетень компании PricewaterhouseCoopers. – Режим доступа: <https://www.pwc.ru/ru/assets/eurobonds-2017-rus-new.pdf> (дата обращения: 13.06.2018)
14. Жарковская, Е. П. Банковское дело: учебник / Е. П. Жарковская. – 7-е изд., испр. и доп. – М. : Омега-Л, 2010. – 479 с.
15. Зверев, В. А. Рынок ценных бумаг: учебник / В. А. Зверев, А. В. Зверева, С. Г. Евсюков, А. В. Макеев. – М. : Дашков и К, 2015. – 256 с.
16. Иванова, И. В. Собственный капитал банка и способы его формирования [Электронный ресурс] / И. В. Иванова // Международный журнал прикладных и фундаментальных исследований. – 2015. – № 8-3. – Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/sobstvennyu-kapital-banka-i-sposoby-ego-formirovaniya> (дата обращения: 03.12.2017)
17. Инструменты ДКП и другие операции Банка России [Электронный ресурс] / Официальный сайт Банка России. – Режим доступа: [https://www.cbr.ru/DKP/instruments\\_dkp/](https://www.cbr.ru/DKP/instruments_dkp/) (дата обращения: 10.06.2018)
18. Информация об облигациях российских эмитентов [Электронный ресурс] /

- Официальный сайт информационного агентства Финмаркет – RusBonds. – Режим доступа: [http://www.rusbonds.ru/srch\\_simple.asp](http://www.rusbonds.ru/srch_simple.asp) (дата обращения: 10.06.2018)
19. Котировки финансовых инструментов [Электронный ресурс] / Официальный сайт инвестиционной группы Финам. – Режим доступа: <https://www.finam.ru/international/home/> (дата обращения: 10.06.2018)
  20. Кредитные рейтинги банка Альфа-Банк [Электронный ресурс] / Официальный сайт АО Альфа-Банк. – Режим доступа: <https://alfabank.ru/about/awards/ratings/> (дата обращения: 29.05.2018)
  21. Кредитные рейтинги банка ВТБ [Электронный ресурс] / Официальный сайт банка ВТБ (ПАО). – Режим доступа: [https://www.vtb.ru/akcionery-i-investory/rejtingi-i-dolgovye-instrumenty/kreditnye-rejtingi/#tab\\_1\\_1#](https://www.vtb.ru/akcionery-i-investory/rejtingi-i-dolgovye-instrumenty/kreditnye-rejtingi/#tab_1_1#) (дата обращения: 29.05.2018)
  22. Кредитные рейтинги банка Газпромбанк [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО Сбербанк. – Режим доступа: <https://www.gazprombank.ru/about/ratings/> (дата обращения: 29.05.2018)
  23. Кредитные рейтинги банка Россельхозбанк [Электронный ресурс] / Официальный сайт АО «Россельхозбанк». – Режим доступа: <https://rshb.ru/about/fitch-ratings/> (дата обращения: 29.05.2018)
  24. Кредитные рейтинги банка Сбербанк [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО Сбербанк. – Режим доступа: <http://www.sberbank.com/ru/investor-relations/debt-profile/credit-ratings> (дата обращения: 29.05.2018)
  25. Ланцева, Н. А. Деятельность коммерческих банков на рынке ценных бумаг: эмиссионные операции и собственные сделки с ценными бумагами [Электронный ресурс] / Н. А. Ланцева // Ученые записки Тамбовского отделения РoCМУ. – 2015. - № 4. – Режим доступа: <http://cyberleninka.ru/article/n/deyatelnost-kommercheskih-bankov-na-rynke-tsennyh-bumag-emissionnye-operatsii-i-sobstvennyye-sdelki-s-tsennymi-bumagami> (дата обращения: 06.12.2017)
  26. Лукасевич, И. Я. Инвестиции: учебник / И. Я. Лукасевич. – М. : ИНФРА-М,

2013. – 413 с.

