

DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-2-74-83

УДК 339.72(045)

JEL D53, F34, G23

Рынок корпоративных облигаций: международный опыт и российская практика

И.А. Балюк

Финансовый университет, Москва, Россия

<http://orcid.org/0000-0002-7609-8089>

АННОТАЦИЯ

Развитие рынка корпоративных облигаций становится одним из необходимых условий повышения устойчивости российской экономики к внешним шокам и формирования новой модели роста в условиях санкций. Цель статьи – проанализировать современное состояние российского рынка корпоративных облигаций и разработать предложения по ускорению его дальнейшего развития с учетом накопленного международного опыта. Предложения основаны на изучении правовой базы функционирования международного облигационного рынка, а также современных технологий и инструментов, которые на практике доказали свою эффективность. В рамках сравнительного анализа использован гипотетико-дедуктивный метод научного исследования. Автор предлагает: разработать и принять самостоятельный федеральный закон «О корпоративных облигациях»; внести поправки и дополнения в российское законодательство по защите прав инвесторов, приобретающих корпоративные облигации; осуществить пробные (дебютные) выпуски на российском фондовом рынке облигаций, номинированных в иностранных валютах (например, в юанях); расширять линейку видов облигаций и т.д. Сделан вывод, что, несмотря на неблагоприятные внешние и внутренние условия, в России наблюдается стабильный рост количества эмитентов и находящихся в обращении корпоративных облигаций. Активная эмиссия облигаций на российском финансовом рынке в ближайшее время будет происходить не только в корпоративном, но и в государственном сегменте. Она потребует более активного вовлечения в покупку государственных и корпоративных облигаций физических лиц в качестве инвесторов. Также будут привлекаться различные типы институциональных инвесторов, конкурирующие с банками. Эмиссия корпоративных облигаций может облегчить финансовое бремя банков и компаний, испытывающих затруднения с рефинансированием внешних долгов. Также она может способствовать решению проблемы финансирования тех российских компаний, которые в целях реализации намеченных бизнес-планов до сих пор ориентировались на получение различных видов банковских кредитов. Это будет способствовать росту предложения временно свободных денежных ресурсов, снижению их стоимости и более эффективной трансформации сбережений (накоплений) в инвестиции.

Ключевые слова: финансовый рынок; фондовый рынок; долговые ценные бумаги; корпоративные облигации; международный долговой рынок; рефинансирование внешнего долга; правовая база; институциональные инвесторы

Для цитирования: Балюк И.А. Рынок корпоративных облигаций: международный опыт и российская практика. *Финансы: теория и практика*. 2019;23(2):74-83. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-2-74-83

ORIGINAL PAPER

Corporate Bond Market: International Experience and Russian Practice

I.A. Balyuk

Financial University, Moscow, Russia

<http://orcid.org/0000-0002-7609-8089>

ABSTRACT

The corporate bond market development is integral to increase the resilience of the Russian economy to external shocks and to build a new growth model in terms of sanctions. The purpose of the article is to analyze the current state of the Russian corporate bond market and to develop proposals for accelerating its further development considering the international experience. The proposals are based on a study of the legal base for the functioning of the international bond market, as well as modern technologies and tools that have proven to be effective in practice. As part of a comparative

analysis, a hypothetical-deductive research method has been used. The author has proposed: to develop and adopt independent federal law "On Corporate Bonds"; to amend and supplement the Russian legislation on the protection of the rights of investors who purchase corporate bonds; to make trial (debut) issues in the Russian stock market for bonds denominated in foreign currencies (for example, in RMB); to expand the line of bond types, etc. It has been concluded that, despite the unfavorable external and internal conditions, there is a steady increase in the number of issuers and corporate bonds in circulation in Russia. Active bond issue in the Russian financial market in the near future will happen not only in the corporate, but also in the public segment. It will require more active involvement of individuals in purchasing government and corporate bonds as investors. Various types of institutional investors competing with banks will also be attracted. Corporate bond issue can ease the financial burden of banks and companies that have problems with refinancing their external debts. It can also help to solve the problem of financing of the Russian companies that have focused on obtaining various bank loans in order to implement their business plans. This will help to increase the supply of temporarily free monetary resources, to reduce their cost and more efficiently transform savings into investments.

