

УДК 336.76

Лузин Кирилл Николаевич

Бакалавр
Финансовый университет при Правительстве
Российской Федерации
Россия, Москва
zachloko@mail.ru

Kirill N. Luzin

Bachelor
Financial University under the Government of the
Russian Federation
Russia, Moscow

**ОБЛИГАЦИИ КАК СОВРЕМЕННЫЙ
ФИНАНСОВЫЙ ИНСТРУМЕНТ,
ИСПОЛЬЗУЕМЫЙ ОТЕЧЕСТВЕННЫМИ
КОМПАНИЯМИ В ФИНАНСОВО-
ХОЗЯЙСТВЕННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ¹**

**BONDS AS A MODERN FINANCIAL
INSTRUMENT USED BY DOMESTIC
COMPANIES IN FINANCIAL AND ECONOMIC
ACTIVITIES**

Аннотация

В статье рассмотрены вопросы формирования источников финансирования российских компаний. Отмечены основополагающие принципы кредитования компаний и особенности эмиссии рыночных долговых инструментов для осуществления финансирования финансово-хозяйственной деятельности компании. Особое место занимают вопросы, связанные с определением ключевых преимуществ и недостатков данной формы финансирования для акционерных обществ России на современном этапе развития экономики. Исследовательским аспектом в статье является проведение анализа оценок экспертов и аналитиков ключевых инвестиционных и аналитических компаний в рамках рынка долговых обязательств Российской Федерации. Сделан вывод о том, что эмиссия корпоративных облигаций является более желательной для компаний в долгосрочной перспективе на основе выделенных преимуществ, при этом есть все основания полагать, что объем финансирования посредством данного финансового инструмента в качестве основного будет нарастать с каждым годом.

Ключевые слова:

ценная бумага, финансирование предприятия, облигационный займ

Abstract

The article discusses the issues of the formation of sources of financing for Russian companies. The fundamental principles of crediting companies and the features of issuing market debt instruments for financing the financial and economic activities of the company are noted. A special place in the article is occupied by issues related to the definition of the key advantages and disadvantages of this form of financing for joint-stock companies in Russia at the present stage of economic development. The research aspect of the article is to analyze the assessments of experts and analysts of key investment and analytical companies within the framework of the debt market of the Russian Federation, as well as the trends of its development in the new economy and the sanctions regime by Western countries against Russia. The author concludes that the issue of corporate bonds is more desirable for companies in the long term on the basis of the allocated advantages, while there is every reason to believe that the volume of financing through this financial instrument as the main one will increase every year.

Keywords:

bonds, security, enterprise financing, issue of market debt obligations, bond loan

Каждая компания вне зависимости от специфики своей деятельности и отраслевой принадлежности рано или поздно сталкивается с проблемой и, закономерно, необходимостью поиска надежных и наиболее дешевых источников

¹ Научный руководитель: Романова Наталья Викторовна, кандидат экономических наук, доцент департамента корпоративных финансов и корпоративного управления Финансового университета при Правительстве РФ.

финансирования своей деятельности для потенциального развития, включающего в себя как инвестиции в основные средства, так и пополнение оборотных средств. Следовательно, для компании встает выбор между множеством возможных источников финансирования: самофинансирование, доленое, заемное, венчурное и проектное финансирование. Наиболее популярным достаточное продолжительное время из вышеперечисленных источников являлось банковское кредитование (как составная часть заемного финансирования) в рамках российской банковской модели финансового рынка и экономики в целом.

Между тем существует и альтернативный вариант заемного финансирования, который все чаще рассматривается российскими компаниями в рамках тенденции увеличения роли рынка долговых финансовых инструментов в финансировании деятельности компании, – облигационные займы. Однако, как показывает практика, большой опыт в использовании банковского кредитования отечественными компаниями не является закономерным и легким шагом к привлечению финансирования посредством облигаций, поскольку преобладающая часть компаний сталкивается с таким инструментом впервые.

В рамках данной статьи будут рассмотрены следующие вопросы:

1. Преимущества и недостатки использования облигационных займов российскими компаниями.
2. Рост облигационного рынка РФ за последние 4 года в рамках участия на нем отечественных компаний.
3. Преимущества облигаций перед банковским кредитованием для российских компаний на современном этапе развития экономики.

В рамках ст. 2 п. 11 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» облигация является эмиссионной ценной бумага, закрепляющая право ее владельца на получение в предусмотренный в ней срок от эмитента облигации ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение установленных в ней процентов либо иные имущественные права [1].

Компания, которая ранее выпустила облигацию, тем самым получив заемные средства, имеют прямую обязанность возратить их в полном объеме через определенный промежуток времени в будущем с уплатой процентов (за счет чего реализуется три принципа кредита: возвратность, срочность и платность). Это

накладывает определенные обязательства на компанию, поскольку ее способность возратить долг напрямую связана с прибыльностью, на которую рассчитывает потенциальный инвестор, приобретая долговые бумаги. В то же время на рынке капиталов, как принято сегодня говорить, инвесторы анализируют компании, предъявляя к ним определенные требования для достижения гарантий в кредитно- и платежеспособности потенциального эмитента облигаций. В обмен на это потенциальные кредиторы получают сравнительно отличающуюся доходность по сравнению с банковским кредитованием, при том, что облигации несут в себе как риски, так и преимущества, которые будут рассмотрены ниже.

