

© 2018 г.

Игорь Балюк

кандидат экономических наук,
доцент Финансового университета (Россия)
(e-mail: balyuk@bk.ru)

О РАЗВИТИИ ДОЛГОВОГО СЕГМЕНТА РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА В КОНТЕКСТЕ ЕГО ЗАВИСИМОСТИ ОТ МЕЖДУНАРОДНОГО ДОЛГОВОГО РЫНКА

Несмотря на введение в 2014 г. экономических санкций против ряда российских банков и компаний, деятельность российских эмитентов на международном рынке долговых ценных бумаг не прекратилась. Различные российские эмитенты по-прежнему предпочитают использовать наиболее популярный инструмент международных заимствований в виде еврооблигаций, однако в нынешних сложных геополитических условиях целесообразно обратить внимание на альтернативные варианты внешнего финансирования.

С учетом международного опыта российских эмитентов автор делает вывод о том, что долговой сегмент российского фондового рынка в ближайшее время будет развиваться на основе модели ускоренного развития рынка корпоративных облигаций и более активного использования нетрадиционных источников финансирования. В качестве инвесторов более активно будут проявлять себя физические лица, а также различные типы институциональных инвесторов, которые будут конкурировать с традиционными инвесторами в виде банков.

Ключевые слова: фондовый рынок; долговые ценные бумаги; корпоративные облигации; государственная долговая политика; финансовая система РФ.

С середины 90-х годов XX в. Россия является активным участником международного рынка долговых ценных бумаг. Наряду с центральным правительством и местными органами власти на этом рынке достаточно прочно закрепились различные российские корпоративные заемщики в лице банков и компаний. Несмотря на введение в 2014 г. экономических санкций против ряда российских банков и компаний, вынудивших их искать альтернативные источники финансирования, деятельность российских эмитентов на международном рынке долговых ценных бумаг не прекратилась. Основным международным долговым инструментом, используемым различными российскими участниками, являются еврооблигации. По данным информационного агентства Cbonds, в январе 2016 г. в обращении находились еврооблигации корпоративных, суверенных и муниципальных российских эмитентов на сумму 184,4 млрд долл. США [1]. Это составляет около 1% от совокупного объема рынка еврооблигаций [2].

За последние несколько лет для определенной части российских корпоративных заемщиков появился еще один источник международного финансирования за счет выпуска долговых ценных бумаг — секьюритизация активов. До мирового финансово-экономического кризиса 2008—2009 гг. рынок секьюритизированных активов в России развивался довольно активно. Было проведено в общей сложности около 30 выпусков ценных бумаг на сумму свыше 5 млрд долл. США [3]. Были секьюритизированы различные виды активов: автокредиты, ипотечные и потребительские кредиты, платежи по кредитным картам, лизинговые и факторинговые платежи и др. Однако большинство сделок было реализовано за пределами России с использованием сложных организационных схем. В результате кризиса международный долговой рынок оказался по сути закрытым для российских эмитентов, и на внутреннем рынке проводились лишь сделки по секьюритизации ипотечных кредитов.

С 01.07.2014 г. вступил в силу Федеральный закон от 21.12.2013 № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», устанавливающий, в частности, специальный порядок формирования нового правового инструмента — так называемого «специализированного общества» (имеется в виду SPV) для секьюритизации финансовых активов. Данный закон, как ожидается, даст возможность секьюритизировать в России, а не за рубежом, не только ипотечные кредиты, но и другие виды активов.

Еще одним инструментом международного рынка долговых ценных бумаг, который используется российскими банками и компаниями, являются конвертируемые облигации (КО). На начальном этапе освоения международного долгового рынка во второй половине 90-х годов прошлого века КО выпускали такие российские компании, как, например, Лукойл, ЮКОС и Вымпелком. В нулевые годы XXI века лидером по количеству эмиссий КО была компания Лукойл. КО также выпускали Роснефть, Аммофос, Евраз, ТМК, РБК и другие российские компании. Однако в целом следует признать, что среди российских компаний и банков КО пока еще не получили широкого распространения.