27. Максимова, В. Ф. Международные финансовые рынки и международные финансовые институты / В. Ф. Максимова, К. В. Максимов, А. А. Вершинина. – М. : Изд. центр ЕАОИ, 2012. – 175 с.
28. Международное и зарубежное финансовое регулирование: институты, сделки, инфраструктура / под ред. А. В. Шамраева. – М. : КНОРУС, 2014. – 640 с.
29. Мирошниченко, О. С. Ценные бумаги в ресурсной базе и капитале коммерческого банка / О. С. Мирошниченко // Финансы и кредит. – 2012. – № 41. – С. 68-79.
30. Налоговый Кодекс Российской Федерации часть первая от 31.07.1998 № 146-ФЗ (ред. от 19.02.2018) и часть вторая от 05.08.2000 № 117-ФЗ (ред. от 23.03.2018) / Справочно-правовая система Гарант: [Электронный ресурс] / НПП «Гарант» (дата обращения: 02.05.2018)
31. Натепрова, Т. Я. Учет ценных бумаг и финансовых вложений: учебное пособие / Т. Я. Натепрова, О. В. Трубицына; отв. ред. д. э. н., проф. Е. А. Еленевская. – 4-е изд., перераб. и доп. – М. : Дашков и К, 2013. – 264 с.
32. Носова, Т. П. Влияние санкций на источники фондирования российских банков [Электронный ресурс] / Т. П. Носова, К. А. Назаретян, Н. Т. Кумпилов // Научный журнал КубГАУ. – 2017. - № 130. – Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/vliyanie-sanktsiy-na-istochniki-fondirovaniya-rossiyskih-bankov> (дата обращения: 13.06.2018)
33. Ноты участия в кредите [Электронный ресурс] / Официальный сайт информационного агентства Сbonds. – Режим доступа: <http://cbonds.ru/glossary/loan-participation-note-lpn> (дата обращения: 23.05.2018)
34. О банках и банковской деятельности: Федеральный закон от 02.12.1990 № 395-1 (ред. от 23.04.2017) / Справочно-правовая система Гарант: [Электронный ресурс] / НПП «Гарант» (дата обращения: 02.05.2018)
35. О методике определения величины собственных средств (капитала)

- кредитных организаций («Базель III»): Положение Банка России от 28.12.2012 № 395-П (ред. от 04.08.2016) / Справочно-правовая система Гарант: [Электронный ресурс] / НПП «Гарант» (дата обращения: 02.05.2018)
36. О порядке осуществления процедуры эмиссии ценных бумаг кредитных организаций на территории Российской Федерации: Инструкция Банка России от 27.12.2013 № 148-И (ред. от 11.05.2017) / Справочно-правовая система Гарант: [Электронный ресурс] / НПП «Гарант» (дата обращения: 02.05.2018)
37. О рынке ценных бумаг: Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ (ред. от 31.12.2017) / Справочно-правовая система Гарант: [Электронный ресурс] / НПП «Гарант» (дата обращения: 30.01.2018)
38. Об акционерных обществах: Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ (ред. от 31.12.2017) / Справочно-правовая система Гарант: [Электронный ресурс] / НПП «Гарант» (дата обращения: 24.01.2018)
39. Об ипотечных ценных бумагах: Федеральный закон от 11.11.2003 № 152-ФЗ (ред. от 25.11.2017) / Справочно-правовая система Гарант: [Электронный ресурс] / НПП «Гарант» (дата обращения: 30.01.2018)
40. Об обществах с ограниченной ответственностью: Федеральный закон от 08.02.1998 № 14-ФЗ (ред. от 31.12.2017) / Справочно-правовая система Гарант: [Электронный ресурс] / НПП «Гарант» (дата обращения: 24.01.2018)
41. Об обязательных нормативах банков: Инструкция Банка России от 28.06.2017 № 180-И (ред. от 02.04.2018) / Справочно-правовая система Гарант: [Электронный ресурс] / НПП «Гарант» (дата обращения: 02.05.2018)
42. Обзор банковского сектора Российской Федерации на 01.02.2015 [Электронный ресурс] / Официальный сайт Банка России. – Режим доступа: [http://www.cbr.ru/analytics/bank\\_system/obs\\_1502.pdf](http://www.cbr.ru/analytics/bank_system/obs_1502.pdf) (дата обращения: 19.05.2018)
43. Обзор банковского сектора Российской Федерации на 01.02.2017 [Электронный ресурс] / Официальный сайт Банка России. – Режим доступа: [http://www.cbr.ru/analytics/bank\\_system/obs\\_1802.pdf](http://www.cbr.ru/analytics/bank_system/obs_1802.pdf) (дата обращения:

- 19.05.2018)
44. Обзор банковского сектора Российской Федерации на 01.05.2018 [Электронный ресурс] / Официальный сайт Банка России. – Режим доступа: [http://www.cbr.ru/analytics/bank\\_system/obs\\_187.pdf](http://www.cbr.ru/analytics/bank_system/obs_187.pdf) (дата обращения: 19.05.2018)
  45. Основные направления развития финансового рынка РФ на период 2019-2021 годов [Электронный ресурс] / Официальный сайт Банка России. – Режим доступа: [http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/41540/onfr\\_2019-21\(project\).pdf](http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/41540/onfr_2019-21(project).pdf) (дата обращения: 10.06.2018)
  46. Официальные курсы валют [Электронный ресурс] / Официальный сайт Банка России. – Режим доступа: [http://www.cbr.ru/currency\\_base/](http://www.cbr.ru/currency_base/) (дата обращения: 29.05.2018)
  47. Панова, Т. А. Операции банка с ценными бумагами / Т. А. Панова. – М. : Изд. центр ЕАОИ, 2011. – 388 с.
  48. Ресурсы коммерческого банка [Электронный ресурс] / Официальный сайт информационного агентства Банки.ру. – Режим доступа: [http://www.banki.ru/wikibank/resursyi\\_banka/](http://www.banki.ru/wikibank/resursyi_banka/) (дата обращения: 05.02.2018)
  49. Рынок корпоративных облигаций, отраслевая структура [Электронный ресурс] / Официальный сайт информационного агентства Cbonds. – Режим доступа: [http://ru.cbonds.info/indexes/indexdetail/?group\\_id=561](http://ru.cbonds.info/indexes/indexdetail/?group_id=561) (дата обращения: 02.05.2018)
  50. Рынок облигаций: курс для начинающих / К. Роджерс; науч. ред. В. Ионов; пер. с англ. – М. : Альпина Паблишер, 2016. – 339 с.
  51. Свиридов, О. Ю. Деньги, кредит, банки: конспекты лекций / О. Ю. Свиридов, А. А. Лысоченко. – Ростов н/Д. : Феникс, 2014. – 320 с.
  52. Семерина, Ю. В. Риски облигаций как финансовых инструментов [Электронный ресурс] / Ю. В. Семерина // Управление экономическими системами. – 2012. - № 6. – Режим доступа: <http://uecs.ru/uecs42-422012/item/1421-2012-06-25-05-19-14?pop=1&tmpl=component&print=1> (дата обращения: 14.12.2017)