Как отмечает Зенкина в своей работе, многие средние и крупные компании сегодня сосредотачивают свое внимание именно на облигационных займах, как инструменте финансирования своей деятельности по нескольким причинам [3]. Во-первых, облигация представляет собой более гибкий инструмент по сравнению с банковским кредитованием, поскольку компания имеет в качестве кредитора не отдельно взятый банк, а рынок капитала в целом, т.е. существование множества крупных и мелких кредиторов, помимо этого облигации компании обращаются на финансовом рынке, из-за чего долг компании является ликвидным и более привлекательным для потенциальных кредиторов. Во-вторых, компания при выпуске облигаций вправе сама регулировать параметры привлечения финансирования, начиная от сроков, объемов займа, ставкой процента (ценой капитала) и заканчивая досрочным погашением, планом выплаты купонов. В-третьих, обращаясь к ставке процента по облигациям, иначе называемому купоном в долговом мире, компания может выиграть несколько процентных пунктов по сравнению с банковским кредитом, тем самым уменьшая для себя расходы по привлечению средств. Немаловажно и то, что привлеченные средства через облигации могут быть направлены эмитентом на различные цели, что было бы невозможно при банковском кредитовании, поскольку в таком случае необходимо предоставление отчетов банку с обоснованием целесообразности и определенности цели, на которую будут направлены денежные средства в рамках кредита. В-четвертых, облигации освобождают компанию от залогового обеспечения, которое было бы обязательно в большинстве случаев банковского кредитования. И, наконец, в-пятых, посредством облигаций организация может привлечь гораздо большие суммы по сравнению с банковским кредитом в силу того, что ресурсы одного банка являются ограниченными, отсюда прямо следует

необходимость синдицированного кредита, а глубина облигационного рынка является достаточно ощутимой для поглощения отдельного займа.

При этом О.В. Ермолаева в рамках своей статьи «Эмиссия облигаций как источник финансирования деятельности организаций» выделяет еще два преимущества облигационных займов перед банковскими кредитами: рынок капиталов позволяет компании в короткие сроки получить необходимое финансирование, иногда даже в течение суток-двух; также размещение облигаций дает компании возможность получить финансирование на долгосрочные проекты в рамках инвестиционного плана, т.е. необходимый срок займа превышает возможности кредита во временных рамках (10-30-летние облигационные займы) [2].

Если же мы обратимся к работе С.Ю. Саломатиной «Фондирование предприятия посредством эмиссии облигаций: достоинства и недостатки», то она выделяет следующую мысль в качестве одной из основных: компания при выпуске облигаций в качестве эмитента не запускает процесс перераспределения собственности предприятия [4]. Можно сказать, что эмиссия корпоративных облигаций является популярной среди собственников компании по причине того, что держатели таких ценных бумаг не получают доли в капитале фирмы и права на управление организацией, в отличие от акций, однако они имеют право на получение процентов (купонов) и выплат в первую очередь – до акционеров – в случае банкротства компании, поскольку они в свою очередь являются непосредственными кредиторами наряду с банками. Если же мы будем рассматривать кредит, то в его рамках банк, выдавший ссуду, может получить долю в управление компанией в рамках кредитного договора при наступлении определенных условий. Это и определяет последнее преимущество облигаций, которое может выделить автор.

Теперь стоит поговорить о недостатках облигационного займа как формы финансирования деятельности предприятия. Та же О.В. Ермолаева выделяет четыре пункта в рамках недостатка облигаций [2]. Первым и самым основным является неопределенность относительно эмиссии облигаций вследствие малой секьюритизации российского рынка ценных бумаг, т.е. компания может не разместить запланированный объем облигационного займа из-за относительно небольшой ликвидности отечественного рынка, а также мало прогнозируемого интереса к таким ценным бумагам со стороны инвестиционных фондов, банков, физических лиц и остальных участников рынка капиталов. Также выделяется и пробелы в

законодательстве, характеризующиеся отсутствием конечной определенности относительного регулирования эмиссии облигаций как на рынке ценных бумаг, так и вне финансового рынка по сравнению с законодательством развитых стран, а также существования кредиторов второго порядка в рамках субординированных облигаций. В качестве третьего недостатка О.В. Ермолаева выделяет потерю определенной части привлеченных ресурсов посредством облигаций при условии, что компания-эмитент является экспортноориентированной и зарабатывает в иностранной валюте, как например, многие металлургические, нефтегазовые и нефтехимические компании. И, наконец, Ермолаева выделяет такой неочевидный пункт как отсутствие роста собственного капитала по сравнению с тем, как это происходит при выпуске других ценных бумаг – акций.