Keywords: financial market; stock market; debt securities; corporate bonds; international debt market; refinancing external debt; legal base; institutional investors

For citation: Balyuk I.A. Corporate bond market: International experience and Russian practice. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2019;23(2):74–83. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-2-74-83

ВВЕДЕНИЕ

В настоящее время развитие российского финансового рынка является одной из важнейших стратегических задач руководства страны. Еще Й. Шумпетер [1] отмечал, что необходимым условием экономического роста является развитый финансовый рынок. Данные ряда научных исследований на рубеже XX–XXI вв. подтверждают заметную связь между уровнем финансового развития страны и ускорением ее экономического роста [2, с. 158]. Ключевая роль финансового рынка — трансформация общественных сбережений в инвестиции. В результате создаются условия для формирования капитала, способствующего увеличению национального богатства и повышению жизненного уровня населения страны. Институциональная слабость российской финансовой системы проявляется в том, что пока еще не решена проблема перехода сбережений в форму ликвидности в системе институтов — финансовых посредников, а также проблема трансформации краткосрочной ликвидности в долгосрочные инвестиционные ресурсы, используемые в реальном секторе экономики [3, с. 10].

Еще одним аргументом в пользу необходимости ускоренного развития внутреннего финансового рынка в России является введенный США и их союзниками в середине 2014 г. антироссийский санкционный режим. С учетом неоднократного расширения границ его применения сейчас весьма существенно ограничены масштаб деятельности российских хозяйствующих субъектов на международном финансовом рынке и возможности привлечения внешнего финансирования на приемлемых условиях. Вместе с тем внешние шоки создали серьезные проблемы для развития

долгового рынка в России. В 2014 г. было практически заморожено размещение государственных облигаций на рынке [4, с. 18]. Санкционный режим ознаменовал собой смещение центра тяжести государственной долговой политики с международного на внутренний финансовый рынок. В результате решение текущих финансово-экономических проблем стало осуществляться преимущественно за счет источников внутри страны. Если в середине 2016 г. в структуре государственного долга России соотношение «внутренний рынок / международный рынок» составляло 2,3:1 (в пересчете на доллары США по официальному курсу ЦБ РФ), то к началу 2018 г. это соотношение увеличилось до 2,43:1¹.

В мае 2016 г. Совет директоров ЦБ РФ одобрил стратегический документ «Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов». В этом документе в качестве одного из ключевых направлений было указано развитие рынка корпоративных облигаций². Решение этой задачи призвано ликвидировать потенциальный дефицит рыночного обеспечения в финансовой системе, а также уменьшить нагрузку банковского сектора по кредитованию крупных инвестиционных проектов с участием российских корпораций. По мнению некоторых ученых, развитие рынка корпоративных облигаций становится

¹ Рассчитано автором на основе данных Министерства финансов РФ. URL: https://www.minfin.ru/ru/performance/public_debt/ (дата обращения: 14.01.2018).

² В связи с развитием российского облигационного рынка все чаще стало использоваться слово «бондизация», которое происходит от английского слова "bond" (облигация) и ассоциируется в первую очередь с еврооблигациями (eurobonds), являющимися в настоящее время главным долговым инструментом на международном финансовом рынке.

одним из необходимых условий повышения устойчивости российской экономики к внешним шокам и формирования новой модели роста в условиях санкций [5, с. 295].

Отличительная черта российской финансовой системы — доминирование банковского сектора. Однако он 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.). Соотношение активов российских кредитных организаций к ВВП в восемь с лишним раз превышает аналогичный показатель некредитных финансовых организаций³. Дефицит относительно дешевого долгосрочного фондирования приводит к тому, что российские компании при финансировании инвестиций вынуждены полагаться на такие финансовые ресурсы, как нераспределенная прибыль, средства государственных и муниципальных бюджетов, финансирование, полученное от контролирующих лиц, а также иностранные заимствования, доступ к которым в условиях антироссийских санкций существенно уменьшился. Одним из преимуществ корпоративных облигаций по сравнению с другими инструментами финансирования является наличие ликвидного биржевого вторичного рынка, предоставляющего эмитенту больше возможностей по управлению ликвидностью и регулированию объема текущей задолженности [6, с. 88]. Вместе с тем корпоративные облигации имеют ряд преимуществ и с точки зрения рыночных инвесторов [7].

По мнению Банка России, развитый публичный рынок облигаций позволит трансформировать относительно короткие ресурсы банковской системы в форме депозитов в долгосрочные источники капитала для российских эмитентов. Привлечение заемных средств на облигационном рынке призвано способствовать высвобождению капитала кредитных организаций и увеличению кредитования непубличных заемщиков (включая предприятия малого и среднего бизнеса). «Бондизация» фондового сегмента российского финансового рынка может облегчить финансовое бремя банков и компаний, испытывающих затруднения с рефинансированием внешних долгов, а также может способствовать решению проблемы финансирования тех российских банков и компаний, которые в целях реализации

намеченных бизнес-планов до сих пор ориентировались в первую очередь на получение различных видов банковских кредитов.

СОСТОЯНИЕ РОССИЙСКОГО РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПО ЕГО УСКОРЕНИЮ

«Бондизация» российского финансового рынка должна опираться на использование достаточно развитой правовой базы, а также современных технологий и инструментов международного облигационного рынка, которые на практике доказали свою эффективность. С учетом этого далее излагаются предложения по ускорению дальнейшего развития российского рынка корпоративных облигаций, основанные на анализе его современного состояния.

