

УДК 336.763.35

СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ

*канд. экон. наук С.В. БОСЛОВЯК
(Полоцкий государственный университет)*

Проведен анализ структуры и динамики объемов ценных бумаг, обращааемых в торговой системе ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа», в том числе облигаций юридических лиц. Представлены результаты аналогичного анализа по внебиржевому рынку. Обоснована лидирующая позиция корпоративных облигаций на рынке ценных бумаг Республики Беларусь. На основе анализа текущего уровня процентных ставок по различным сегментам финансового рынка сделан вывод о наиболее перспективных видах корпоративных облигаций. Обоснована необходимость дальнейшего развития консультативно-посреднической деятельности по размещению, обращению и погашению облигаций юридических лиц. Представлены пути развития рынка корпоративных облигаций: популяризация вложений в корпоративные облигации организаций нефинансового сектора в рамках повышения финансовой грамотности, расширение спектра услуг инвестиционно-посреднических операций, конкретизация условий эмиссии необеспеченных облигаций, использование гибридных форм финансирования инвестиций.

Ключевые слова: корпоративные облигации, эмиссия, финансирование инвестиций.

Введение. Ключевой ролью финансового рынка выступает трансформация общественных сбережений в инвестиции. В результате создаются условия для формирования капитала, способствующего увеличению национального богатства и повышению уровня жизни населения. Институциональная слабость отечественной финансовой системы проявляется в том, что пока еще полностью не решена проблема перехода сбережений в форму ликвидности с помощью финансовых посредников, а также проблема трансформации краткосрочной ликвидности в долгосрочные инвестиционные ресурсы, используемые в реальном секторе экономики.

На развитых финансовых рынках одним из перспективных способов финансирования является выпуск корпоративных облигаций. Основным преимуществом корпоративных облигаций по сравнению с другими инструментами финансирования является наличие ликвидного биржевого вторичного рынка, предоставляющего эмитенту больше возможностей по управлению ликвидностью и регулированию объема текущей задолженности [1, с. 88].

Основная часть. В настоящее время облигации юридических лиц занимают достойное место на белорусском биржевом рынке ценных бумаг (таблица 1).

Таблица 1. – Динамика и структура объемов сделок в торговой системе ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» за 2016 – 2019 гг.

| Показатели | 2016 год | | 2017 год | | 2018 год | | 2019 год | |
|---|----------|------------|----------|------------|----------|------------|----------|------------|
| | млн BYN | уд. вес, % | млн BYN | уд. вес, % | млн BYN | уд. вес, % | млн BYN | уд. вес, % |
| Сделки с акциями | 50,3 | 0,5 | 84,3 | 1,1 | 95,7 | 0,7 | 34,5 | 0,3 |
| Сделки с облигациями | 9577,4 | 99,5 | 7809,7 | 98,9 | 12904,7 | 99,3 | 10605,3 | 99,7 |
| в т.ч. с правительственными облигациями | 5941,0 | 61,7 | 2828,3 | 35,8 | 6224,9 | 47,9 | 5742,9 | 54,0 |
| с облигациями Национального банка | 974,7 | 10,1 | 2152,6 | 27,3 | 2799,1 | 21,5 | 1304,1 | 12,3 |
| с облигациями местных займов | 151,2 | 1,6 | 679,5 | 8,6 | 131,2 | 1,0 | 0,0 | 0,0 |
| с облигациями юридических лиц | 2510,5 | 26,1 | 2149,3 | 27,2 | 3749,5 | 28,8 | 3558,3 | 33,4 |
| Итого сделок в торговой системе | 9627,7 | 100,0 | 7894,0 | 100,0 | 13000,4 | 100,0 | 10639,8 | 100,0 |

Как видно из таблицы 1, удельный вес объемов сделок с облигациями юридических лиц возрос с 26,1% до 33,4% всего объема сделок в торговой системе ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа». При этом устойчивый рост удельного веса наблюдается на протяжении всего рассматриваемого периода.

Аналогичные показатели по внебиржевому рынку представлены в таблице 2.