Если О.В. Ермолаева выделяет недостатки лишь в рамках эмитента, то С.Ю. Саломатина рассматривает их в рамках связки «компания – рынок» [4]. Первым и существенным недостатком является дополнительные расходы на информационное раскрытие, т.е. обязанность раскрытия существенных сведений о заемщике создает для компании фон информационной открытости, при котором эмитент обязан публиковать отчетность для владельцев облигаций – инвесторов; с одной стороны это положительно влияет на деятельность компании, поскольку потенциальные кредиторы начинают иметь больше информации о компании, занимаются ее оценкой, но при этом данная мера делает компанию более уязвимой по сравнению с другими участниками своей отрасли и рынка в целом, которые могут являться непубличными компаниями и направить свои усилия на недружественное для эмитента поглощение; при этом фирма должна иметь в своей структуре отдел по коммуникации с инвесторам. Второй недостаток предстает в лице высокого уровня регулятивных затрат и затрат по подготовке и размещению займа: в первом случае выпуск облигаций приводит компанию на рынок, подчиненный мегарегулятору (ЦБ РФ), из-за чего эмитент обязан следовать определенным законам и предоставлять отчетность в формате, определенным ЦБ РФ, помимо инвесторов, которые в свою очередь могут создавать дополнительные расходы; в рамках затрат по подготовке и размещению облигаций компании необходимо привлечение обычного банка или инвестиционного банка для поиска потенциальных инвесторов и более удачного размещения займа, при этом для компании возникает обязанность по уплате налогов по операциям с ценными бумагами. Последним выделяется такой недостаток, как длительный период

подготовки привлечения средств, подразумевающий под собой существенные временные затраты по подготовке к размещению облигационного займа, включающего как внутренние процессы в компании, так и внешние (регулятивные, налоговые и иные), особенно если компания впервые выходит на облигационный рынок.

Выделив преимущества и недостатки облигаций как инструмента заемного финансирования, стоит сравнивать его с банковским кредитованием и выделить ряд преимуществ:

1. Снижение зависимости от одного кредитора в лице банка, т.е. облигационный займ, его размещение на финансовом рынке дает возможность компании создать расширенную базу более мелких заимодавцев, тем самым уменьшая зависимость от единственного кредитора в случае банковского кредита.

2. Различная длительности подготовки к получению финансирования: эмиссия облигаций, как правило, занимает у компаний 1-2 месяца, в случае же банковского кредитования процесс получения финансирования включает в себя предоставление большого числа документов, оформление залога, подписание документов и согласование определенных параметров кредита через юристов.

3. Формирование положительной долговой истории компанией на финансовом рынке, а также укрепление отношения потенциальных инвесторов, кредиторов и контрагентов, и получение потенциально более выгодных условий займов на облигационном рынке в рамках будущих размещений; при этом стоит учитывать и получение рейтинга от ведущих рейтинговых агентств, таких как АКРА, Эксперт РА и других, что положительно влияет на будущую деятельность компании.

4. Расширение базы кредиторов и инвесторов посредством размещения облигаций как в рамках первого выпуска, так и последующих, что создает определенные возможности для компании в будущем в рамках увеличения объемов облигационных займов, чего не может предложить банковское кредитование ввиду ограниченности ресурсов отдельного банковского учреждения.

5. Возможность компании-эмитента по управлению объемом облигационного займа на всем периоде его обращения на рынке капиталов путем их покупки (досрочного выкупа) и продажи (дополнительная эмиссия) в соответствии с текущим состоянием платежного баланса, в то время как для банка невыгодно досрочное

погашение займа – основной суммы долга – из-за потери потенциальных доходов в виде процентов.

Важно не забывать в рамках облигационного займа и маркетинговую составляющую, о которой упоминает С.Ю. Саломатина в рамках своей работы [4]. Маркетинг заключается в привлечение внимания к компании, поскольку в таком случае она становится публичной; также это характеризуется обозначением своего позиционирование на финансовом и продуктовых/производственных рынках и потенциальным добавлением в биржевые индексы при соблюдении некоторых условий в рамках самой биржи.

Определив облигации как инструмент привлечения финансирования, выделив его преимущества и недостатки, а также сравнив с банковским кредитованием, необходимо проведение анализа облигационного рынка в рамках российских компаний на современном этапе развития экономики (рис. 1).