Международный облигационный рынок существует с середины 60-х гг. прошлого века. В результате реализации «плана Маршалла» после Второй мировой войны в европейских банках накопилось несколько миллиардов долларов США, и к 1963 г. объем рынка евровалют достиг в эквиваленте 12,4 млрд долл. США, из которых $\frac{3}{4}$ приходилось на американскую валюту [8, с. 11]. Введение в 1963 г. в США налога, уравнивающего процентные ставки (Interest Equalization Tax), заметно повысило себестоимость финансирования на американском фондовом рынке для нерезидентов, которые начали искать другие источники долгового финансирования. В результате Европа, в которой к 1963 г. уже сложились необходимые предпосылки, сыграла роль альтернативного источника капитала [9]. В июле 1963 г. итальянской компанией Autostrade были выпущены первые в мировой истории еврооблигации, после чего началось ускоренное развитие международного рынка облигаций. За 50 с лишним лет своего существования он существенно трансформировался и в настоящее время представляет собой достаточно сложный механизм, который обслуживает потребности различных видов эмитентов и инвесторов, используя с этой целью развитую правовую базу, а также современные технологии подготовки и проведения сделок и разнообразные рыночные инструменты.

На международном облигационном рынке на корпоративные облигации приходится 85% совокупного объема рынка, а на российском рынке облигаций — 58%⁴. Объем рынка корпоративных об-

³ 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: 11.07.2018).

⁴ Рассчитано автором на основе данных Банка международных расчетов и Министерства финансов РФ. URL: <http://stats.bis.org/statx/toc/LBS.html> (дата обращения: 11.07.2018).

лигаций в России по отношению к ВВП страны в середине 2017 г. составил всего 12%. Для сравнения: в США — 46%, а в еврозоне — 80%⁵. Таким образом, российский рынок корпоративных облигаций имеет весьма значительный потенциал роста с точки зрения международной практики в данной области. Следует отметить, что за последние несколько лет были достигнуты определенные результаты в сфере либерализации российского фондового рынка и модернизации его инфраструктуры, что создало более благоприятные условия для его дальнейшего развития [10, с. 135].

Поскольку основные доходы российских компаний и банков формируются в рублях и им достаточно сложно в условиях антироссийских внешних санкций рефинансировать валютный долг на международном долговом рынке, в 2015–2018 гг. происходило активное рефинансирование корпоративного долга на внутреннем рынке, что ускорило процесс корпоративной «бондизации». Появление на российском рынке так называемых коммерческих облигаций (размещаются по закрытой подписке среди ограниченного круга инвесторов) стало дополнительным источником заемных денежных средств для крупных и средних банков и компаний. Предприятиям малого бизнеса коммерческие облигации позволяют начать «облигационную историю», чтобы в перспективе иметь возможность выпустить биржевые облигации на более выгодных для себя условиях.

Процесс «бондизации» российского финансового рынка стимулировали усилия Банка России, направленные на сокращение издержек эмитентов при выпуске корпоративных облигаций, развитие биржевой и учетной инфраструктуры, институтов внешней оценки рисков с опорой на российские рейтинговые агентства⁶, механизмов предоставления ценовой информации по низколиквидным инструментам через различные ценовые центры и др. Также этому способствовала объективная потребность банков и компаний в использовании стандартного средне- и долгосрочного и вместе

с тем относительно недорогого долгового инструмента. В 2013–2017 гг. российский рынок корпоративных облигаций ежегодно рос примерно на 20%⁷.

Развитие рынка корпоративных облигаций в России сопровождалось удлинением сроков заимствований [11]. В структуре корпоративных облигаций преобладают инструменты со сроком обращения от 5 до 10 лет.

Сейчас на российском рынке корпоративных облигаций одна из главных проблем — снижение стоимости и упрощение облигационных заимствований при сохранении необходимой прозрачности информации об эмитенте [12]. Проведенные Банком России опросы компаний в различных регионах страны показали, что главными препятствиями на пути процесса корпоративной «бондизации» являются непрозрачная и сложная процедура эмиссии, а также недостаточная информированность потенциальных эмитентов о преимуществах и недостатках размещения корпоративных облигаций. Еще одной проблемой является очень высокий уровень концентрации на рынке корпоративных облигаций (на долю Москвы и Санкт-Петербурга приходится более 85% совокупного объема привлеченного финансирования и более половины всех российских эмитентов)⁸.