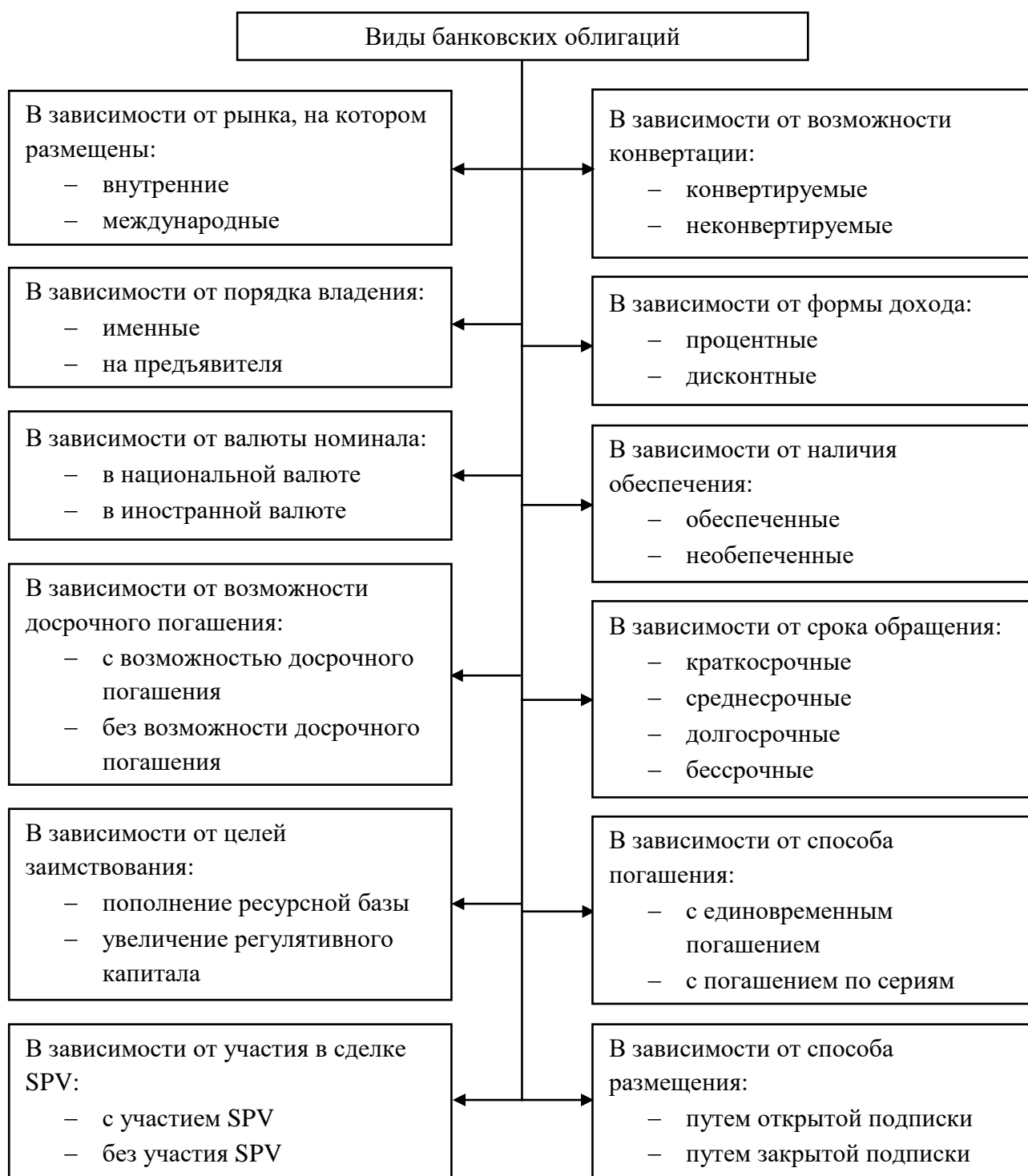


53. Смарт-контракты на технологии блокчейн [Электронный ресурс] / Официальный сайт НКО АО Национальный расчетный депозитарий. – Режим доступа: <https://www.nsd.ru/ru/press/pressrel/index.php?id36=633897> (дата обращения: 14.06.2018)
54. Списание субординированных облигаций [Электронный ресурс] / Официальный сайт информационного агентства РБК. – Режим доступа: <https://www.rbc.ru/finances/14/02/2018/5a8404179a79477b84669792> (дата обращения: 14.06.2018)
55. Справочник по кредитным организациям [Электронный ресурс] / Официальный сайт Банка России. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/credit/main.asp> (дата обращения: 10.06.2018)
56. Стародубцева, Е. Б. Банковские операции: учебник / Е. Б. Стародубцева, О. М. Маркова, А. В. Печникова. – М. : ИНФРА-М, 2014. – 336 с.
57. Стародубцева, Е. Б. Банковское дело: учебник / Е. Б. Стародубцева. – М. : ИНФРА-М, 2014. – 464 с.
58. Стародубцева, Е. Б. Рынок ценных бумаг: учебник / Е. Б. Стародубцева. – М. : ИНФРА-М, 2016. – 178 с.
59. Субординированные облигации российских эмитентов [Электронный ресурс] / Официальный сайт информационного агентства БКС Экспресс. – Режим доступа: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/subordinirovannyye-obligatsii-rossiiskikh-emitentov> (дата обращения: 14.04.2018)
60. Суглобов, А. Е. Операции с ценными бумагами: учебн.-практ. пособие / А. Е. Суглобов, О. Н. Владимирова. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2015. – 191 с.
61. Тарханова, Е. А. Банковское дело: учеб. пособие / Е. А. Тарханова. – Тюмень: Издательство ТюмГУ, 2015. – 304 с.
62. Топсахалова, Ф. М. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: учебное пособие / Ф. М. Топсахалова. – М. : Акад. естествознания, 2011. – 337 с.
63. Фабоцци, Ф. Д. Рынок облигаций: Анализ и стратегии / Фрэнк Дж. Фабоцци; пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2016. – 950 с.
64. Финансовые результаты деятельности кредитных организаций