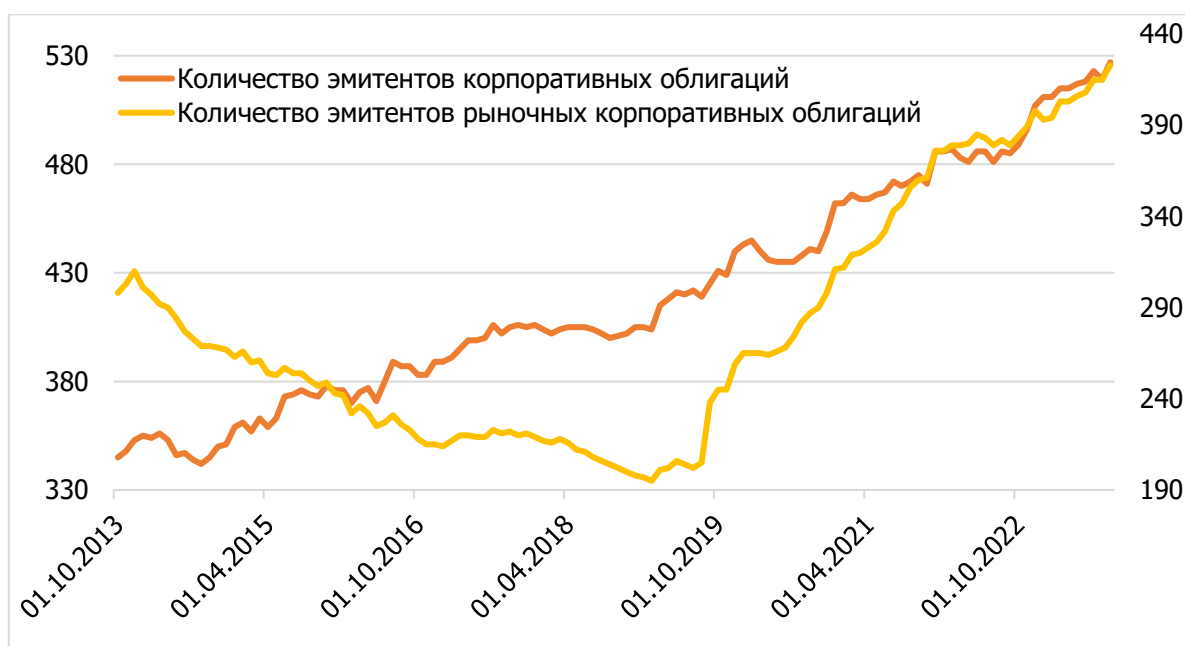


Рисунок 1 – Динамика количества эмитентов корпоративных (левая шкала) и рыночных корпоративных облигаций (правая шкала) на российском рынке капиталов [9]
(составлено автором на основе данных Cbonds [10])

Анализируя динамику количества эмитентов корпоративных облигаций, можно констатировать, что с каждым годом наблюдается уверенный рост числа компаний-эмитентов на облигационном рынке РФ (среднемесячный прирост эмитентов составляет 0,36%, а годовой – 4,34%). При этом динамика именно эмитентов рыночных облигаций также показывает положительную динамику (рост за 4 года

более чем в два раза) в последние годы после восстановления кризиса 2018 года, когда против России были введены санкции. Все это позволяет сделать вывод об интересе к облигационным займам как инструменту заемного финансирования со стороны российских компаний.

При вышеперечисленных тенденциях важно отметить и рост числа выпусков корпоративных облигаций (за 4 года увеличение в 2,5 раза) помимо роста числа эмитентов, а также увеличение месячной динамики выпуска корпоративных облигаций, экстремальные значения которой приходятся на январь каждого года, что автор связывает с началом нового корпоративного, производственного и налогового периодов (рис. 2).