С учетом планов государства по ускоренному развитию рынка российских корпоративных облигаций одним из главных условий является дальнейшее расширение и совершенствование нормативно-правовой базы его функционирования. Несмотря на существенное различие в подходах к пониманию сущности и правового содержания ценной бумаги, современная модель регулирования российского рынка ценных бумаг опирается на опыт правовой системы США [13]. В целом рынок обращающихся долговых обязательств в США более активен, чем в других странах. Корпорации Германии, Японии или Франции в основном делают займы непосредственно в банках [14].

Возможность эмиссии корпоративных облигаций в России предусмотрена рядом федеральных законодательных актов⁹, однако целесообразно

10.06.2018); Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2017–2019 гг. https://www.minfin.ru/ru/performance/public_debt/policy/ (дата обращения: 11.07.2018).

⁵ Рынок облигаций Московской биржи: особенности выпуска и размещения биржевых облигаций. 30–31 октября 2017 г., г. Рязань. URL: <http://www.cbr.ru/statichn/44180/16.pdf> (дата обращения: 15.08.2018).

⁶ В ноябре 2015 г. по инициативе Банка России было создано Аналитическое кредитное рейтинговое агентство (АКРА), акционерами которого стали 27 крупнейших российских финансовых институтов и компаний, а уставный капитал агентства превысил 3 млрд руб.

⁷ Рассчитано автором на основе данных Минфина РФ и Агентства Cbonds. URL: https://www.minfin.ru/ru/performance/public_debt/policy/ (дата обращения: 11.07.2018); <http://www.rusbonds.ru/mstcorp.asp> (дата обращения: 10.08.2018).

⁸ «Бондизация» — развитие облигационного рынка. Банк России, Аналитическая записка. 2017:(12, июль). URL: http://www.cbr.ru/Content/Document/File/44023/IFK_2017_07.pdf (дата обращения: 10.08.2018).

⁹ Федеральные законы: от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»; от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных

разработать и принять самостоятельный федеральный закон «О корпоративных облигациях», в котором сконцентрировать все условия подготовки, размещения, обращения и погашения различных видов корпоративных облигаций на территории Российской Федерации.

По мнению ряда ученых, развитие российского финансового рынка невозможно без соответствующего стимулирования внутреннего инвестора и создания благоприятных условий для его деятельности [15, с. 7]. В связи с этим необходимо внести поправки и дополнения в российское законодательство, касающиеся подробного описания разнообразных механизмов комплексной защиты прав инвесторов, приобретающих корпоративные облигации. 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. 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.

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 был отражен в Федеральном законе от 21.07.2014 № 218-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», которым были внесены изменения в Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рын-

ке ценных бумаг». Однако, как представляется, требуется более подробное описание специфики применения данного механизма как для эмитентов, так и для потенциальных инвесторов. Это может быть соответствующий раздел текста Федерального закона «О корпоративных облигациях».

В текущих условиях ограниченного доступа различных российских эмитентов на международный долговой рынок важно расширить использование отечественной инфраструктуры при размещении традиционных инструментов, географию инвесторов и создавать инфраструктуру для развития новых сегментов долгового рынка [16, с. 56].

Можно осуществить пробные (дебютные) выпуски на российском фондовом 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 годы в результате введения антироссийских санкций. О своей готовности выпустить облигации, номинированные в юанях, на Московской бирже заявили Газпром, Газпромбанк и Сбербанк России [17, с. 31]. Механизм эмиссии на российском фондовом рынке номинированных в иностранной валюте облигаций должен быть закреплен юридически в соответствующем разделе «Об эмиссии облигаций, номинированных в иностранной валюте» в законе «О корпоративных облигациях».

В целях ускорения процесса «бондизации» 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. Это может послужить потенциальной причиной дефолта компании при выполнении ею взятых на себя финансовых обязательств. В связи с этим необходимо 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. Подобные требования и нормативы должны быть отражены в специальном разделе «О соблюдении нормативов ликвидности и покрытия риска профессиональ-

обществах»; от 08.02.1998 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью».

ными участниками рынка ценных бумаг» в законе «О корпоративных облигациях».

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 компаний-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, и отразить их в соответствующем разделе «О компаниях-регистраторах ценных бумаг» в законе «О корпоративных облигациях».

В целях сокращения издержек участников российского рынка корпоративных облигаций по поиску и обработке информации, связанной с подготовкой сделок по выпуску облигаций банками и компаниями, на базе центрального депозитария целесообразно создать единый центр корпоративной информации. От Банка России потребуется соответствующее нормативное регулирование и завершение всех необходимых технологических доработок для его эффективного функционирования.

Как представляется, учет изложенных выше предложений будет способствовать совершенствованию нормативно-правовой базы функционирования российского рынка корпоративных облигаций. Данный вывод подтверждается результатами практической деятельности международного долгового рынка, создавшего определенные документарные стандарты, используемые в качестве образца многими странами мира в целях развития национальных долговых рынков.