Таблица 2. – Динамика и структура объемов сделок на внебиржевом рынке за 2016 – 2019 гг.

| Показатели | 2016 год | | 2017 год | | 2018 год | | 2019 год | |
|---|----------|------------|----------|------------|----------|------------|----------|------------|
| | млн BYN | уд. вес, % | млн BYN | уд. вес, % | млн BYN | уд. вес, % | млн BYN | уд. вес, % |
| Операции с акциями | 312,4 | 3,3 | 736,7 | 9,2 | 623,0 | 3,7 | 732,1 | 3,8 |
| Операции с облигациями | 9039,9 | 96,7 | 7265,6 | 90,8 | 16260,0 | 96,3 | 18405,4 | 96,2 |
| в т.ч. с правительственными облигациями | 1370,3 | 14,7 | 723,8 | 9,0 | 229,8 | 1,4 | 267,2 | 1,4 |
| с облигациями Национального банка | 172,7 | 1,8 | 311,0 | 3,9 | 214,0 | 1,3 | 43,9 | 0,2 |
| с облигациями местных займов | 282,4 | 3,0 | 237,3 | 3,0 | 42,2 | 0,2 | 111,7 | 0,6 |
| с облигациями юридических лиц | 7214,5 | 77,1 | 5993,5 | 74,9 | 15774,0 | 93,4 | 17982,6 | 94,0 |
| Итого операций на внебиржевом рынке | 9352,3 | 100,0 | 8002,3 | 100,0 | 16883,0 | 100,0 | 19137,5 | 100,0 |

Согласно представленным данным удельный вес операций с облигациями юридических лиц на внебиржевом (неорганизованном) рынке еще выше. В 2019 году его значение составило 93,4%. Практически весь внебиржевой рынок ценных бумаг в Беларуси представлен облигациями юридических лиц. Это обусловлено, прежде всего, возможностью банков продавать и покупать собственные документарные облигации через свои отделения.

В целом, данные таблиц 1 и 2 свидетельствуют о наличии стабильного спроса на облигации юридических лиц со стороны потенциальных инвесторов.

Накопленный объем допущенных к обращению облигаций представлен в таблице 3.

Таблица 3 – Динамика и структура объемов выпусков облигаций, находящихся в обращении

| Виды облигаций | 01.01.2018 | | 01.01.2019 | | 01.01.2020 | |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | млн BYN | уд. вес, % | млн BYN | уд. вес, % | млн BYN | уд. вес, % |
| Правительственные облигации | 9180,1 | 30,0 | 8887,2 | 29,1 | 8750,8 | 29,1 |
| Облигации Национального банка | 4603,1 | 15,1 | 2254,1 | 7,4 | 1159,2 | 3,9 |
| Облигации местных займов | 3594,2 | 11,8 | 3427,6 | 11,2 | 3149,2 | 10,5 |
| Облигации банков | 7196,2 | 23,5 | 8494,5 | 27,8 | 8373,8 | 27,9 |
| Корпоративные облигации нефинансового сектора | 6010,0 | 19,7 | 7511,7 | 24,6 | 8629,7 | 28,7 |
| Итого | 30583,6 | 100,0 | 30575,1 | 100,0 | 30062,7 | 100,0 |

Как видим, суммарный удельный вес облигаций юридических лиц (банков и нефинансового сектора) достиг к 01.01.2019 г. 52,4%. При этом удельный вес облигаций предприятий и организаций нефинансового сектора возрос с 19,7% до 24,6%. По состоянию на 01.01.2020 г. суммарный удельный вес банковских облигаций и облигаций организаций нефинансового сектора превысил 56%, а удельный вес корпоративных облигаций организаций нефинансового сектора (28,7%) впервые превысил удельный вес банковских облигаций (27,9%).

Накопленный объем эмитированных корпоративных облигаций возрос за 2018 год с 6010 млн BYN до 7511,7 млн BYN (на 25%). Для сравнения: за аналогичный период темп прироста облигаций банков, находящихся в обращении, составил 18%, накопленные объемы эмиссии других эмитентов снизились. Это говорит о том, что сегмент корпоративных облигаций нефинансового сектора стал самым быстрорастущим на рынке облигаций по итогам 2018 года. В 2019 году рост накопленных объемов эмиссии облигаций организаций нефинансового сектора составил 15% к уровню 2018 года. По всем другим сегментам рынка облигаций в этом периоде наблюдается снижение.