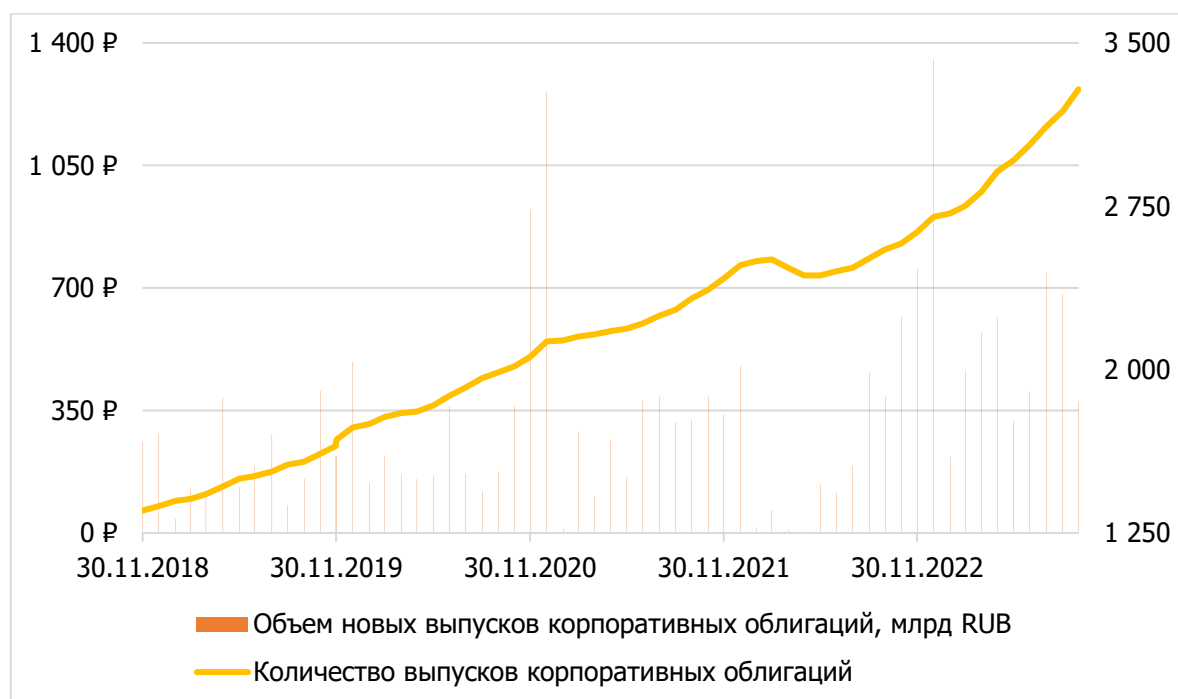


Рис 2. Динамика выпусков корпоративных облигаций (правая шкала) и объема новых выпуском корпоративных облигаций (левая шкала) [12]
(составлено автором на основе данных Cbonds [11])

В данном случае имеет смысл рассмотреть и текущую структура рынка корпоративных облигаций на 2022 год (рис. 3).

Анализируя структуру рынка, можно отметить существенную долю трех отраслей (более 60% от общего числа рынка корпоративных облигаций), составляющих по своей сути российскую экономику: нефть и газ, банки и финансы. Среди эмитентов облигаций в данном случае выделяются такие компании как: ВЭБ РФ,

ДОМ.РФ, Сбербанк, Газпром, Роснефть и Лукойл, имеющие самые крупные облигационные займы на текущем облигационном рынке России.

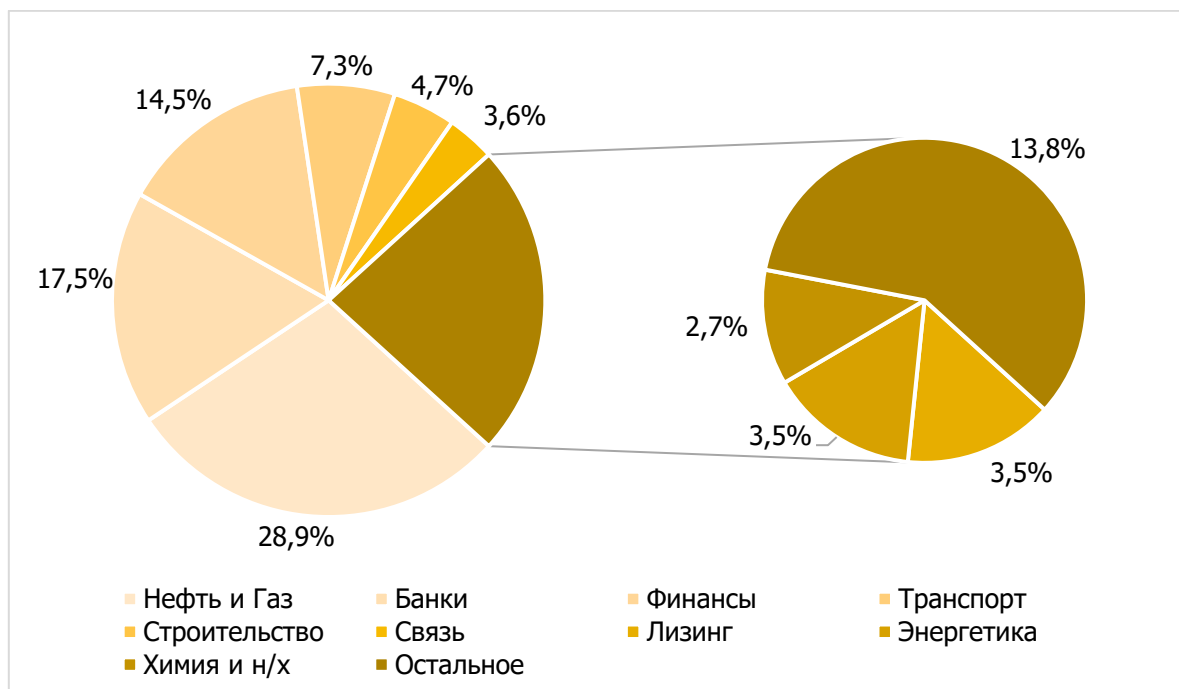


Рисунок 3 – Структура рынка корпоративных облигаций по отраслям
(составлено автором на основе данных ГК Регион [13])

Важно иметь представление и об эшелонирование российского рынка корпоративных облигаций, который условно можно разделить на 4 эшелона: первый эшелон, представляющий собой облигации компаний, имеющих высокий кредитный рейтинг от мировых и российских рейтинговых агентств, а также большой торговый оборот и длительную историю на рынке капиталов; 2 эшелон – облигации компаний менее высокого кредитного качества и среднего уровня ликвидности (региональные и узкоотраслевые компании, которые уступают первому эшелону); 3 эшелон – облигации мелких компаний с быстрыми темпами роста прибыли, проводящие свою инвестиционную политику исключительно за счет заимствования денежных средств; «High yield» - облигации компаний из разряда ВДО (высокодоходные), отличающиеся худшим кредитным качеством и высокой вероятностью дефолта (рис. 4).