В то же время, по данным российских экспертов, зарубежные инвесторы с интересом относятся к возможности покупки КО российских эмитентов, считая данный финансовый инструмент более интересным по сравнению, например, с покупкой обычных еврооблигаций [4]. В настоящее время на международном рынке долговых ценных бумаг в обращении находится не очень большое количество КО эмитентов из России и стран Восточной Европы в целом (в отличие, например, от стран Латинской Америки) [5]. В связи с этим существует определенный рыночный потенциал для российских эмитентов. Размещение КО является достаточно эффективным способом привлечения капитала, поскольку доходность КО обычно ниже, чем необеспеченных облигаций.

В ситуации, когда международные инвесторы опасаются брать на себя долгосрочные российские риски, вероятно, стоило бы обратить внимание на возможность использования международных источников краткосрочного финансирования, пока еще недостаточно освоенных российскими банками и компаниями. Одним из таких инструментов являются евро-векселя (ЕСР).

Следует заметить, что, хотя российские корпоративные эмитенты начали выпускать евровекселя с середины 90-х годов прошлого века [6], в настоящее время ЕСР пока еще не очень активно выпускаются российскими банками и компаниями. Среди наиболее заметных российских участников рынка евровекселей можно назвать ВТБ, Газпромбанк, Альфа-Банк, Бинбанк, Газпром, Лукойл, Алроса, АО «Кокс» [7]. По состоянию на март 2015 г. в обращении находились инструменты денежного рынка, включая ЕСР (на них приходится около 60% инструментов денежного рынка) и прочие инструменты денежного рынка (банковские акцепты и депозитные сертификаты), выпущенные российскими эмитентами, на сумму 1,8 млрд долл. США, что значительно меньше показателей партнеров России по БРИКС (Бразилия – 7,8 млрд долл. США, а Китай – 79,9 млрд долл. США) [8]. Даже Турция, также относящаяся к категории развивающихся стран, превосходит Россию по объему выпущенных инструментов денежного рынка.

Российские банки и компании удовлетворяют свои краткосрочные потребности в финансировании преимущественно за счет продажи векселей на внутреннем рынке. По данным ЦБ РФ, по состоянию на 01.01.2016 в обращении находились банковские векселя и банковские акцепты на сумму 696 млрд руб., что составило 9,5 млрд долл. США в пересчете по курсу ЦБ РФ на указанную дату [9].

Российские компании и банки больше заинтересованы в получении средне- и долгосрочных зарубежных финансовых ресурсов с помощью выпуска еврооблигаций, однако в современных геополитических условиях это связано с серьезными проблемами. В текущей ситуации, как представляется, российским корпоративным эмитентам можно было бы использовать ЕСР как один из возможных и перспективных источников международного фондирования. Хотя это источник краткосрочных денежных средств, однако получить их будет проще по сравнению с долгосрочными. Кроме того, их стоимость будет ниже по сравнению с краткосрочным финансированием на внутреннем рынке.

С учетом текущей относительно благоприятной конъюнктуры на международном долговом рынке с точки зрения наличия большого количества временно свободных денежных средств у международных инвесторов и их растущей готовности к принятию на себя риска заемщиков из развивающихся стран в надежде получить более высокие доходы по сравнению с заемщиками из развитых стран российским банкам и компаниям не

следует отказываться от данного источника финансирования. Использование в полном объеме имеющихся возможностей внешнего корпоративного финансирования позволит несколько уменьшить финансовое бремя российского правительства, на котором в условиях санкционного режима лежит основная обязанность по кредитованию национальной экономики.

В ближайшее время российским заемщикам, имеющим доступ на международный рынок долговых ценных бумаг, придется по-прежнему ориентироваться прежде всего на традиционных инвесторов из США и Западной Европы. Вместе с тем следует активнее работать по другим направлениям в целях диверсификации источников внешнего финансирования. На наш взгляд, арабские страны, Китай, Гонконг, Сингапур и другие можно рассматривать в качестве альтернативных и дополнительных источников необходимых денежных ресурсов.

В контексте уровня зависимости от международного долгового рынка можно выделить ключевые направления и особенности развития долгового сегмента фондового сектора российского финансового рынка.