Отмеченному росту во многом способствовало принятие Указа Президента Республики Беларусь от 18 июля 2016 г. № 272 «О внесении изменений и дополнений в указы Президента Республики Беларусь», которым был изменен пункт 1 Указа Президента Республики Беларусь от 28 апреля 2006 г. № 277 «О некоторых вопросах регулирования рынка ценных бумаг», в частности, «юридические лица, не имеющие отрицательного финансового результата от реализации продукции, товаров (работ, услуг) или чистого убытка на дату принятия решения о выпуске облигаций, а также в течение двух лет, предшествующих принятию такого решения (в случае осуществления юридическим лицом деятельности менее трех лет – за весь период его деятельности), при условии, что объем выпусков таких облигаций не превышает размера

собственного капитала (чистых активов) эмитента облигаций, рассчитанного в соответствии с законодательством» [2]. Это позволило эмитентам нефинансового сектора выпускать облигации не под залог имущества, а под их обеспечение чистыми активами.

В 2019 году впервые в Республике Беларусь была проведена операция секьюритизации: 27.12.2019 г. зарегистрирован первый выпуск облигаций, эмитированных в рамках операции секьюритизации, проведенной ЗАО «Специальная финансовая организация «Центр секьюритизации». Объем выпуска составил 11,5 млн рублей, срок погашения облигаций – 27.12.2029, ставка процентного дохода – ставка рефинансирования, увеличенная на 5,44 процентных пункта. Выделенными активами выступили права требования по кредитным договорам, заключенным с физическими лицами, выданным на приобретение автотранспортных средств.

Однако вышеперечисленные достижения на рынке корпоративных облигаций пока недостаточны с точки зрения покрытия потребности субъектов хозяйствования в долгосрочном финансировании. По состоянию на 01.01.2020 г. общее количество эмитентов облигаций составило 255 субъектов (по сравнению с предыдущим годом их количество уменьшилось на 7,3%). Для сравнения, общее число коммерческих организаций в Республике Беларусь на 01.01.2020 г. составило 115,6 тыс. единиц (из них только акционерных обществ 3528) [3, с. 196].

При размещении юридическими лицами облигаций следует учитывать, что нижняя граница их доходности связана с экономическими интересами инвестора и ограничивается доходностью альтернативных инструментов для вложения свободных денежных средств инвесторов (например, процентные ставки по депозитам). Верхняя граница доходности облигаций юридических лиц связана с экономическими интересами эмитента и определяется процентной ставкой альтернативных инструментов привлечения денежных средств, в первую очередь, банковских кредитов.

Для определения целевой группы инвесторов в корпоративные облигации проведем такие сопоставления по данным Национального банка Республики Беларусь за июнь 2020 года [4]. Так, за этот период средняя процентная ставка по вновь выдаваемым долгосрочным кредитам юридическим лицам в свободно конвертируемой валюте составила 4,94%, в то время как доходность по государственным долгосрочным облигациям, номинированным в долларах США, составила 4,97%, а доходность краткосрочных облигаций Национального банка в долларах США – 3,35%. Следует заметить, что доступ к таким облигациям имеют, в основном, профессиональные участники рынка ценных бумаг (прежде всего, банки и страховые организации). Столь низкий «спрэд» по представленным процентным ставкам во многом объясняет узкое поле для размещения корпоративных облигаций среди юридических лиц.

Гораздо более оптимистична ситуация с перспективами размещения валютных корпоративных облигаций среди физических лиц. По данным этого же обзора средняя процентная ставка по валютным депозитам за июнь 2020 года составила всего 0,72% при максимальном значении для депозитов на срок свыше 3 лет в 2,08% [4]. Для аналогичных сопоставлений в национальной валюте характерна совершенно другая ситуация: средняя процентная ставка по новым кредитам юридическим лицам по итогам июня 2020 года сложилась на уровне 11,07%, а средняя процентная ставка по депозитам физических лиц за этот же период – 10,21%. Т.е. при рассмотрении в качестве потенциальных инвесторов физических лиц разница в процентных ставках составляет всего 0,86 п.п. Таким образом, текущая ситуация на финансовом рынке наиболее благоприятствует к размещению облигаций, номинированных в свободно конвертируемой валюте, и, в первую очередь, среди физических лиц.

Вместе с тем на рынке облигаций организациям нефинансового сектора приходится сталкиваться со следующими проблемами:

1. Для финансирования инвестиций необходимы так называемые «длинные» деньги, т.е. долгосрочные заимствования, в то время как спрос на долгосрочные корпоративные облигации со стороны потенциальных инвесторов ограничен: для юридических лиц-профессиональных участников рынка ценных бумаг – по причине «замораживания» активов на длительный срок в условиях волатильности финансового рынка, для юридических лиц нефинансового сектора – по причине отсутствия свободных денежных средств, для физических лиц – по причине повышенного риска.