В целях ускорения процесса «бондизации» в России помимо расширения и совершенствования нормативно-правовой базы важно также в максимальной степени сократить расходы эмитентов, связанные с выпуском в обращение корпоративных облигаций. В связи с этим от Банка России в качестве регулятора российского финансового рынка потребуется предпринять шаги, направленные на упрощение процедуры государственной регистрации выпусков корпоративных облигаций за счет удаления дублирующей и избыточной информации из эмиссионной документации и создания возможности ее подачи на регистрацию в электронном виде. На международном рынке облигаций в настоящее время подавляющая часть документооборота

осуществляется в электронном виде, что способствует значительной экономии времени на подготовку и перемещение необходимых документов по сделке и в конечном счете ведет к сокращению транзакционных издержек [18]. Сейчас Банк России стремится обеспечить возможность привлечения эмитентом денежных средств в течение 24 часов посредством отдельного выпуска корпоративных облигаций в рамках зарегистрированной программы эмиссии.

Целесообразно разработать и принять самостоятельный федеральный закон «О корпоративных облигациях», в котором сконцентрировать все условия подготовки, размещения, обращения и погашения различных видов корпоративных облигаций на территории Российской Федерации.

В отличие от развитых фондовых рынков в России пока еще выпускаются наиболее простые виды корпоративных облигаций, в которых содержится обязательство эмитента удовлетворить требование владельца. По существу, выпускаются долговые расписки, хотя и более сложные, чем простые долговые обязательства [19]. В целях ускорения процесса «бондизации» российского финансового рынка 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, которые активно используются на международном долговом рынке. Создание новых долговых продуктов на рынке российских корпоративных облигаций позволит эмитентам привлекать дополнительные инвестиционные ресурсы для реализации своих долгосрочных проектов.

Значительным потенциалом для инвестирования в российские корпоративные облигации обладают средства резервов страховых компаний, которые по своему объему сопоставимы с накоплениями негосударственных пенсионных фондов. Как показывает международная практика, за последние 10–15 лет в структуре международных инвесторов, заинтересованных в покупке различных видов облигаций, заметно возрос удельный вес институциональных

инвесторов. Значение банков в качестве традиционных портфельных инвесторов снижается, а роль различных небанковских финансовых институтов возрастает (около 90% своих совокупных активов институциональные инвесторы вкладывают в покупку ценных бумаг¹⁰).

Однако в настоящее время ни страховые компании, ни пенсионные фонды России не осуществляют сколько-нибудь значимых инвестиций в российские корпоративные облигации. Основными инвесторами на российском рынке облигаций по-прежнему являются кредитные организации. Одна из причин — обязанность некредитных финансовых институтов переоценивать облигации по состоянию на конец года по рыночной стоимости. Нежелание принимать на себя риск переоценки и возможность убытков по ценным бумагам в результате снижения их рыночной цены приводит к тому, что управляющие пенсионными средствами предпочитают депозиты в коммерческих банках корпоративным долговым ценным бумагам, ограничивая таким образом спрос на корпоративные облигации. В связи с этим предлагается внести соответствующие поправки в действующее российское законодательство, изменив существующую практику обязательной переоценки облигаций по рыночной стоимости.

Развитие рынка российских корпоративных облигаций должно опираться на возможность привлечения не только временно свободных денежных средств различных юридических лиц, но и сбережений населения, которые являются потенциальным, устойчивым источником долгосрочных инвестиций в развитие реального сектора экономики страны. Однако, как показывает мировой опыт, для реализации данной функции они должны находиться в организованной форме и использоваться соответствующими институтами финансового рынка [20, с. 283].

На фоне постепенного понижения ключевой ставки Банка России снижаются и ставки по банковским депозитам, в результате чего для населения более актуальными становятся альтернативные варианты вложения денежных средств. Кроме того, по сравнению с банковскими вкладами корпоративные облигации могут принести их владельцу дополнительный доход в результате роста их рыночной стоимости. Еще одним плюсом инвестирования в корпоративные облигации является возможность открытия индивидуального инвестиционного счета

(ИИС) на минимальный срок 3 года. Владелец ИИС имеет право на получение налогового вычета в размере 13% от суммы взноса (максимальная сумма вычета составляет 52 тыс. руб.). Вероятно, интерес к корпоративным облигациям со стороны населения будет постепенно усиливаться в связи с отменой с 1 января 2018 г. налога на купонный доход по облигациям в размере 13%. Следует, однако, отметить, что льготный режим распространяется только на облигации, выпущенные после 1 января 2017 г.

