ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ: КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ И СТРУКТУРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Паршин М.А., аспирант,
Джораев Х.Х., аспирант,
Финансовый университет при Правительстве РФ

Аннотация: статья посвящена исследованию перспектив развития российского финансового рынка, в частности рынка корпоративных облигаций и структурных облигаций. Представлены основные факторы роста выпуска корпоративных облигаций, а также выявлены основные проблемы, которые могут препятствовать развитию данного сегмента финансового рынка. В альтернативу классических корпоративных облигаций авторы представили перспективы развития структурных облигаций, получившее в 2018 году законодательную базу. В исследовании приводятся оценка современного рынка структурных продуктов, который уже существует на финансовом рынке и который позволяет оценить будущее развитие российского рынка структурных облигаций. В статье отмечается, что российский рынок по сути является товарным отражением действующей системы финансовых отношений в стране. Авторы исследования описывают и раскрывают особенности современного финансового рынка, и дают оценку факторам потенциального роста корпоративных облигаций, и тенденциям развития нового альтернативного формирующегося в России рынка структурных облигаций на основе оценки рынка структурных продуктов. Авторы показывают, что рынок облигаций являются одним из эффективных инструментом финансирования в сравнении с тем же рынком акций, а в некоторых случаях даже более дешевым. Как показывает анализ, облигации – это всегда бумага, которая обладает гораздо меньшей доходностью. При этом обязательно долгового типа не означает перехода на право собственности. И соответственно не возникает условий, при которых рынок облигаций может быть рассмотрен как международный. Это позволяет определить возможность участия в рынке всех заинтересованных продавцов, которые в свою очередь могут привлекать дополнительный капитал.

Ключевые слова: корпоративное финансирование, облигации, рынок ценных бумаг, корпоративные облигации, рынок ценных бумаг, структурные финансовые продукты, производные финансовые инструменты, структурные облигации

Облигация является долговой ценной бумагой, удостоверяющей обязательство эмитента выплатить долг по данной бумаге в размере номинала к концу ее срока. Доходом держателя облигации являются процентные платежи от номинальной стоимости – купоны. То есть лицо, которое приобретает облигации, может совсем не иметь отношения к тому рынку, который используется для реализации вероятностного дохода [4, с. 16-17].

Облигации являются одним из наиболее древних и популярных в мире инструментов привлечения инвестиций в экономику на фиксированный промежуток времени. В мировой практике облигации внутренней государственной ссуды оказывают значительное влияние на развитие и функционирование экономики страны и выполняют такие основные функции, как финансирование бюджетного дефицита, регулирования денежного обращения, проведения денежно-кредитной политики с целью достижения роста объема производства, предупреждению инфляции, мобилизация средств для финансирования целевых государственных и местных программ, имеющих важное социально-экономическое значение, погашение ранее произведенных займов и сглаживания неровностей, возникающих при поступлении налоговых платежей, обеспечение коммерческих банков ликвидными резервными активами, которые приносят доход [1, с. 54]. Следует учесть принципиальные преимущества для финансовой системы, которые имеют облигационный заем, а именно: повышение ликвидности рынка, инструмент для наполнения активов институциональных инвесторов (прежде всего, институтов совместного инвестирования и негосударственной пенсионной системы), важный инструмент рефинансирования банков со стороны центрального банка, возможность досрочного выкупа облигаций для сокращения кредитной нагрузки, возможность привлечь значительный объем финансовых ресурсов и постоянно отслеживать текущую рыночную стоимость инвестированных средств [7].