2. В сравнении с банковскими депозитами инвестирование в облигации сопряжено с более высокой степенью риска, т.к. в случае неисполнения эмитентом своих обязательств отсутствуют надежные гарантии возврата вложенных средств.

Решение первой проблемы в настоящее время видится через реализацию стимулирующей функции рынка. Так, в настоящее время на данном сегменте рынка есть корпоративные облигации с высокой процентной доходностью. Например, в 2020 году эмиссию облигаций с доходностью 9% годовых и выше в долларах США (существенно выше процентных ставок по вновь выдаваемым кредитам) осуществляли ООО «ПриватКапитал» и ООО «Ресторация». Важно отметить, что в настоящее время на рынке корпоративных облигаций преобладает предложение со стороны их эмитентов. В ряде случаев именно высокие ставки становятся решающим фактором для потенциальных инвесторов. Такие детерминанты, как деловая

репутация и устойчивость финансового состояния эмитентов, часто не являются определяющими. Поэтому одной из первоочередных задач в развитии рынка корпоративных облигаций является повышение финансовой грамотности физических лиц. Это позволит сформировать обоснованный уровень конкуренции со стороны спроса, а также будет способствовать принятию инвесторами более взвешенных решений и установлению более приемлемых процентных ставок для эмитентов.

Одним из способов решения второй проблемы может выступить предоставление обслуживающими банками гарантий по эмитируемым их клиентами облигациям. Однако для эмитента при этом возрастёт стоимость привлекаемого капитала. Снижению транзакционных и эмиссионных издержек может способствовать оказание банками комплекса услуг в рамках инвестиционного банкинга: доверительное управление временно свободными денежными средствами потенциальных инвесторов в корпоративные облигации, содействие эмитентам в рациональном целевом финансировании инвестиционной деятельности, консультационные услуги.

Заключение. Представленный выше материал позволяет сформулировать следующие выводы:

1. Рынок корпоративных облигаций в последние годы является самым быстрорастущим сегментом как первичного, так и вторичного рынков ценных бумаг.

2. Повышенный спрос на корпоративные облигации в последние годы обусловлен, с одной стороны, традиционно высокой надёжностью и ликвидностью банковских облигаций, доступных, в основном, в документарной форме, с другой – расширенными в соответствии с Указом Президента Республики Беларусь от 18 июля 2016 г. № 272 возможностями организаций нефинансового сектора (выпуск необеспеченных залогом облигаций в бездокументарной форме под сравнительно высокий процент).

3. Выпуск корпоративных облигаций становится в настоящее время действенной альтернативой банковским кредитам в привлечении средств как на краткосрочной, так и на долгосрочной основе. Наибольшие перспективы в Беларуси имеет выпуск корпоративных облигаций, номинированных в свободно конвертируемой валюте (прежде всего, в долларах США), направленных на размещение среди физических лиц.

4. Корпоративные облигации выпускаются ограниченным кругом организаций нефинансового сектора. Накопленный объём эмиссии прирастает, в большей мере, за счёт повторных выпусков, нежели прихода на первичный рынок новых эмитентов.

5. Эмитенты пытаются компенсировать более высокие риски, возникающие при выпуске необеспеченных облигаций и привлечении средств на длительный период, за счёт установления повышенных процентных ставок, что приводит к увеличению стоимости привлекаемого капитала.

6. При оказании посреднических услуг по размещению, обращению и погашению облигаций организаций нефинансового сектора банки испытывают достаточно высокую конкуренцию со стороны других профессиональных участников рынка ценных бумаг, для преодоления которой необходимо расширять спектр услуг.

Исходя из этого, первоочередное внимание должно уделяться обоснованному сокращению затрат по размещению, обращению и погашению облигаций, повышению финансовой грамотности физических лиц через популяризацию расширения их инвестиционных возможностей за счёт инвестирования в корпоративные облигации, а также налаживанию эффективных механизмов взаимодействия между инвесторами и реципиентами инвестиций с учётом возрастания значимости посреднической функции в этом процессе.

