

ИНТЕРНАУКА
internauka.org

Россохин Владимир Валерьевич

АНАЛИЗ УЧЕТА ФАКТОРОВ РИСКА В ДОХОДНОСТИ ОБЛИГАЦИЙ

Монография

Москва
2019

УДК 336.763

ББК 65.264

P775

Рецензенты:

Едронова В.Н. – д-р экон. наук, профессор кафедры бухгалтерского учета Института экономики и предпринимательства федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования «Национальный исследовательский Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского»;

Ханина Е.В. – канд. экон. наук, доц. кафедры финансов и правового регулирования финансового рынка Нижегородского института управления – филиала федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации».

ISBN 978-5-6042527-9-6

Россохин В.В.

P775 «Анализ учета факторов риска в доходности облигаций»:
Монография: – Москва, Изд. «Интернаука», 2019. – 112 с.

Рассмотрена сущность облигации, как долговой ценной бумаги, систематизированы риски, присущие инвестированию в данный класс активов, выделены методики, позволяющие количественно оценить данные риски. Проанализированы факторы, влияющие на доходность к погашению и кредитный спрэд. Кроме того, поскольку, эмиссия облигаций сопряжена с формированием структуры капитала, проанализированы детерминанты структуры капитала.

Приведены результаты эмпирических исследований влияния различных факторов на избыточную доходность. Также приведены результаты тестов, характеризующие отличие доходностей и кредитных спрэдов разных рейтинговых групп.

Для студентов и преподавателей высших учебных заведений, а также специалистов-практиков.

ББК 65.264

ISBN 978-5-6042527-9-6

© Россохин В.В., 2019
© ООО «Интернаука», 2019

СОДЕРЖАНИЕ:

Введение	5
Глава 1. Облигация, как ценная бумага. Долговой рынок России	9
1.1. Сущность облигации, как ценной бумаги. Характеристики облигации	9
1.2. Риски долговых ценных бумаг. Волатильность облигации	22
1.3. Кредитные риски долговых ценных бумаг	29
Глава 2. Анализ факторов доходности облигации и структуры капитала компании	40
2.1. Детерминанты доходности облигаций	40
2.2. Детерминанты структуры капитала	55
Глава 3. Оценка влияния факторов риска на доходность долговых ценных бумаг	66
3.1. Формирование выборки и описание переменных	66
3.2. Эмпирический анализ детерминант доходности облигаций	72
3.3. Учет рейтинга в доходности облигаций	83
Заключение	92
Список использованной литературы	95
Приложение 1.	101
Приложение 2.	102
Приложение 3.	103

Приложение 4.	104
Приложение 5.	107
Приложение 6.	110
Приложение 7.	111

ВВЕДЕНИЕ

В настоящий момент фондовый рынок Российской Федерации находится в состоянии динамичного развития. Растет количество типов и видов инструментов, увеличивается объем выпусков отдельных ценных бумаг. Все больше компаний прибегают к услугам финансового рынка с целью привлечения внешнего финансирования, хеджирования рисков, конструирования рыночно-нейтральных стратегий, инвестирования, реализаций спекулятивных стратегий и проч. В этой части уже на данном этапе развития фондовый рынок нашей страны готов удовлетворить большинство запросов членов инвестиционного сообщества, эмитентов ценных бумаг и просто хозяйствующих субъектов.

Вместе с тем, в отдельных секторах рынка ценных бумаг всё еще наблюдается недостаточная динамика развития, недостаточен спрос на ценные бумаги среди инвесторов и трейдеров, крайне мала доля частных лиц, вовлеченных в инвестиционный процесс. Это сказывается и на ограниченности набора торгуемых финансовых инструментов, и на их ликвидности, и на стремлении многих компаний выйти на рынок в качестве эмитента.

В настоящей работе внимание будет уделено исключительно ценным бумагам с фиксированной доходностью – облигациям. Являясь долговым финансовым инструментом, они составляют должную конкуренцию кредитам в сегменте, когда заемщиками выступают компании крупного и среднего бизнеса, а также банковским депозитам для частных инвесторов. В силу этого наблюдается поступательная динамика количества эмиссий облигаций, объема денежных ресурсов и количества эмитентов. Почти каждую неделю происходит несколько эмиссий, а некоторые компании в определенный временной срез являются эмитентами более десятка выпусков бумаг данного класса.

Следует отметить, что облигация, как долговая ценная бумага обладает, в основном, инвестиционными свойствами, в отличие от акций и производных финансовых инструментов. Для долговых бумаг больше, чем для каких-либо других инструментов характерна реализация стратегии «купи и держи». Это приводит к тому, что инвестор не стремится часто свершать сделки с такими классами активов, что, в свою очередь, означает, что облигации даже высококачественных заемщиков обладают достаточно ограниченной ликвидностью. По этой причине в случае ухудшения финансового состояния эмитента, инвестор может не успеть закрыть позиции по его долговым инструментам. В этом случае оценка кредитного качества компании, привлекающей средства путем выпуска облигаций приобретает более высокую значимость. Вместе с тем, череда дефолтов вследствие кризиса 2008 года

позволяет сделать предположение о недостаточно скрупулезном анализе рисков такого характера именно инвесторами. Это подтверждает разброс доходностей, который, как оказалось, не отражает должным образом премию за риск.