С целью активизации процесса «бондизации» можно использовать выпуск особого вида корпоративных облигаций наподобие облигаций федерального займа для населения (ОФЗ-н). Корпоративные облигации наиболее крупных и надежных банков и компаний России (прежде всего с государственным участием), ассоциирующихся у населения с минимальным кредитным риском, могут стать привлекательным долговым инструментом для розничных инвесторов с точки зрения соотношения «доходность/риск». Затем по мере накопления опыта инвестирования в корпоративные облигации крупных государственных эмитентов можно будет предложить населению облигации, выпущенные наиболее надежными частными банками и компаниями. Если корпоративные облигации будут пользоваться популярностью со стороны розничных инвесторов, практику их выпуска постепенно можно будет распространить и на другие предприятия.

На основе анализа и обобщения накопленного практического опыта дебютных эмиссий ОФЗ-н целесообразно разработать федеральный закон «О розничных облигациях» в целях официального закрепления данного финансового инструмента не в качестве экспериментального средства привлечения сбережений населения, а как постоянно действующего способа аккумулирования государством и корпоративными эмитентами временно свободных денежных средств физических лиц. В этом документе необходимо подробно раскрыть механизм подготовки, выпуска, обращения и погашения нового вида долговых ценных бумаг на российском финансовом рынке. Подготовка подобного документа должна 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.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Поскольку российский финансовый рынок функционирует за счет обеспеченного предоставления

¹⁰ Рассчитано автором на основе данных OECD Institutional Investors Statistics 2015. OECD Publishing, 2016. URL: <http://dx.doi.org/10.1787/instinv-2015-en> (дата обращения: 20.07.2018).

ресурсов, вопрос о наличии качественного обеспечения, такого как облигации, становится принципиальным [21, с. 15]. Несмотря на неблагоприятные в целом внешние и внутренние условия для развития российского рынка корпоративных облигаций (антироссийские санкции, замедление экономического роста страны, низкий уровень потребительского спроса и инвестиционной активности, уход с российского финансового рынка значительной части иностранных портфельных инвесторов, отток российского капитала за границу и т.д.), в последние несколько лет наблюдается стабильный рост количества эмитентов и находящихся в обращении корпоративных облигаций. К 1 апреля 2017 г. доля выпущенных на внутреннем рынке корпоративных облигаций в общем объеме заимствований компаний реального и финансового секторов достигла 19,5% по сравнению с 14% в начале 2014 г.¹¹ Разумеется, объем российского рынка корпоративных облигаций пока еще очень мал по сравнению с аналогичными рынками развитых стран мира (так, например, он в 52 раза меньше рынка корпоративных облигаций в США, объем которого в первом квартале 2018 г. составил 9 трлн долл. США¹²).

За последние несколько лет существенно изменилось соотношение «международный рынок/внутренний рынок» в стоимостной структуре российских корпоративных облигаций. В 2016 г. на международном долговом рынке в обращении находились российские корпоративные еврооблигации на сумму 190,3 млрд долл. США (около 11,5 трлн руб. в пересчете по курсу ЦБ РФ), а на внутреннем долговом рынке — корпоративные облигации на сумму 9,4 трлн руб. (т.е. соотношение «международный рынок/внутренний рынок» в стоимостной структуре российских корпоративных облигаций составляло 55:45 в пользу международного рынка). В первом квартале 2018 г. соотношение «международный рынок/внутренний рынок» в стоимостной структуре российских корпоративных облигаций изменилось в пользу внутреннего рынка и составило 55:45 (на международном долговом рынке в обращении находились российские корпоративные еврооблигации на сумму 167,4 млрд долл. США (примерно 9,5 трлн руб. в пересчете по курсу ЦБ РФ),

а на внутреннем долговом рынке — корпоративные облигации на сумму 11,7 трлн руб.)¹³.

Активная «бондизация» российского финансового рынка в ближайшее время будет происходить не только в корпоративном, но и в государственном сегменте. Это связано с ростом объемов государственных заимствований в целях финансирования дефицита государственного бюджета (в 2018 г. — 2,2% ВВП, а в 2019 г. — 1,2%)¹⁴. По прогнозу Минфина РФ, к 2019 г. государственные заимствования станут основным источником финансирования дефицита федерального бюджета. Их доля увеличится с 20% в 2016 г. до 91% в 2019 г. (9,4 трлн руб., или 9,5% ВВП)¹⁵. Основными инструментами исполнения программы государственных внутренних заимствований останутся различные виды ОФЗ.

Таким образом, роль государства в качестве эмитента ценных бумаг на внутреннем долговом рынке России в ближайшие годы будет возрастать. В результате государственная «бондизация» будет конкурировать с корпоративной «бондизацией». Причем чем активнее Минфин РФ будет осуществлять внутренние заимствования, тем в более сложных условиях с точки зрения объемов и цены привлеченных ресурсов будет находиться корпоративный сектор. В связи с этим государству придется искать разумный компромисс между комплексом необходимых мер, направленных на ускоренное развитие российского рынка корпоративных облигаций, и собственными широкомасштабными планами внутренних заимствований.