Об особенностях развития государственных ценных бумаг в современной долговой политике отдельных стран мира и Европы свидетельствует тот факт, что правительства государств все больше ориентируются на рынок государственных заимствований. По статистическим данным 2019 года, почти 90% государственных долговых ценных бу-

маг от общего объема государственных ценных бумаг в обращении приходится всего на семь государств. Так, крупнейшими эмитентами являются: США – 13743,9 млрд долл., Япония – 12 021,4 млрд долл., Великобритания – 2242,6 млрд долл., Италия – 2158,89 млрд долл., Франция – 2025,9 млрд долл., Германия – 2156,6 млрд долл., а также Испания – 9923,9 млрд долл [5, с. 167-168]. Еще одной тенденцией является сохранение весомой государственной доли среди национальных эмитентов стран-лидеров. При этом доля государственных долговых обязательств в ценных бумагах растет и в отдельных странах мира превышает 50% (в Италии – 56,42%, в Японии – 74,65%). За последние годы наблюдаем общий рост объема государственных ценных бумаг к ВВП на фоне увеличения государственного долга. Соотношение государственных ценных бумаг в обращении к ВВП в 2012 году по сравнению с аналогичным показателем прошлого года в мире выросло на 1,9%, в том числе самый высокий показатель в Италии (12,6%), а самый низкий – в США (1,8%). Анализ рынка государственных ценных бумаг Еврозоны свидетельствует, что согласно условиям Пакта стабильности и роста, государства обязаны обеспечить уровень задолженности не выше 60% от их валового внутреннего продукта. Однако тенденция к росту уровня государственного долга наблюдается в 21 стране ЕС, в 14 из 27 стран-членов ЕС сообщили о соотношение долга к ВВП выше контрольного уровня в 60%. Самый высокий коэффициент долга-165,3% – был зафиксирован в Греции (120,1%). Самое низкое соотношение долга к ВВП наблюдалось в Эстонии – 6,0% [2].

Первые попытки организованного привлечения займов Россией у населения были осуществлены в начале XX века. Облигации государственных займов, а именно 1982 года выпуска, можно даже и сегодня найти в самых оптимистично настроенных граждан. В независимой России государственные облигации остаются наиболее привычным и универсальным способом заимствований для государства. В контексте активности регуляторов рынка государственных ценных бумаг, в частности Министерства финансов и Центрального банка, можно утверждать о определенной активности на данном рынке за последние годы. Следует отметить, что за 2019 год торги по государственным облигациям достигли исторического максимума и составили около 1217 млрд руб за счет новых выпусков ОВГЗ, в том числе НДС-облигаций. Кроме того, в декабре 2019 года было выпущено ОВГЗ на переоформление задолженности КМУ перед ЦБ Рф и ОВГЗ для увеличения уставного капитала государственных банков. Политика покрытия дефицита государственного бюджета путем выпуска ОВГЗ и опосредованного выпуска (через государственные банки) суверенных ценных бумаг Центральным банком, несмотря на определенную поддержку ликвидности фондового рынка, дает развитие инфляционными процессам в стране. Так, индекс потребительских цен за январь – июнь 2015 года составил 140,7%, в то время как средневзвешенная доля за ОВГЗ, что предлагавшийся к размещению в мае 2020 года, составила 12% [5].

Вместе с тем, корпоративные облигации сравнительно больше подвержены к рискам, т. к. инвестор полагается на финансовую способность корпорации по возврату долга, которая зависит от ее прибыльности.

Чтобы минимизировать вероятность реализации рисков, потенциальным инвестором должна быть оценена экономическая ситуация на рынке в целом и определена надежность эмитента. Соответственно, компании, выпускающей облигации, необходимо продемонстрировать высокую степень надежности и качества управления.

Очевидно, что плохое качество корпоративного управления является одной из основных проблем рынка корпоративных облигаций России.

В целом рынок корпоративных облигаций продолжает дальнейшее свое развитие, однако усилилось значения различных факторов, таких как инфляция, уровень доходов населения, степень риска; уровень доходности альтернативных источников финансирования и уровень развития рынка ценных бумаг регионов, которые негативно воздействуют как на динамику стоимости, так и объемы выпуска облигаций.

Важным фактором влияния на развития финансовых рынков стало постепенное понижения процентных ставок, что будет отрицательно влиять на стоимость и доходность классических облигаций, а потому создавать спрос у инвесторов в более высокодоходные вложения.