В 2013–2016 гг. объем внутреннего долгового рынка РФ вырос с 9,4 до 16,2 трлн руб. или с 13,3% до 19,5% ВВП. В среднем ежегодно рынок увеличивался примерно на 20%. За указанный период сегмент государственных ценных бумаг вырос на 2,3 трлн руб. до 6,1 трлн руб., а сегмент корпоративных облигаций – на 4,2 трлн руб. до 9,4 трлн руб. [10].

В период 2013–2016 гг. российский долговой рынок рос не только в объеме, но и по количеству участников. Число корпоративных заемщиков увеличилось с 353 до 389 (количество эмитентов, облигации которых находились в обращении на начало 2013 г. и конец 2016 г. соответственно, по данным CBonds), а субфедеральных и муниципальных с 38 до 46 (по данным Минфина РФ). Ежедневный биржевой оборот госбумаг вырос с 15 до 19 млрд руб. (по данным CBonds), в то время как для корпоративных и региональных облигаций этот показатель практически не изменился, оставаясь в среднем на уровне 24 и 1,8 млрд руб., соответственно.

По данным Московской биржи, в июне 2017 г. наибольшая торговая активность была зафиксирована именно на рынке облигаций (рост объемов торгов составил почти 27% по сравнению с предыдущим месяцем). Объем торгов корпоративными, региональными и государственными облигациями составил 1 504,9 млрд руб. (для сравнения: 1 186,3 млрд руб. в июне 2016 г.). Среднедневной объем торгов – 71,7 млрд руб. (56,5 млрд руб. в июне 2016 г.) [11].

Следует отметить, что за последние 3–4 года российский рынок государственных долговых ценных бумаг стал в значительно большей степени интегрирован в международный долговой рынок. На рынке облигаций федеральных займов появилась и прочно закрепила свои позиции новая категория долгосрочных иностранных инвесторов из числа крупнейших

инвестиционных компаний, суверенных и пенсионных фондов, повысилась ликвидность обращающихся государственных ценных бумаг.

Как представляется, перспективы развития долгового сегмента российского фондового рынка связаны в первую очередь с ростом объемов государственных заимствований в целях финансирования дефицита государственного бюджета (в 2017 г. — 3,2% ВВП, в 2018 г. — 2,2%, в 2019 г. — 1,2%). По прогнозу Минфина РФ, к концу планируемого периода государственные заимствования станут основным источником финансирования дефицита федерального бюджета. Их доля увеличится с 20% в 2016 г. до 91% в 2019 г. Ожидается, что в 2017–2019 гг. чистые внутренние заимствования будут превышать 1 трлн рублей в год [10].

Основными инструментами исполнения программы государственных внутренних заимствований останутся различные виды ОФЗ. На текущем этапе емкость российского рынка государственных облигаций в рублях пока еще заметно уступает большинству рынков облигаций в национальных валютах ряда других стран, сопоставимых с Россией по уровню экономического развития. Вместе с тем учитывая, что в предстоящем периоде ежегодные валовые заимствования составят в среднем около 1,6 трлн рублей (т.е. возрастут по сравнению с 2016 г. на 60%), рынок гособлигаций России имеет существенный потенциал роста. В случае выполнения в полном объеме программ государственных внутренних заимствований, к 2019 г. объем рынка государственных ценных бумаг возрастет на 3,3 трлн рублей, до 9,4 трлн рублей (или с 7,4% до 9,5% ВВП) [10].

Таким образом, роль государства в качестве эмитента ценных бумаг на внутреннем долговом рынке России в ближайшие годы будет возрастать. Основным источником денежных средств для государства в качестве заемщика, на наш взгляд, останутся традиционные инвесторы в лице российских банков и компаний. Важным источником инвестиционных ресурсов являются средства нерезидентов. По данным Минфина РФ, на них приходится примерно ¼ обращающихся на российском долговом рынке государственных ценных бумаг. В ближайшей перспективе нерезиденты сохранят свое присутствие на рынке российских гособлигаций, однако они не будут наращивать свои позиции в ОФЗ теми же темпами, что и российские инвесторы. В результате объем вложений иностранных участников рынка хоть и вырастет в абсолютном выражении, но доля нерезидентов на долговом рынке будет планомерно «размываться», опускаясь ниже текущих значений.