Вероятно, «бондизация» российского финансового рынка потребует более активного вовлечения в покупку государственных и корпоративных облигаций в качестве инвесторов физических лиц, а также различных типов 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, снижению их стоимости и более эффективной трансформации сбережений (накоплений) в инвестиции.

¹³ Рассчитано автором на основе данных Банка международных расчетов и Агентства Cbonds. URL: <http://stats.bis.org/statx/srs/table/C3?c=RU&p=20172> (дата обращения: 10.08.2018); <http://www.rusbonds.ru/mstcorp.asp> (дата обращения: 10.08.2018).

¹⁴ Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2017–2019 гг. URL: https://www.minfin.ru/ru/performance/public_debt/policy/ (дата обращения: 11.07.2018).

¹⁵ Там же.

¹¹ «Бондизация» — развитие облигационного рынка. Банк России, Аналитическая записка. 2017:(12, июль). URL: http://www.cbr.ru/Content/Document/File/44023/IFK_2017_07.pdf (дата обращения: 10.08.2018).

¹² Данные официального сайта ассоциации SIFMA. URL: <https://www.sifma.org/resources/research/bond-chart/> (дата обращения: 15.08.2018).

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Schumpeter J.A. The theory of economic development: An inquiry into profits, capital, credit, interest and the business cycle. Cambridge, MA: Harvard University Press; 1934. 255 p.
2. Гуриев С. Мифы экономики. Заблуждения и стереотипы, которые распространяют СМИ и политики. М.: Манн, Иванов и Фербер; 2014. 320 с.
3. Дубинин С.К. Финансиализация экономического роста и российская национальная финансовая система. *Финансы: теория и практика*. 2017;21(4):6–21.
4. Головнин М.Ю., Лыкова Л.Н., Букина И.С. Реакция денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики России на вызовы глобализации. *Финансы: теория и практика*. 2017;21(5):6–21.
5. Соколова Т.В. Анализ факторов, влияющих на развитие рынка корпоративных и государственных рублевых облигаций. *Управление корпоративными финансами*. 2015;(5):294–307.
6. Гороховская О., Клыпина О. Сравнительный анализ источников долгового финансирования. *Рынок ценных бумаг*. 2004;(23):86–88.
7. Галенская К.В., Теплова Т.В. Облигации или банковские кредиты: выбор компаний и реакция инвесторов на российском фондовом рынке. *Управленческий учет и финансы*. 2016;(3):172–197.
8. Johnston R.B. Economics of the Euro-market: History, theory and policy. New York: Palgrave Macmillan; 1982. 334 p.
9. O'Malley C. Bonds without borders: A history of the Eurobond market. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.; 2014. 288 p.
10. Балюк И.А., Бич М.Г., Звонова Е.А. и др. Влияние глобализации на формирование российского финансового рынка. М.: Кнорус; 2018. 249 с.
11. Алексеева И.А., Макарова Е.В. Российский рынок корпоративных облигаций: тенденции и перспективы развития. *Известия Байкальского государственного университета*. 2017;27(3):389–400.
12. Чайковская Е. Красный апельсин, или Успеть за 24 часа. *Cbonds Review*. 2015;(4):52–55.
13. Кырова Е.В. Стимулирование развития российского рынка ценных бумаг. *Научное обозрение: теория и практика*. 2015;(9):220–222.
14. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. Пер. с англ. М.: Олимп-Бизнес; 2008. 1008 с.
15. Абрамова М.А., Ковалева Н.А., Лаврушин О.И., Рубцов Б.Б., Цыганов А.А. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации в среднесрочной перспективе: мнение экспертов. *Экономика. Налоги. Право*. 2016;9(4):6–11.
16. Силуанов А.Г. Задачи финансовой политики Российской Федерации на среднесрочную перспективу. *Вестник Финансового университета*. 2017;21(3):50–56.
17. Андреев В.П. Облигации в юанях как альтернативный источник заемных ресурсов. *Деньги и кредит*. 2017;(5):28–31.
18. Bartholomew H. Bond e-trading shake-out gathers pace. *International Financing Review*. 10 August, 2015. URL: <http://www.ifre.com/bond-e-trading-shake-out-gathers-pace/21211616.fullarticle> (дата обращения: 11.08.2018).
19. Уилсон Р.С., Фабоцци Ф. Дж. Корпоративные облигации: Структура и анализ. Пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс; 2005. 446 с.
20. Звонова Е.А., Ершов М.В., Кузнецов А.В. и др. Реформирование мировой финансовой архитектуры и российский финансовый рынок. М.: РУСАЙНС; 2016. 430 с.
21. Андрианова Л.Н., Семенкова Е.В. Стратегическое развитие российского финансового рынка: инициативы мегарегулятора. *Экономика. Налоги. Право*. 2016;9(4):12–20.