Альтернативой инвестициям в облигации можно назвать такие распространенные активы, как акции, производные финансовые инструменты, а также получающие все большую популярность структурные продукты. Но любое развитие финансового рынка и расширения рынка финансовых инструментов требует подкрепления в правовой базе. Так и российский финансовый рынок согласно вступившим в силу изменениям в Федеральный закон от 22.04.96 №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» в октябре 2018 года пополнился новым видом облигаций – структурными облигациями (внесены Федеральным законом от 18.04.2018 №75-ФЗ).

Основными отличиями структурных облигаций от классических облигаций является зависимость получения выплаты исходя от наступления или

ненаступления одного или нескольких событий, предусматриваемых решением об эмиссии данных структурных облигаций.

В середине ноября 2019 года компания «БКС Капитал» разместила на Московской бирже первый выпуск структурных облигаций, зарегистрированных по российскому праву. Данные выпуск структурных облигаций имеет частичную защиту капитала, в качестве базовых инструментов выступают акции и депозитарные расписки крупнейших российских эмитентов, в том числе Газпрома, Сбербанка, Яндекса, Лукойла, Норильского никеля. Объем выпуска составил 600 млн рублей на трехлетний срок со ставкой в 16% годовых в рублях с порогом в 80%. Для сравнения индекс корпоративных облигаций RUCBITR в рублях составлял на 14 ноября 7,02%, чья дюрация составляет примерно 2,5 года.

Авторами предполагается, что механизм конструирования структурных облигаций идентичен выпуску инвестиционных продуктов, называемых структурные продукты. Для возможной оценки потенциала роста и особенностей конструкций будущих выпусков структурных облигаций авторы предлагают анализ рынка структурных продуктов, основанный на данных, предоставленных сайтом Cbonds на первую половину 2019 года.

На начало 2019 года российские компании выпустили структурных продуктов на общую сумму в 2,6 млрд долларов, где 2,19 млрд долларов номинированы в рублях.

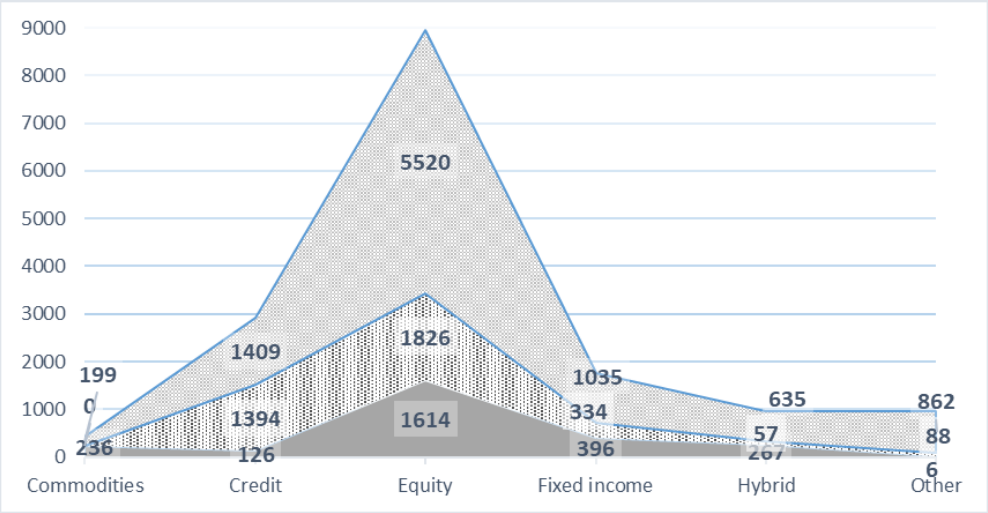

Рис. 1. Диаграмма рынка структурных облигаций, выпущенных в рублях, евро и долларах, выражены в миллионах долларов

Диаграмма на рис. 1 представляет особенности конструирования структурных продуктов по видам базовых активов, также можно заметить разделение по валютным выпускам. Исходя из рисунка 1 можно говорить о том, что наиболее часто используемым базовым активов в конструировании структурных продуктов являются акции. Также на основании сформированных данных Cbonds, можно говорить, что мировой выпуск рынка структурных продуктов составляет порядка 18 млрд долларов. Однако полученные показатели не учитывают розничные продажи, в том числе продажи страховых продуктов, которые по своей конструкции являются структурными продуктами. Надо отметить, что объемы страхового рынка в разрезе структурных продуктов является очень значительными в России, и самый крупный игрок на отечественном рынке страховых продуктов «Сбербанк страхование жизни» только за 2018 год собрал премий в размере около 2 млрд долларов. То есть на основании этого можно говорить, что продажи структурных продуктов значительно превосходят 18 млрд долларов.