Из диаграммы выше можно сделать вывод о высоком кредитном качестве российских компаний на современном этапе, привлекающих финансирование посредством облигационных займов, поскольку бумаги первого и второго эшелонов составляют чуть менее 90% всего рынка. Это дает возможность провести параллели

с процентами, под которые российские компании привлекают финансирование посредством облигаций.

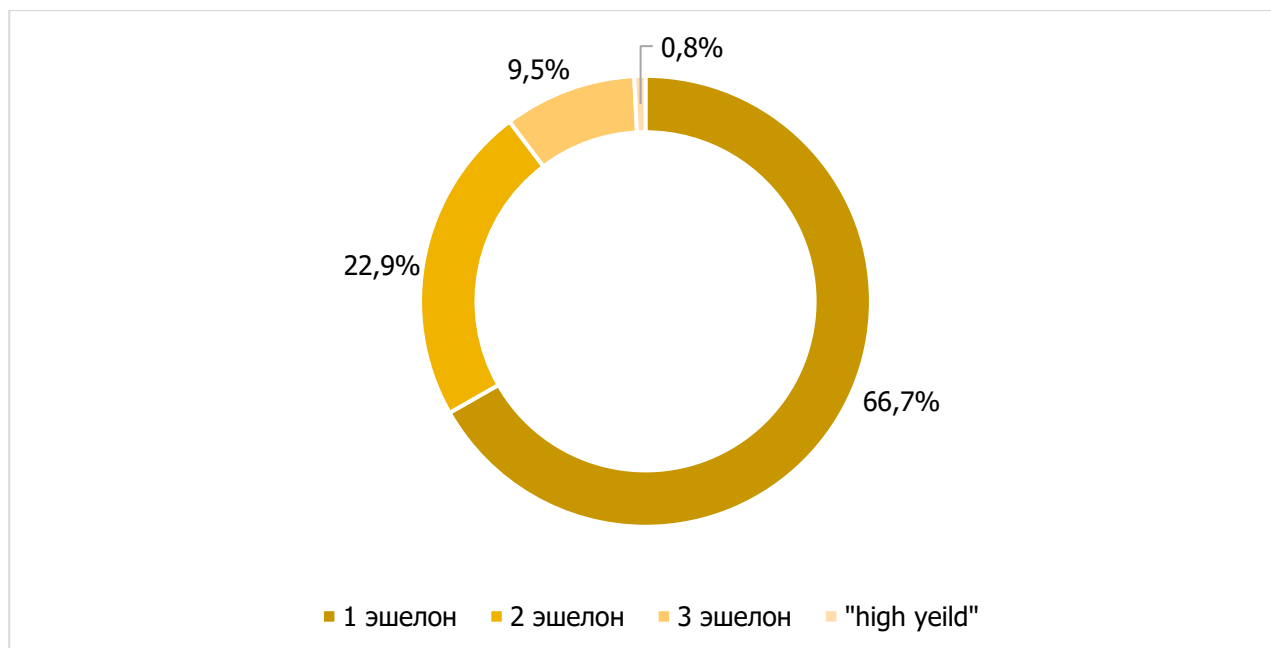


Рисунок 4 – Эшелонирование российского рынка корпоративных облигаций (составлено автором на основе данных ГК Регион [13])

Высокое кредитное качество эмитентов облигаций создает возможность для отечественных компаний занимать денежные средства на рынке капиталов под ставки ниже, чем могут предложить при банковском кредитовании, учитывая G-спред (спред к бескупонной доходности государственных облигаций) (рис. 5). Из этого следует, что компании кредитного рейтинг AA (1 эшелон) имеет возможность привлекать финансирование на текущий момент под ставку на 0,5% выше, чем ставка по государственным облигациям; в то же время эмитенты облигация второго эшелона могут привлекать финансирование под ставку на 2,47% выше, чем ставка по государственным облигациям; для 3 эшелона – 3,82% и для High yield – 4,73%. Динамик (рис. 6).