REFERENCES

1. Schumpeter J.A. The theory of economic development: An inquiry into profits, capital, credit, interest and the business cycle. Cambridge, MA: Harvard University Press; 1934. 255 p.
2. Guriev S. Myths of economics. Misconceptions and stereotypes disseminated by mass media and politicians. Moscow: Mann, Ivanov i Ferber; 2014. 320 p. (In Russ.).
3. Dubinin S.K. Financialization of economic growth and the Russian national financial system. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2017;21(4):6–21. (In Russ.).
4. Golovnin M. Yu., Lykova L.N., Bukina I. S. The reaction of monetary-credit and budget-taxation policy of Russia on the challenges of globalization. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2017;21(5):6–21. (In Russ.).

5. Sokolova T.V. Analysis of factors affecting the development of the market for corporate and government ruble bonds. *Upravlenie korporativnymi finansami*. 2015;(5):294–307. (In Russ.).
6. Gorokhovskaya O., Klypina O. Comparative analysis of sources of debt financing. *Rynok tsennykh bumag*. 2004;278(23):86–88. (In Russ.).
7. Galenskaya K.V., Teplova T.V. Bonds or bank loans: The choice of companies and the reaction of investors in the Russian stock market. *Upravlencheskii uchet i finansy = Management Accounting and Finance Journal*. 2016;(3):172–197. (In Russ.).
8. Johnston R.B. Economics of the Euro-Market: History, theory and policy. New York: Palgrave Macmillan; 1982. 334 p.
9. O'Malley C. Bonds without borders: A history of the Eurobond market. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.; 2014. 288 p.
10. Balyuk I.A., Bich M.G., Zvonova E.A. et al. The impact of globalization on the formation of the Russian financial market. Moscow: Knorus; 2018. (In Russ.).
11. Alekseeva I.A., Makarova E.V. Russian market of corporate bonds: Trends and development prospects. *Izvestiya Baikal'skogo gosudarstvennogo universiteta = Bulletin of Baikal State University*. 2017;27(3):389–400. (In Russ.).
12. Chaikovskaya E. Red orange, or To make it in 24 hours. *Cbonds Review*. 2015;(4):52–55. (In Russ.).
13. Kyrova E.V. Stimulating the development of the Russian securities market. *Nauchnoe obozrenie: teoriya i praktika = Science Review: Theory and Practice*. 2015;(9):220–222. (In Russ.).
14. Brealey R., Myers S. Principles of corporate finance. Transl. from Eng. Moscow: Olymp-Business; 2008. 1008 p. (In Russ.).
15. Abramova M.A., Kovaleva N.A., Lavrushin O.I., Rubtsov B.B., Tsyganov A.A. The mid-term trends in the Russian financial market development: Expert opinion. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, Taxes & Law*. 2016;9(4):6–11. (In Russ.).
16. Siluanov A.G. Objectives of financial policy of the Russian Federation in the medium term. *Vestnik Finansovogo universiteta = Bulletin of the Financial university*. 2017;21(3):50–56. (In Russ.).
17. Andreev V.P. Yuan -denominated bonds as an alternative source of borrowings. *Den'gi i kredit = Russian Journal of Money and Finance*. 2017;(5):28–31. (In Russ.).
18. Bartholomew H. Bond e-trading shake-out gathers pace. *International Financing Review*. 10 August, 2015. URL: <http://www.ifre.com/bond-e-trading-shake-out-gathers-pace/21211616.fullarticle> (accessed on 11.08.2018).
19. Wilson R.S., Fabozzi F.J. Corporate bonds: Structure and analysis. Transl. from Eng. Moscow: Alpina Business Books; 2005. 446 p. (In Russ.).
20. Zvonova E.A., Ershov M.V., Kuznetsov A.V. et al. Reforming the global financial architecture and the Russian financial market. Moscow: RuScience; 2016. 430 p. (In Russ.).
21. Andrianova L.N., Semenkova E.V. Strategic development of the Russian financial market: Initiatives of the megaregulator. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, Taxes & Law*. 2016;9(4):12–20. (In Russ.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Игорь Алексеевич Балюк — кандидат экономических наук, доцент Департамента мировой экономики и мировых финансов, Финансовый университет, Москва, Россия
Igor A. Balyuk — Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor, World Economy and Global Finance Department, Financial University, Moscow, Russia
 balyuk@bk.ru

Статья поступила 01.10.2018; принята к публикации 12.03.2019.

Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

The article was received on 01.10.2018; accepted for publication on 12.03.2019.

The author read and approved the final version of the manuscript.