С учетом планов государства по наращиванию внутренних заимствований необходимо активнее использовать потенциальные дополнительные источники временно свободных денежных средств. Так, например, значительным потенциалом для инвестирования в ОФЗ обладают средства резервов страховых компаний, которые по своему объему сопоставимы с накоплениями негосударственных пенсионных фондов. Однако

в настоящее время ни страховые компании, ни пенсионные фонды не осуществляют сколько-нибудь значимых инвестиций в государственные облигации. Одна из причин — обязанность управляющих компаний переоценивать эти бумаги по состоянию на конец года по рыночной стоимости. Нежелание принимать риск переоценки приводит к тому, что управляющие пенсионными средствами предпочитают депозиты в коммерческих банках государственным ценным бумагам, ограничивая таким образом спрос на ОФЗ.

В нынешней ситуации государственным органам, разрабатывающим долговую политику России, также крайне важно в полной мере задействовать внутренние сбережения населения. Чтобы накопленные денежные средства начали работать в интересах национальной экономики, от правительства требуется создать максимально благоприятные условия для потенциальных внутренних инвесторов, обеспечив среди прочего надежную защиту прав собственности, а также предложить привлекательные (с точки зрения доходности) и доступные (для широкого круга физических лиц) инструменты и объекты инвестиций. Все это должно сопровождаться подробной разъяснительной и популяризаторской работой в средствах массовой информации, направленной на повышение уровня финансовой грамотности населения и на распространение информации о новых инвестиционных возможностях. Учитывая существующее недоверие российских граждан к частным предпринимательским структурам, которые нередко отличались недобросовестным поведением на внутреннем рынке, новые внутренние инвестиционные инициативы целесообразно реализовывать по инициативе и под контролем государственных структур, которые могут либо генерировать эти начинания, либо выступать в качестве гарантов надежности практической реализации новых инвестиционных инициатив.

Отличительной чертой российской финансовой системы является заметное доминирование банковского сектора, который не в состоянии обеспечить своих корпоративных клиентов долгосрочными кредитными ресурсами в отличие от некредитных финансовых организаций (пенсионных и инвестиционных фондов, страховых компаний и т.д.). В конце 2015 г. отношение активов российских кредитных организаций к ВВП страны составляло 102,7%, а отношение активов некредитных финансовых организаций к ВВП — 12,3% [12]. Дефицит относительно дешевого долгосрочного фондирования приводит к тому, что российские компании вынуждены при финансировании инвестиций полагаться на такие финансовые ресурсы, как нераспределенная прибыль организаций, средства государственных и муниципальных бюджетов, финансирование, полученное от контролирующих лиц, а также на иностранные заимствования, доступность которых существенно снизилась.

В мае 2016 г. Совет директоров ЦБ РФ одобрил стратегический документ «Основные направления развития финансового рынка Российской

Федерации на период 2016–2018 годов». Одной из ключевых задач является развитие рынка корпоративных облигаций. Решение этой задачи призвано ликвидировать потенциальный дефицит рыночного обеспечения в финансовой системе, а также снять с банковского сектора нагрузку по кредитованию крупнейших российских корпораций. Развитый публичный рынок облигаций позволит трансформировать относительно короткие ресурсы банковской системы в форме депозитов в долгосрочные источники капитала для российских эмитентов. С целью привлечения на рынок облигаций новых эмитентов и повышения спроса на данный механизм заемного финансирования Банк России в течение среднесрочного периода планирует осуществить ряд мер по стимулированию представителей крупного бизнеса к привлечению заемных средств на облигационном рынке. Такой переход, в свою очередь, будет способствовать высвобождению капитала кредитных организаций, что позволит им увеличить кредитование непубличных заемщиков, в том числе предприятий малого и среднего бизнеса.

Таким образом, если формулировать основные принципы построения модели развития долгового сегмента российского фондового рынка на ближайшую перспективу, с учетом вышесказанного можно отметить одну из ее основных черт – повышение удельного веса государства в качестве одного из главных эмитентов долговых ценных бумаг. Вторым важнейшим компонентом этой модели является ускоренное развитие рынка российских корпоративных облигаций. В 2016 г. на международном долговом рынке в обращении находились корпоративные еврооблигации на сумму 138,3 млрд долл. США (около 10,1 трлн руб. в пересчете по курсу ЦБ РФ) [1], а на внутреннем долговом рынке – облигации на сумму 9,4 трлн руб [10]. Учитывая, что основные доходы российских компаний и банков формируются в рублях и им достаточно сложно рефинансировать валютный долг на международном долговом рынке в условиях пролонгированного действия внешних санкций, в ближайшее время можно ожидать более активного рефинансирования корпоративного валютного долга на внутреннем рынке.