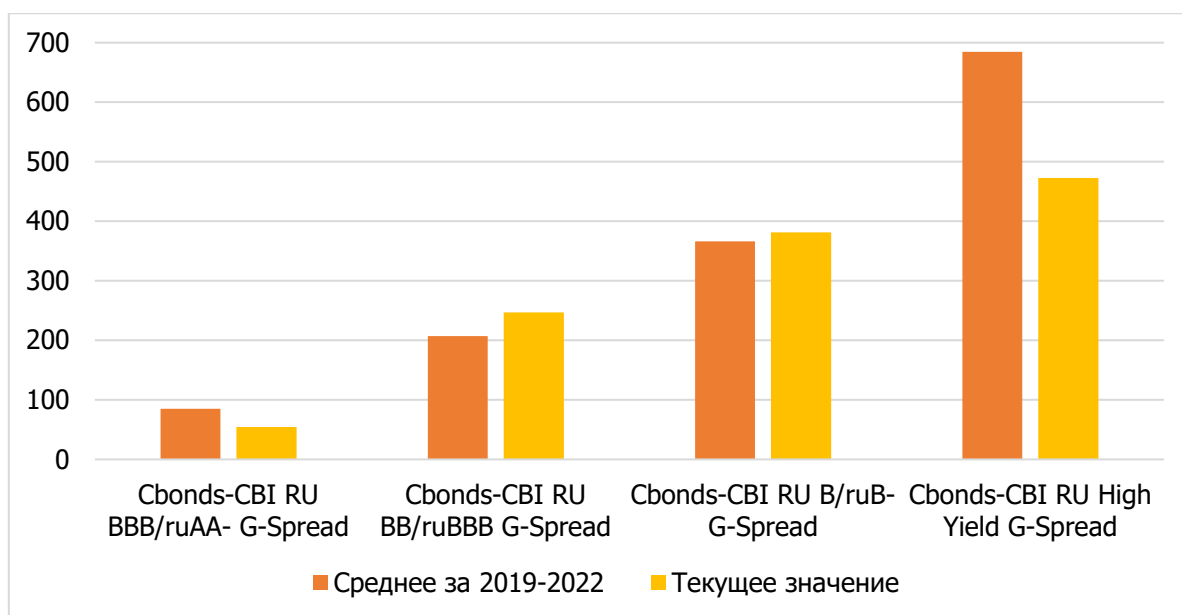


Рисунок 5 – G-спред корпоративных облигаций в зависимости от кредитного качества эмитента на российском облигационном рынке, б.п.

(составлено автором на основе данных конгресса Cbonds [14])

Динамика G-спредов для всех корпоративных облигаций представлена на рисунке 6. Анализируя динамику, можно увидеть ставки, под которые привлекали и привлекают на данный момент финансирование отечественные компании на протяжении последних четырёх лет, учитывая доходность государственных облигаций и ставку ЦБ РФ. Так например, облигации рейтинга ruAA- имели самый низкий спред к доходности государственных облигаций даже в кризисный 2022 год, а в настоящий момент G-спред составляет на более 150 б.п.. В то же время, если мы оцениваем высокодоходные облигации (ВДО – High yield), то в рамках 2023 их спред почти стал равен облигациям ruB-, чего не было до 2022 года (спред High yield – ruB- составлял 250-500 б.п.), что по оценкам многих экспертов рынка облигаций несет собой негативный знак, поскольку равные спреды фактически говорят о принятии участниками на себя больших рисков ради чуть большей доходности, которая постепенно снижается.

Причем, как можно заметить по динамике G-спредов ruBBB и ruB-, их спред тоже постепенно сужается, что скорее является негативным знаком, т.к облигации эмитентов данных кредитных рейтингов несут в себе разные риски относительно платеже- и кредитоспособности эмитента и вероятности дефолта, а их сопоставимая доходность несет в себе риски для неопытных участников российского облигационного рынка.