На данный период основная доля структурных продуктов на российском рынке выпускается на срок от 1,5 до 2 лет, также продаются и более короткие инструменты со сроками от 3 до 6 месяцев. Если говорить про структурные продукты, выпущенные в долларах, то можно говорить о более длительных сроках, обычно в среднем до 5 лет, так как низкие долларовые процентные ставки могут компенсироваться более длительными временными горизонтами, которые повышают доходность, что вкупе сохраняет инвестиционную привлекательность инструментов.

Исходя от данных на рис. 1 можно говорить, что акции являются наиболее широко используемым базовым активом не только для российского рынка, но и для общемирового.

Если говорить об мировом рынке структурных продуктов, то несомненный лидер, это европейский финансовый рынок, так как именно на данный рынок приходится около 47% от общемиро-

вого уровня торгового оборота структурных продуктов. Причем в ряде европейских стран действует льготный режим налогообложения.

Швейцария и Германия имеют наибольшие объемы продаж на европейском рынке, также хорошо развиты рынки структурных продуктов в Бельгии, Испании и Франции.

Таблица 1

Рынок структурных облигаций по категориям выпуска, составлено на основе данных портала Cbonds

	Защита капитала	Ноты участия	Кредитное плечо	Повышенная доходность
RUR	2013,0	147,4	349,0	84,0
USD	1140,9	1965,8	2950,3	2531,0
EUR	1840,9	730,3	48,1	1015,0

В табл. 1 представлены данные структурных продуктов по категориям выпуска, где можем заметить значительную долю продуктов с защитой капитала, особенно это хорошо выражено в рублевых продуктах, составляя порядка 77% от всего выпуска продуктов, номинированных в рублях. Также заметно доля структурных продуктов в выпуске, выраженном в евро, где они занимают половину продаж. Данные продукты интересны клиентам в связи с четко обозначенной возвратностью вложений.

Однако если обратить внимания на выпуски, выраженные в долларах, то лидерами являются категории продуктов с кредитным плечом и повышенной доходностью, где каждая составляет почти треть доли всех продаж, около 22% формируют ноты участия и самая низкая доля 13% структурные продукты с защитой капитала для долларового выпуска.

Основываясь на современном рынке структурных продуктов можно говорить, что российский рынок структурных облигаций будет главным образом развиваться с базовыми активами в виде акций и в категориях с защитой капитала. Также стоит обратить внимание, что на данный момент продажа структурных облигаций не подразумевает участия неквалифицированных инвесторов, в связи со сложностью понимания механизмов данных инструментов для российских потребителей, особенно с учетом слабого уровня финансовой грамотности населения России.

Таким образом, рассматривая финансовый рынок в общем и учитывая планы государства по его развитию, то можно предполагать дальнейший рост рынка корпоративных облигаций и формирование возможностей для расширения инструментов финансирования в рамках рынка структурных облигаций, и последующее совершенствование нормативно-правовой базы данных областях.

В настоящее время в России совершенствуются правила эмиссии, упрощающие регистрации корпоративных облигаций и сокращающие срок рассмотрения документов. При развитии законодательства или при разработке самостоятельного федерального закона, который будет регламентировать все условия подготовки, размещения, обращения и погашения корпоративных облигаций, в России будет возможно решение таких проблем, как отсутствие развитого механизма корпоративного управления, прозрачности и открытости информации о компаниях, высокие издержки эмитента, в том числе на получение рейтинга, трудоемкая процедура эмиссии. А также развития общей финансовой грамотности среди населения будут расширять потенциал как для рынка корпоративных облигаций, так и создадут платформу для развития рынка структурных облигаций.