- [Электронный ресурс] / Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики. – Режим доступа: [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru/statistics/finance/](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/finance/) (дата обращения: 10.06.2018)
65. Характеристики облигаций [Электронный ресурс] / Официальный сайт Московской Биржи. – Режим доступа: <http://moex.com/s162> (дата обращения: 14.12.2017)
66. Ширнин, С. С. Международные облигации: проблемы эмиссии российскими коммерческими банками / С. С. Ширнин, О. С. Мирошниченко // Государство и бизнес. Современные проблемы экономики: сб. науч.-практич. конф. – Санкт-Петербург : РАНХиГС, 2018. – С. 187-191.
67. Ширнин, С. С. Перспективы выпуска облигаций коммерческими банками для формирования ресурсной базы / С. С. Ширнин, О. С. Мирошниченко // Актуальные вопросы теории и практики финансово-хозяйственной деятельности: сб. науч.-практич. конф. – Воронеж : Воронежский филиал РЭУ, 2017. – С. 372-376.
68. Шкала кредитных рейтингов агентства Fitch Ratings [Электронный ресурс] / Официальный сайт международного рейтингового агентства Fitch Ratings. – Режим доступа: <https://www.fitchratings.com/site/definitions> (дата обращения: 01.05.2018)
69. Bond Market / Official Japan Exchange Group website. – URL: <http://www.jpx.co.jp/english/search.html> (accessed 28.03.2018)
70. Global Bonds Issuance / Official Reuters website. – URL: <https://www.reuters.com/article/primary-bonds-idUSL5N1FM63W> (accessed 28.03.2018)
71. Mobilizing Private Climate Finance – Green Bonds and Beyond / IFC, a member of the World Bank Group. EM Compass. – 2016. – URL: [https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/publications\\_ext\\_content/ifc\\_external\\_publication\\_site/publications\\_listing\\_page/thought+leadership+library](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/publications_ext_content/ifc_external_publication_site/publications_listing_page/thought+leadership+library) (accessed 28.03.2018)

72. Russian Federation, GDP / Official World Bank Group website. – URL: <https://data.worldbank.org/country/russian-federation> (accessed 10.06.2018)
73. Stocks and Prices / Official London Stock Exchange website. – URL: <http://www.londonstockexchange.com/prices-and-markets/stocks/stocks-and-prices.htm> (accessed 28.03.2018)
74. US dollar LIBOR history / Official Global-Rates website. – URL: <http://www.global-rates.com/interest-rates/libor/american-dollar/usd-libor-interest-rate-12-months.aspx> (accessed 11.06.2018)

Многокритериальная классификация банковских облигаций



Источник: составлено на основе [3], [9], [29], [33], [50], [66]