Помимо банков, определённую роль в этом процессе начинают играть инвестиционные фонды, а также специальные финансовые организации (далее – СФО). По состоянию на 01.01.2020 г. в Республике Беларусь было зарегистрировано две таких СФО: ЗАО «СФО «Агентство по реструктуризации обязательств и секьюритизации активов» и ЗАО «СФО «Центр секьюритизации». Для активизации деятельности инвестиционных фондов представляется целесообразным установить для них стимулирующий режим налогообложения. Также необходима конкретизация условий эмиссии необеспеченных облигаций по выпускам, проходящим процедуру государственной регистрации. Всё это позволит оптимизировать затраты эмитентов и финансовых посредников, сформировать определённый уровень конкуренции среди потенциальных инвесторов и будет способствовать приближению процентных ставок по корпоративным облигациям к обозначенному экономически обоснованному диапазону значений.

При этом следует учитывать финансово-экономические интересы реципиентов инвестиций. Для этого может быть использован авторский финансовый механизм управления инвестиционным потенциалом организации, позволяющий регулировать уровень инвестиционной активности и своевременно корректировать инвестиционную политику организации-реципиента [5]. Элементами финансового механизма выступает совокупность финансовых методов, инструментов, рычагов формирования и использования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности, а также соответствующего методического обеспечения и управленческого инструментария, для обеспечения формирования и эффективного инвестиционного потенциала организации [5, с. 102].

Ключевая роль в функционировании финансового механизма отводится алгоритму обоснования минимально необходимого уровня рентабельности дополнительно привлекаемых инвестиций [6], применение которого дает возможность обоснованно и своевременно принимать решения об отказе от реализации инвестиционных проектов, эффективность которых недостаточна высока для обеспечения выплат по обслуживанию привлекаемых источников финансирования.

ЛИТЕРАТУРА

1. Гороховская, О. Сравнительный анализ источников долгового финансирования / О. Гороховская, О. Клыпина // Рынок ценных бумаг. – 2004. – № 23. – С. 86–88.
2. О внесении изменений и дополнений в указы Президента Республики Беларусь : Указ Президента Респ. Беларусь, 18 июля 2016 г., № 272. – Режим доступа: https://kodeksy-by.com/norm_akt/source-%D0%9F%D1%80%D0%B5%D0%B7%D0%B8%D0%B4%D0%B5%D0%BD%D1%82%20%D0%A0%D0%91/type-%D0%A3%D0%BA%D0%B0%D0%B7/272-18.07.2016.htm. – Дата доступа: 25.09.2019.
3. Статистический ежегодник Республики Беларусь, 2019. – Минск : Нац. стат. комитет Респ. Беларусь, 2020. – 436 с.
4. Статистический бюллетень Национального банка Республики Беларусь [Электронный ресурс] – 2020. – № 6 (252). – Режим доступа: https://www.nbrb.by/publications/bulletin/stat_bulletin_2020_06.pdf – Дата доступа: 25.09.2019.
5. Богатырева, В.В. Финансовый механизм управления инвестиционным потенциалом организации: элементы, концептуальный базис функционирования / В.В. Богатырева, С.В. Бословяк // Вестник Полоцкого государственного университета. Сер. Д, Экон. и юрид. науки. – 2016. – № 6. – С. 99–107.
6. Бословяк, С.В. Инвестиционная привлекательность в контексте гармонизации финансовых интересов инвестора и предприятия-реципиента [Электронный ресурс] / С.В. Бословяк // Современные технологии управления. – 2015. – № 7(55). – Режим доступа: <http://sovman.ru/article/5502/>. – Дата доступа: 25.09.2019.

Поступила 21.09.2020

STATE AND PROSPECTIVES CORPORATE BONDS' MARKET IN THE REPUBLIC OF BELARUS

S. BOSLOVYAK

The analysis of structure and dynamics of securities' volumes in the trade system of Belarusian Currency and Stock Exchange (including corporate bonds) is carried out. The results of the same analysis regarding over-the-counter stock exchange market are presented. The leading position of corporate bonds at the Belarusian stock exchange market is grounded. On the basis of analysis of current level of interest rates for different sectors of financial market the conclusion about most perspective corporate bonds is given. The necessity of development of consultative and intermediary services concerning issuance and circulation of corporate bonds is grounded. The ways of corporate bonds' market development are presented: the popularization of corporate bonds in the framework of increasing of financial literacy, the extension of the range of investment and intermediate services, the specification of conditions of uncollateralized bonds issuance, the usage of hybrid forms of investment financing.

Keywords: corporate bonds, issuance, investment financing.