Предлагаемая к прочтению заинтересованным читателем книга первоначально задумывалась, как обобщение практического опыта работы на бирже, фокусировки на потребностях в определённой информации лиц, принимающих решения и ошибках ими совершаемых при инвестировании на рынке корпоративных долговых ценных бумаг. Свой трейдерский путь автор начал в 1994 году как раз со сделок на рынке Государственных краткосрочных бескупонных облигаций. На нем встречались и кризисы, и дефолты, и периоды бурного роста стоимости активов. Однако с развитием рыночных механизмов, инфраструктурных преобразований и учетом накопленного зарубежными странами опыта, отечественный фондовый рынок становился более цивилизованным, транспарентным, отвечающим мировым стандартам.

Это не могло не сказаться на динамике ценных бумаг, торгуемых на бирже. Одновременно с ростом экономики, стабилизации в финансовой и бюджетной сферах, снизилась и доходность по всему спектру финансовых активов, торгуемых на организованном рынке. Однако, в последнее время в прогнозах все чаще упоминается слово «кризис», что не добавляет оптимизма в том числе и инвесторам.

Вместе с тем, ещё в 2006 году, являясь сотрудником одной из инвестиционных компаний страны, я отметил, что на долговом рынке возникла не совсем логичная, на мой взгляд, ситуация, когда премия за кредитный риск не отражала степень этого самого риска. Вместе с тем нынешняя ситуация также настораживает. И дело не только в возможном кризисе, о котором в последнее время говорят очень много. Беспокоит количество дефолтов, которое по отношению к количеству размещений, на мой взгляд, достаточно существенно.

Исследования, проведённые мной в части оценки и восприятия инвестором риска, являются попыткой формализовать и научно обосновать те предположения, которые сформировались у меня в результате практической деятельности на уровне взглядов, мнений и ощущений. Кроме того, осознавая, что просто выявить проблему, критически осмыслить негативные явления недостаточно не только с практической точки, я постарался в данной книге показать некоторые пути решения возникших проблем или причины к ним приведшие.

С другой стороны, фондовый рынок редко предполагает абсолютное знание, идеально точные прогнозы в течение длительного интервала времени, полное понимание ситуации. В любом случае

остается неопределённость прогноза и осознание того, что идеального инструментария для принятия решений не существует.

Взгляд на облигацию, как на инструмент привлечения заемного капитала, анализ основных формул для расчета стоимости и доходности, приведенные классификационные признаки долговых ценных бумаг, которые могут пригодиться в практической деятельности изложены в п. 1.1. Здесь же приведена статистика рынка облигаций, которая поможет более четко характеризовать данный сегмент.

Концепция риска и доходности в современных финансах обуславливает обязательное рассмотрение такой категории, как риск, при принятии инвестиционных решений. В п. 1.2 даны определения такого понятия, как риск, его отличия от неопределённости. Кроме того, само определение риска обуславливает наличие дополнительных аспектов для целей риск-менеджмента. Кроме того, стоит отметить, что видов риска достаточно много, их классификация широко представлена в научной литературе, поэтому представилось важным в данной работе конкретизировать те моменты, которые напрямую относятся к рискам инструментов с фиксированной доходностью. Полученные выводы позволяют не только качественно определить понятие риска облигации, но и количественно оценить каждый из его элементов.

Одним из наиболее существенных источников риска является кредитное качество заемщика. Это обуславливает в п. 1.3 необходимость определить кредитный риск, как категорию, проанализировать мнение различных ученых о методах его оценки. Крайне познавательно было сравнить трактовки исследователей и практиков, чья деятельность напрямую связана как с оценкой риска, так и с его проявлениями и последствиями.

Предполагая необходимость эмпирических исследований, п. 2.1 посвящен анализу работ, в которых представлены результаты исследований о влиянии различных факторов на доходность или избыточную доходность. Во многих материалах в качестве регрессанта в эконометрических моделях присутствует спрэд дефолта. Вместе с тем, в п. 2.2 делается предположение, что корпоративная облигация не является вещью в себе, она есть часть корпоративной политики заимствования, призванной сформировать определённую структуру капитала. Поэтому представилось необходимым сравнить детерминанты доходности облигаций и структура капитала.

На основании проведённого в главе 2 анализа факторов, влияющих на доходность облигации, спрэд дефолта и структуру капитала в п. 3.1. описано формирование выборки для дальнейшего эмпирического исследования, определение объясняемой и объясняющих переменных, после чего в п. 3.2. приводятся результаты расчетов.

Процесс формирования страт на основе рейтингов, а также применение статистических критериев различия подвыборок доходностей и кредитных спрэдов представлена в п. 3.3. Кроме того, в этом же разделе рассматривается процесс моделирования рейтинга и его утилитарность для процесса принятия инвестиционных решений.

Данная книга рекомендуется читателям, связанным с инвестированием активов в долговые ценные бумаги, специалистам сферы инвестиционного бизнеса, студентам, обучающимся по специальностям 38.04.01 «Экономика» и 38.04.08 «Финансы и кредит».

Монография

Россохин Владимир Валерьевич

АНАЛИЗ УЧЕТА ФАКТОРОВ РИСКА В ДОХОДНОСТИ ОБЛИГАЦИЙ

Подписано в печать 30.10.2019. Формат бумаги 60x84/16.
Бумага офсет №1. Гарнитура Times. Печать цифровая.
Усл. печ. л. 7. Тираж 550 экз.

Издательство «Интернаука»
125009, г. Москва, Георгиевский пер. 1, стр. 1
E-mail: mail@internauka.org

Отпечатано в полном соответствии с качеством предоставленного
оригинал-макета в типографии Allprint
630004, г. Новосибирск, Вокзальная магистраль, 3

16+