ПРИЛОЖЕНИЕ 2

Структура рынка корпоративных облигаций РФ по отраслевой принадлежности эмитента

Отрасль	01.01.2014		01.01.2015		01.01.2016		01.01.2017		01.01.2018	
	Номинал, млрд. руб.	Уд. вес, %	Номинал, млрд. руб.	Уд. вес, %	Номинал, млрд. руб.	Уд. вес, %	Номинал, млрд. руб.	Уд. вес, %	Номинал, млрд. руб.	Уд. вес, %
Банковский сектор	1567,5	29,7	2069,5	29,2	2072,3	25,6	2104,7	22,2	2488,1	21,7
Нефтегазовая	577,4	11	1672,4	23,6	1808,1	22,3	2531,2	26,6	3711,4	32,4
Прочие финансовые институты	919,5	17,5	1291	18,2	1598	19,8	1851,8	19,5	2034,2	17,7
Транспорт	453,8	8,6	487,8	6,9	615,1	7,6	714,4	7,5	740,8	6,5
Энергетика	422,5	8	393,3	5,6	545,3	6,7	627	6,6	631	5,5
Машиностроение и металлургия	396,7	7,5	358,6	5,1	327,2	4	332,7	3,5	365,6	3,2
Связь и телекоммуникации	320,9	6,1	290,9	4,1	325,8	4	340,1	3,6	388,1	3,4
Строительство	121,4	2,3	146,2	2,1	231,5	2,9	313	3,3	400,2	3,5
Химическая	62,8	1,2	29,6	0,4	162	2	228,7	2,4	255,7	2,2
Прочие отрасли	427,7	8,1	338,2	4,8	409,8	5,1	458,5	4,8	442,4	3,9
Итого	5270,2	100	7077,5	100	8095,1	100	9502,1	100	11457,5	100

Источник: рассчитано на основе [49]

Динамика рынка облигаций банковского сектора РФ

Показатель	01.01.2014	01.01.2015	01.01.2016	01.01.2017	01.01.2018
Общая номинальная стоимость облигаций, млрд. руб.	1567,5	2069,5	2072,3	2104,7	2488,1
Удельный вес в структуре рынка корпоративных облигаций российских эмитентов, %	29,7	29,2	25,6	22,2	21,7
Изменение общей номинальной стоимости облигаций, млрд. руб.	-	502	2,8	32,4	383,4
Изменение удельного веса в структуре рынка корпоративных облигаций РФ, п. п.	-	-0,5	-3,6	-3,4	-0,5
Темп прироста общей номинальной стоимости облигаций, %	-	32	0,1	1,6	18,2

Источник: рассчитано на основе [49]