В этой связи, на наш взгляд, необходимо активное развитие рынка российских корпоративных облигаций. Если на международном долговом рынке на корпоративные долговые ценные бумаги приходится 85%, то на российском рынке облигаций – 58% [2, 10]. Таким образом, российский рынок корпоративных облигаций имеет весьма значительный потенциал роста. Развитие рынка российских корпоративных облигаций поможет облегчить финансовое бремя банков и компаний, испытывающих затруднения с рефинансированием внешних долгов, а также будет содействовать решению проблемы финансирования тех российских банков и компаний, которые в целях реализации намеченных бизнес-проектов до сих пор ориентировались в первую очередь на получение различных видов кредитов.

Развитие рынка российских корпоративных облигаций должно опираться на возможность привлечения внутренних сбережений населения. Как и в случае с государственными облигациями, на законодательном уровне требуется обеспечить надежную защиту прав собственности частных инвесторов и детально прописать механизм приобретения, распоряжения и обращения корпоративных облигаций.

В целях ускорения процесса развития российского рынка облигаций важно в максимальной степени сократить расходы эмитентов, связанные с эмиссией долговых ценных бумаг. В связи с этим от Банка России потребуется предпринять шаги, направленные на упрощение процедуры государственной регистрации выпусков ценных бумаг за счет удаления дублирующей и избыточной информации из эмиссионной документации и создания возможности ее подачи на регистрацию в электронном виде.

Как свидетельствует опыт работы российских банков и компаний на международном долговом рынке, высокий эффект привлечения долгового финансирования достигается за счет эмиссии облигаций в рамках специальных программ. Программа предоставляет эмитенту широкий спектр возможной структуры выпуска облигаций с точки зрения выбора конкретного вида долговой ценной бумаги, размера отдельного эмиссионного транша, схемы размещения долговых обязательств среди потенциальных инвесторов, выбора плавающей или фиксированной процентной ставки, биржевого или внебиржевого размещения и др. Размер программы зависит от конкретного эмитента и масштабов его бизнеса (на международном долговом рынке, например, величина программы выпуска еврооблигаций может колебаться от 300 млн до 20 млрд долл. США). Механизм использования подобных программ должен быть закреплён юридически в соответствующем законодательном документе.

Для развития российского рынка облигаций важно расширять линейку возможных для эмиссии видов облигаций. Помимо облигаций с фиксированной процентной ставкой можно выпускать облигации с плавающей ставкой, конвертируемые облигации, облигации с нулевым купоном, проектные облигации и другие виды структурированных облигаций. Создание новых долговых продуктов позволит привлекать инвестиционные ресурсы для долгосрочных проектов.

В условиях ограниченного доступа российских эмитентов на международный долговой рынок можно осуществить пробные выпуски на российском долговом рынке облигаций, номинированных в иностранных валютах (например, в юанях). Привлечение новых (альтернативных) инвесторов из Азии может частично увеличить спрос на российские облигации, который снизился за последние три года в результате введения западных санкций. Механизм эмиссии на российском долговом рынке номинированных в иностранной валюте облигаций должен быть закреплён юридически в соответствующем законодательном документе.

В ближайшей перспективе в целях дальнейшего развития рынка ценных бумаг в России необходимо упорядочить правовую базу, регулирующую деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг. Одним из наиболее узких мест в регулировании деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг является отсутствие требований к их финансовой устойчивости. Действующие в отношении капитала профессиональных участников нормы законодательства не учитывают реальный объем бизнеса компании и размер принимаемых ею рисков. Установленные нормативы касаются только величины собственного капитала. От Банка России требуется ввести для профессиональных участников рынка ценных бумаг требования к покрытию рисков капиталом, а также установить нормативы ликвидности для финансовых посредников, использующих денежные средства клиентов в своих операциях.