Литература

1. Проект Федерального закона N363920-6 "О рынке деривативов и деятельности профильных операторов на внебиржевых финансовых рынках в РФ".

2. Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" от 22.04.1996 N39-ФЗ

3. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: пер. с англ. М.: Олимп-Бизнес, 2016. 527 с.

4. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: учебное пособие. М.: Научное-техническое общество имени академика С.И. Вавилова, 2013. 348 с.

5. Буренин А.Н. Форварды, фьючерсы, опционы, экзотические и погодные производные. М.: Научно-техническое общество имени академика С.И. Вавилова, 2008. 540 с.

6. Дж. Халл. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты. М. Издательский дом «Вильямс», 2013.

7. Колб Роберт У. Финансовые деривативы: учебник. 2-е изд.: пер.с англ. М.: Информационно-издательский дом «Филинъ», 1997. 360 с.

8. Криничанский К. В. Финансовые рынки и институты. Науч. издание. Монография. Миасс: Издательство ГЕОТУР, 2014. 183 с.

9. Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг: учебник и практикум для академического бакалавриата. 2-е изд., испр. и доп. М.: Издательство Юрайт, 2018. 497 с.

10. Клементьева Ю.О., Грошева Н.Б. Основные тенденции развития рынка корпоративных облигаций в России // Корпоративные финансы. 2019. №3. С. 55 – 70.

11. Глухов М.Ю. Структурированные финансовые продукты: понятие и устройство // Вестник Финансовой Академии. 2007. №3 (43). С. 124 – 132.

12. Данзюрюн Б.Д. Международный рынок структурированных продуктов // Микроэкономика. 2009. №3. С. 180 – 184.

13. Джораев Х.Х. Тенденции развития рынка структурных облигаций // Colloquium-journal. 2019. №12 (36). С. 70 – 73.

14. Иванов М., Сердюков Е. Практическое применение структурных продуктов на основе биржевых опционов FORTS // Рынок ценных бумаг.Срочный рынок. 2008. №7 (358). С. 62 – 65.

15. Криничанский К.В. Состояние и проблемы развития финансового рынка в России // Журнал экономической теории. 2013. №3. С. 68 – 80.

16. Паршин М.А. Российский рынок корпоративных облигаций: проблемы и перспективы развития в современных условиях // Экономические науки. 2018. №8. С. 165 – 170.

17. Сребник Б.В., Вилкова Т.Б. Финансовые рынки: профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг: учебное пособие. М.: НИЦ ИНФРА-М, 2017. 366 с.

18. Краткое описание российского рынка облигаций [Электронный ресурс] // АКРА [сайт]. URL: https://www.acra-ratings.ru/research/1119 (дата обращения: 20.02.2020)

19. Банк России https://www.cbr.ru/

20. Финансовое информационное агентство Cbonds http://cbonds.ru/

References

1. Proekt Federal'nogo zakona N363920-6 "O rynke derivativov i deyatel'nosti profil'nyh operatorov na vnebirzhevyh finansovyh rynkah v RF".

2. Federal'nyj zakon "O rynke cennyh bumag" ot 22.04.1996 N39-FZ

3. Brejli R., Majers S. Principy korporativnyh finansov: per. s angl. M.: Olimp-Biznes, 2016. 527 s.

4. Burenin A.N. Rynok cennyh bumag i proizvodnyh finansovyh instrumentov: uchebnoe posobie. M.: Nauchnoe-tekhnicheskoe obshchestvo imeni akademika S.I. Vavilova, 2013. 348 s.

5. Burenin A.N. Forvardy, f'yuchersy, opciony, ekzoticheskie i pogodnye proizvodnye. M.: Nauch-no-tekhnicheskoe obshchestvo imeni akademika S.I. Vavilova, 2008. 540 s.

6. Dzh. Hall. Opciony, f'yuchersy i drugie proizvodnye finansovye instrumenty. M. Izdatel'-skij dom «Vil'yams», 2013.

7. Kolb Robert U. Finansovye derivativy: uchebnik. 2-e izd.: per.s angl. M.: Informacionno-izdatel'skij dom «Filin"», 1997. 360 s.