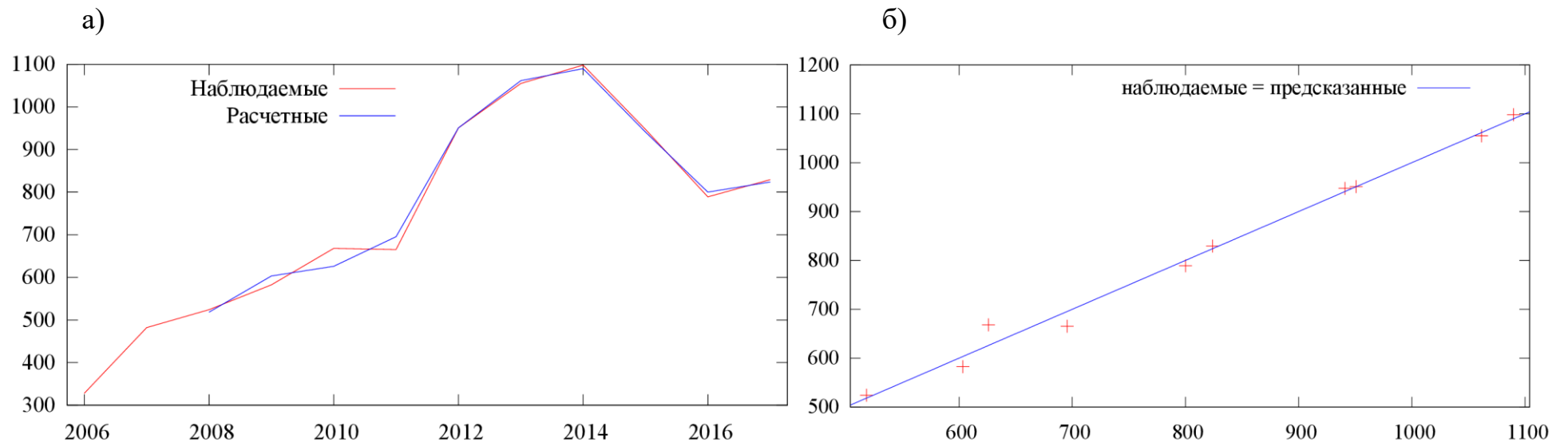
ПРИЛОЖЕНИЕ 4

Значения переменных эконометрической модели и их динамика за период 2006-2017 гг.

Дата	Год	Y	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	X10
01.01.2007	2006	328,045	1189	52,033	60,86	26,3311	11,0	11,0	5,325	0	718,236	719,848
01.01.2008	2007	482,224	1136	56,474	93,85	24,5462	10,0	10,0	5,124	0	862,830	864,371
01.01.2009	2008	524,296	1108	59,438	45,59	29,3804	13,0	13,0	3,089	1	589,219	643,578
01.01.2010	2009	582,663	1058	54,789	77,93	30,2442	8,75	8,75	1,559	1	289,581	402,286
01.01.2011	2010	668,157	1012	57,257	94,75	30,4769	7,75	7,75	0,923	0	708,934	735,723
01.01.2012	2011	665,400	978	60,283	107,24	32,1961	8,0	8,0	0,830	0	848,217	853,842
01.01.2013	2012	950,986	956	62,486	110,88	30,3727	8,25	8,25	1,013	0	927,600	936,181
01.01.2014	2013	1054,990	923	63,602	110,91	32,7292	8,25	5,5	0,683	0	864,085	880,319
01.01.2015	2014	1098,200	834	64,072	57,56	56,2584	8,25	17,0	0,561	1	476,609	690,263
01.01.2016	2015	947,368	773	62,260	37,61	72,8827	11,0	11,0	0,794	1	143,594	550,396
01.01.2017	2016	789,026	623	62,120	56,82	60,6569	10,0	10,0	1,376	0	671,175	932,672
01.01.2018	2017	829,465	561	63,05	66,87	57,6002	7,75	7,75	1,788	0	540,693	1069,284
Период		Y	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	X10
2006 - 2007		154,178	-53	4,441	32,99	-1,7849	-1,00	-1,00	-0,201	0	144,594	144,523
2007 - 2008		42,073	-28	2,964	-48,26	4,8342	3,00	3,00	-2,035	1	-273,611	-220,793
2008 - 2009		58,367	-50	-4,649	32,34	0,8638	-4,25	-4,25	-1,530	0	-299,638	-241,292
2009 - 2010		85,494	-46	2,468	16,82	0,2327	-1,00	-1,00	-0,636	-1	419,353	333,437
2010 - 2011		-2,757	-34	3,026	12,49	1,7192	0,25	0,25	-0,093	0	139,283	118,119
2011 - 2012		285,586	-22	2,203	3,64	-1,8234	0,25	0,25	0,183	0	79,383	82,339
2012 - 2013		104,004	-33	1,116	0,03	2,3565	0,00	-2,75	-0,330	0	-63,515	-55,862
2013 - 2014		43,215	-89	0,470	-53,35	23,5292	0,00	11,50	-0,122	1	-387,476	-190,056
2014 - 2015		-150,836	-61	-1,812	-19,95	16,6243	2,75	-6,00	0,233	0	-333,015	-139,867
2015 - 2016		-158,342	-150	-0,140	19,21	-12,2258	-1,00	-1,00	0,582	-1	527,581	382,276
2016 - 2017		40,439	-62	0,930	10,05	-3,0567	-2,25	-2,25	0,412	0	-130,482	136,6122

Источник: рассчитано на основе [17], [19], [46], [55], [64], [72], [74]

Графики наблюдаемых и расчетных значений: а) в зависимости от времени, б) наблюдаемые от расчетных



Источник: рассчитано и составлено на основе [17], [55], [64], [72], [74]