Для обеспечения эффективного развития российского рынка корпоративных облигаций необходимо внести необходимые поправки и дополнения в российское законодательство, касающиеся защиты прав инвесторов, приобретающих корпоративные облигации. Активное использование английского права для заключения сделок на международном долговом рынке в значительной степени объясняется тем, что оно в максимальной степени защищает интересы международных инвесторов, приобретающих различные виды долговых ценных бумаг. Российское законодательство в своем нынешнем виде содержит незначительный по своему разнообразию и действенности инструментарий для защиты прав собственности, а также иных прав и интересов инвестора, например, в случае аннулирования лицензии у финансовой организации. От Банка России потребуется совершенствование контрольных процедур в отношении финансовых организаций как до аннулирования лицензии, так и после этого.

В значительной степени эффективность развития российского рынка корпоративных облигаций будет зависеть от повышения качества и доступности услуг учетной инфраструктуры (в первую очередь это касается деятельности регистраторов). Необходимо ввести единые стандарты деятельности по ведению реестра владельцев ценных бумаг в части порядка обмена документами, хранения записей и передачи реестра с акцентом на внедрение электронного взаимодействия. С этой целью можно использовать принятые на международном долговом рынке стандарты функционирования компаний, являющихся регистраторами долговых ценных бумаг.

Таким образом, как представляется, долговой сегмент российского фондового рынка в ближайшее время будет развиваться на основе модели ускоренного развития рынка корпоративных облигаций и более активного использования нетрадиционных источников финансирования. Условно такую модель можно назвать «моделью нетрадиционного долгового финансирования». В рамках данной модели в качестве главных эмитентов

банки и компании будут конкурировать с Минфином РФ. Причем чем активнее будет осуществлять внутренние заимствования Минфин РФ, тем в более сложных условиях с точки зрения объемов и цены привлеченных ресурсов будет находиться корпоративный сектор. В рамках «модели нетрадиционного долгового финансирования» в качестве инвесторов более активно будут проявлять себя физические лица, а также различные типы институциональных инвесторов в лице пенсионных и инвестиционных фондов, страховых компаний и др., которые, в свою очередь, будут конкурировать с традиционными инвесторами в виде банков. Это будет способствовать росту предложения временно свободных денежных ресурсов и снижению их стоимости.

Литература

1. Информационное агентство Cbonds. URL: http://cbonds.ru/indexes/indexdetail/?group_id=93&type_id=106 (дата обращения: 15.07.2016).
2. Официальный сайт Банка международных расчетов. URL: <http://stats.bis.org/statx/toc/LBS.html> (дата обращения: 10.06.2017).
3. Информационное агентство «Эксперт РА». URL: <http://russiansecuritisation.ru/pdf/2.pdf> (дата обращения: 14.09.2015).
4. Hybrid Debt Securities. The Moscow Times, 27.04.2010. URL: http://www.themoscowtimes.com/business/business_for_business/article/404844.html (дата обращения: 15.07.2017).
5. Convertible Bonds. Fundamentals Asset Allocation Solvency. Credit Suisse AG, 2014. URL: https://www.credit-suisse.com/pwp/am/downloads/marketing/wp_broschuere_convertibles_eng.pdf (дата обращения: 20.06.2017).
6. «Империал» отправляется в Европу за короткими деньгами. Коммерсантъ, 1996, № 213. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/244787> (дата обращения: 15.06.2017).
7. Алимova С. К вопросу о формировании организованного вексельного рынка// Экономические науки. 2010. № 12 (73). С. 80.
8. BIS Quarterly Review, June 2015, p. A128 (дата обращения: 10.07.2017).
9. Отчет ЦБ РФ о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2015 г. URL: https://www.cbr.ru/publ/archive/root_get_blob.aspx?doc_id=9883 (дата обращения: 17.03.2017).
10. Министерство финансов Российской Федерации. Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2017–2019 гг. URL: https://www.minfin.ru/ru/perfomance/public_debt/policy/ (дата обращения: 11.07.2017).
11. Официальный сайт Московской биржи. URL: <http://www.moex.com/n16737/?nt=106> (дата обращения: 27.07.2017).
12. Центральный банк Российской Федерации. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов. URL: http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/11106/onrfr_2016-18.pdf (дата обращения: 11.07.2017).