8. Krinichanskij K. V. Finansovye rynki i instituty. Nauch. izdanie. Monografiya. Miass: Izda-tel'stvo GEOTUR, 2014. 183 s.

9. Alekhin B.I. Rynok cennyh bumag: uchebnik i praktikum dlya akademicheskogo bakalavriata. 2-e izd., ispr. i dop. M.: Izdatel'stvo YUrajt, 2018. 497 s.

10. Klement'eva YU.O., Grosheva N.B. Osnovnye tendencii razvitiya rynka korporativnyh obliga-cij v Rossii // Korporativnye finansy. 2019. №3. S. 55 – 70.

11. Gluhov M.YU. Strukturirovannye finansovye produkty: ponyatie i ustrojstvo // Vestnik Fi-nansovoj Akademii. 2007. №3 (43). S. 124 – 132.

12. Danzyuryun B.D. Mezhdunarodnyj rynok strukturirovannyh produktov // Mikroekonomika. 2009. №3. S. 180 – 184.

13. Dzhoraev H.H. Tendencii razvitiya rynka strukturnyh obligacij // Solloquium-journal. 2019. №12 (36). S. 70 – 73.

14. Ivanov M., Serdyukov E. Prakticheskoe primenenie strukturnyh produktov na osnove birzhe-vyh opcionov FORTS // Rynok cennyh bumag.Srochnyj rynok. 2008. №7 (358). S. 62 – 65.

15. Krinichanskij K.V. Sostoyanie i problemy razvitiya finansovogo rynka v Rossii // ZHurnal ekonomicheskoj teorii. 2013. №3. S. 68 – 80.

16. Parshin M.A. Rossijskij rynok korporativnyh obligacij: problemy i perspektivy razvitiya v sovremennyh usloviyah // Ekonomicheskie nauki. 2018. №8. S. 165 – 170.

17. Srebnik B.V., Vilkova T.B. Finansovye rynki: professional'naya deyatel'nost' na rynke cen-nyh bumag: uchebnoe posobie. M.: NIC INFRA-M, 2017. 366 s.

18. Kratkoe opisanie rossijskogo rynka obligacij [Elektronnyj resurs] // AKRA [sajt]. URL: https://www.acra-ratings.ru/research/1119 (data obrashcheniya: 20.02.2020)

19. Bank Rossii https://www.cbr.ru/

20. Finansovoe informacionnoe agentstvo Cbonds http://cbonds.ru/

PROSPECTS FOR THE DEVELOPMENT OF THE FINANCIAL MARKET IN THE RUSSIAN FEDERATION: CORPORATE BONDS AND STRUCTURAL BONDS

Parshin M.A., Postgraduate,
Dzhoraev Kh.Kh., Postgraduate,
Financial University under the Government of the Russian Federation

Abstract: the article is devoted to the study of the prospects for the development of the Russian financial market, in particular, the market of corporate bonds and structural bonds. The main factors of growth in corporate bond issuance are presented, as well as the main problems that may hinder the development of this segment of the financial market are identified. As an alternative to classic corporate bonds, the authors presented the prospects for the development of structural bonds, which received a legislative framework in 2018. The study provides an assessment of the current market of structural products, which already exists in the financial market and which allows us to assess the future development of the Russian market of structural bonds. The article notes that the Russian market is essentially a commodity reflection of the current system of financial relations in the country. The authors of the study describe and reveal the features of the modern financial market, and assess the factors of potential growth of corporate bonds, and trends in the development of a new alternative emerging in Russia market of structural bonds based on the assessment of the market of structural products. The authors show that the bond market is one of the most effective financing tools in comparison with the same stock market, and in some cases even cheaper. As the analysis shows, bonds are always a paper that has a much lower yield. At the same time, a debt-type contract does not mean a transfer to ownership. Accordingly, there are no conditions under which the bond market can be considered international. This allows determining whether all interested sellers can participate in the market, which in turn can attract additional capital.

Keywords: corporate finance, bonds, securities market, corporate bonds, securities market, structural financial products, derivative financial instruments, structural bonds