



Драйверы и тормозы развития рынков корпоративных облигаций развитых и развивающихся стран

Обсуждение замечаний рецензента по статье
в журнал «Вопросы экономики».

Авторы: Т.В. Теплова, Т.В. Соколова, К.В. Галенская

Аннотация

В статье проведен анализ трендов рынка корпоративных облигаций РФ, обозначены его слабые звенья. Впервые эмпирически выявлены детерминанты развития рынков корпоративных облигаций с учетом различной чувствительности к влиянию институциональных факторов по разным группам стран.

Методология исследования - многофакторные регрессии и обобщенный метод моментов. Выборка включает 28 развитых и развивающихся стран.

Получены оригинальные выводы о влиянии институциональных факторов на рынки корпоративных облигаций: в частности, выявлено положительное влияние качества институциональной среды по группе быстрорастущих стран Next11, получен результат о значимости человеческого капитала по ряду стран.

Замечания рецензента

1. Спорной представляется изначальная идея статьи о том, что факторы развития рынков корпоративных облигаций можно лучше раскрыть с помощью нелинейных зависимостей. Возникает вопрос о том, почему не годятся линейные зависимости.
2. В модели не включены такие факторы, влияющие на размещения корпоративных облигаций, как уровень развития институциональных инвесторов и валютный курс.
3. Требуется теснее увязать результаты регрессионного анализа и рекомендации по российскому рынку.

Ответы на замечания рецензента

1. Выявленные ранее нелинейные зависимости обусловлены неоднородностью институциональных факторов по различным странам (распределение стран по уровню развития институтов не является нормальным). Проведена кластеризация стран по уровню институционального развития. В рамках регрессионного анализа выявлены институциональные факторы, оказывающие значимое влияние на развитие рынков КОНВ. Рассмотрены линейные зависимости.
2. В модели включены переменные, характеризующие развитие институциональных инвесторов (активы ПИФ, пенсионных фондов и страховых компаний) и изменение валютного курса.
3. Рекомендации по российскому облигационному рынку даны с учетом результатов регрессионного анализа..

Новые результаты расчетов

Таблица 7. Результаты расчетов для зависимой переменной доли новых размещений *lcy_new_bonds*

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	GMM-модели								Random effects
Wald	124,51	113,52	119,25	110,59	113,17	129,25	146,72	118,67	64,00
L1.	0,2072*** (0,0322)	0,2112*** (0,0323)	0,2032*** (0,0324)	0,2132*** (0,0323)	0,2081*** (0,0321)	0,1959*** (0,0321)	0,1761*** (0,0321)	0,2015*** (0,0323)	
_cons	0,6163 (0,3926)	0,6525*** (0,162)	0,5844*** (0,1584)	0,4598*** (0,1557)	1,2558*** (0,4149)	0,9095*** (0,1735)	0,8198*** (0,1612)	0,5208*** (0,1526)	1,0421*** (0,1111)
cur_usd	-0,491*** (0,1272)	-0,4995*** (0,1273)	-0,478*** (0,1266)	-0,4861*** (0,1271)	-0,5455*** (0,1292)	-0,5532*** (0,1263)	-0,5329*** (0,124)	-0,4972*** (0,1259)	-0,0188** (0,0092)
dcnsis	0,0603*** (0,0203)	0,0599*** (0,0204)	0,0607*** (0,0203)	0,0571*** (0,0204)	0,0392* (0,0216)	0,0425** (0,0205)	0,0485** (0,0199)	0,0542*** (0,0202)	0,0962*** (0,0221)
inflation	0,7564** (0,2964)	0,6789** (0,2959)	0,9301*** (0,298)	0,7527** (0,2949)	0,6466** (0,3008)	0,7427** (0,2981)	0,8958*** (0,2882)	0,8357*** (0,2926)	
life_insur									0,0189* (0,0114)
comup							0,0212 (0,0776)	0,2205*** (0,0665)	
comup_next11							0,7053*** (0,1424)		
gover			0,054 (0,096)	0,1818** (0,0862)					
gover_next11			0,5923*** (0,1987)						
ichr					-1,4517*** (0,5472)				
ichr_next11					2,5765** (1,234)				
ief	-0,0116* (0,0068)								
ief_next11	0,044*** (0,0106)								
regul		-0,2467** (0,1009)							
regul_next11		0,442**							

Новые результаты расчетов (продолжение)

Таблица 9. Положительное влияние институциональных факторов для развития рынков КОВБ по группам стран (согласно моделям GMM)

Фактор	Количество кластеров	Коэффициент регрессии и его значимость	Группа (кластер) стран, для которых институциональный фактор оказывает значимое влияние на развитие рынков КОВБ
Значимость институциональных факторов для доли новых размещений КОВБ			
compur	два	0,34***	Россия, Турция, Польша, Ю.Корея, Индия, Бразилия, Мексика, Китай, Малайзия, Ю.Африка, Индонезия, Тайланд, Италия, Вьетнам, Филиппины, Бангладеш, Египет, Нигерия, Пакистан
rule	два	0,21**	Россия, Турция, Индия, Бразилия, Мексика, Китай, Малайзия, Ю.Африка, Индонезия, Тайланд, Италия, Вьетнам, Филиппины, Бангладеш, Египет, Нигерия, Пакистан
gover	два	0,21**	Россия, Турция, Польша, Индия, Бразилия, Мексика, Китай, Ю.Африка, Индонезия, Тайланд, Италия, Вьетнам, Филиппины, Бангладеш, Египет, Нигерия, Пакистан
polit	два	0,14**	Россия, Турция, Индия, Мексика, Китай, Индонезия, Тайланд, Филиппины, Бангладеш, Египет, Нигерия, Пакистан
icbr	три	0,15*	Россия, Турция, Бразилия, Мексика, Китай, Малайзия, Ю.Африка, Индонезия, Тайланд, Вьетнам, Филиппины, Египет

Заключение

1. Проведен анализ влияния широкого спектра макроэкономических и институциональных факторов на развитие рынков КОНВ с применением многофакторных регрессий и обобщенного метода моментов (GMM). Впервые рассмотрены такие факторы, как индекс человеческого капитала, уровень развития институциональных инвесторов (ПИФ, пенсионных фондов, страховых компаний). Учтена неоднородность институциональной среды по группам стран.
2. На долю корпоративных облигаций в национальной валюте значимо влияют темп инфляции, рынок акций, индексы качества развития институтов и человеческого капитала, премии по страхованию жизни, обесценение валютного курса.
3. На объем обращающихся корпоративных облигаций значимо влияют активы ПИФ, пенсионных фондов и страховых компаний, условия макроэкономической нестабильности, принадлежность к группе Next I I.