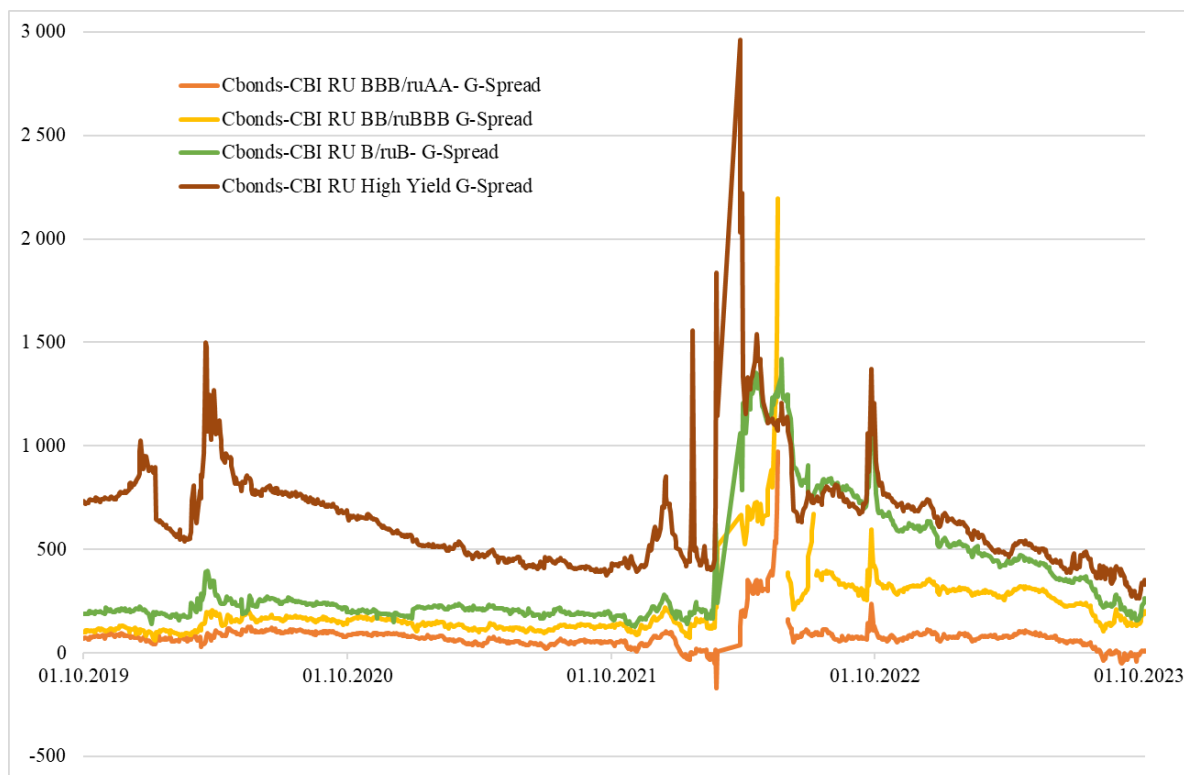


Рисунок 6 – Динамика G-спредов корпоративных облигаций за 2019-2023 гг., б.п.
(составлено автором на основе данных Cbonds [7])

Проведя анализ эмиссии облигаций как формы заемного финансирования, используемого российскими компаниями на современном этапе, и проанализировав динамику рынка корпоративных облигаций и российских эмитентов на нем, можно выделить четкую тенденцию к увеличению числа компаний, пользующихся данной формой финансирования, а также увеличению привлекаемых средств год к году, что дает надежду на дальнейшее развитие такой формы финансирования в рамках российских компаний на современном этапе. Причем, можно также говорить о росте интереса российских институциональных, так и розничных инвесторов к облигационному рынку, что в перспективе может служить мощным толчком для новых компаний в рамках привлечения финансирования таким способом, т.к. именно сегодня формируется лояльность таких инвесторов к эмитентам облигаций и рынку в целом.

Список использованных источников

1. Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" от 22.04.1996 N 39-ФЗ (последняя редакция) / [Электронный ресурс] // КонсультантПлюс : [сайт]. — URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/ (дата обращения: 07.10.2023).

2. Ермолаева, О. В. Эмиссия облигаций как источник финансирования деятельности организаций / О. В. Ермолаева // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2017. – Т. 10, № 3(333). – С. 299-310. – DOI 10.24891/fa.10.3.299. – EDN YGFYVT.

3. Зенкина, Е. В. Замещение банковского кредита эмиссией рыночных долговых обязательств как мера стимулирования инноваций в экономике страны / Е. В. Зенкина // Экономика. Информатика. – 2021. – Т. 48, № 1. – С. 82-88. – DOI 10.52575/2687-0932-2021-48-1-82-88. – EDN ILGWFE.

4. Саломатина, С. Ю. Фондирование предприятия посредством эмиссии облигаций: достоинства и недостатки / С. Ю. Саломатина // Проблемы развития предприятий: теория и практика. – 2020. – № 1-2. – С. 86-92. – EDN QZSLNJ.

5. О развитии банковского сектора Российской Федерации / [Электронный ресурс] // Банк России : [сайт]. — URL: https://cbr.ru/analytics/bank_sector/develop/ (дата обращения: 07.10.2023).

6. XX Российский облигационный конгресс / [Электронный ресурс] // Cbonds Congress : [сайт]. — URL: <https://cbonds-congress.ru/events/863/materials/> (дата обращения: 07.10.2023).

7. Cbonds Аналитика / [Электронный ресурс] // Cbonds : [сайт]. — URL: <https://cbonds-congress.ru/events/863/materials/> (дата обращения: 07.10.2023).

8. Объем рынка корпоративных облигаций / [Электронный ресурс] // Cbonds : [сайт]. — URL: <https://cbonds.ru/indexes/58/> (дата обращения: 07.10.2023).

9. Количество эмитентов рыночных корпоративных облигаций / [Электронный ресурс] // Cbonds : [сайт]. — URL: <https://cbonds.ru/indexes/1781/> (дата обращения: 07.10.2023).

10. Количество эмитентов корпоративных облигаций / [Электронный ресурс] // Cbonds : [сайт]. — URL: <https://cbonds.ru/indexes/1778/> (дата обращения: 11.10.2023).

11. Количество выпусков корпоративных облигаций / [Электронный ресурс] // Cbonds : [сайт]. — URL: <https://cbonds.ru/indexes/1779/> (дата обращения: 07.10.2023).

12. Объем новых выпусков корпоративных облигаций / [Электронный ресурс] // Cbonds : [сайт]. — URL: <https://cbonds.ru/indexes/2065/> (дата обращения: 07.10.2023).

13. Ермак А., Сулима М. Рынок облигаций: высокая волатильность на фоне большой неопределённости: Обзор рынка рублевых облигаций за 2022 г. / Ермак А., Сулима М. [Электронный ресурс] // Группа компаний - Регион: [сайт]. — URL:

https://region.ru/upload/iblock/163/1636dac7fda373295c7d23_b801b63cec.pdf (дата обращения: 11.10.2023).

14. Стерина О. Отраслевой кредитный анализ в условиях новой экономики / Стерина О. [Электронный ресурс] // XX Российский облигационный конгресс: [сайт]. — URL: <https://cbonds-congress.ru/events/863/materials/> (дата обращения: 07.10.2023).