

УДК 33

Роль долговых финансовых инструментов в финансовом секторе экономики

Чернявская Юлия АнатольевнаКандидат экономических наук, доцент,
кафедра финансов и кредита,Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации (Липецкий филиал),
398050, Российская Федерация, Липецк, ул. Интернациональная, 12б;
e-mail: sherry1504@yandex.ru**Рубцова Лариса Николаевна**Доктор экономических наук, профессор,
кафедра финансов и кредита,Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации (Липецкий филиал),
398050, Российская Федерация, Липецк, ул. Интернациональная, 12б;
e-mail: Larisa_Rubtsova@mail.ru

Аннотация

В период мировой экономической нестабильности среди основных направлений развития финансового сектора экономики представляют наибольший интерес облигационные займы, поскольку это одна из наиболее перспективных форм долгового финансирования. В статье рассматриваются актуальные проблемы отечественного рынка облигаций. В последние годы основной отличительной характеристикой российского облигационного рынка являлась его низкая степень ликвидности, что объясняется малыми объемами торгов по облигациям, а также незначительным уровнем наполняемости книг заявок по данным инструментам (средняя разница между заявками на покупку и продажу составляет около 50 базисных пунктов, иногда данный показатель достигает нескольких фигур). По большинству долговых инструментов заявки на покупку и продажу отсутствуют полностью. Целью статьи является анализ ликвидности облигационных займов и определение динамики данного показателя в современный период.

Для цитирования в научных исследованиях

Чернявская Ю.А., Рубцова Л.Н. Роль долговых финансовых инструментов в финансовом секторе экономики // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2018. Том 8. № 1А. С. 206-212.

Ключевые слова

Рынок облигаций, финансовый рынок, финансовый сектор экономики, облигационные займы.

Введение

В целях проведения анализа роли долговых финансовых инструментов необходимо оценить эффективность показателей ликвидности долговых ценных бумаг. Общепринятым подходом к оценке ликвидности ценных бумаг является анализ объема торгов и величины спреда между заявками на покупку и продажу. Так как величина спреда индивидуальна для каждой ценной бумаги и каждого момента времени, данный показатель неприменим в масштабах всего рынка. По этой причине представляется необходимым оценить ликвидность отечественного рынка облигаций на основе статистики итогов торгов и подтвердить или опровергнуть гипотезу о том, что ликвидность рынка всегда определяется объемом проводимых торгов.

Анализ роли долговых финансовых инструментов

Исходя из данной гипотезы, заключающееся в том, что объем торгов определяет ликвидность рынка долговых ценных бумаг, данный показатель имеет ярко выраженную тенденцию к повышению. В действительности объем торгов является довольно обобщенным показателем, который не дает полную картину долгового рынка и не может быть решающим в определении ликвидности финансового рынка.

Для более детального анализа торгового оборота облигационного рынка разделим его на объем вторичных и первичных торгов. Показатели объемов первичных и вторичных размещений определяют разные стороны функционала финансового рынка. Так, первичное размещение показывает объем размещенных на бирже облигаций, то есть объем выпущенных и приобретенных инвесторами долговых обязательств за указанный промежуток времени. Иными словами, данный показатель определяет, насколько в денежном эквиваленте вырос рынок за счет появления новых финансовых инструментов. Вторичный же оборот показывает, какова оборачиваемость уже эмитированных ранее долговых ценных бумаг.

Исходя из статистических данных, можно сделать вывод о том, что период 2015-2017 годы ознаменовался настоящим прорывом в сфере первичного выпуска долговых ценных бумаг. Известно, что среднемесячный объем «первички» в первом квартале 2017 года более чем в 5 раз превысил аналогичный показатель в 2015 году. При этом более 50% оборотов на облигационном рынке занимают сделки с облигациями федерального займа (ОФЗ); поскольку эти долговые ценные бумаги имеют значительное влияние на общую выборку, имеет смысл выделить их в отдельную категорию [Исполнение показателей Стратегии инновационного развития..., 2014, www].

В последние несколько лет Министерство финансов Российской Федерации наступательно расширяет предложение по облигациям федеральных займов. При этом удачные итоги аукционов возникают благодаря высокому спросу как со стороны резидентов, так и со стороны нерезидентов. Показатели среднемесячного объема первичной эмиссии ОФЗ в настоящее время занимают второе место после максимального объема в 2010 году.

Кроме того, одной из современных тенденций на рынке долговых ценных бумаг является значительный рост первичных размещений прочих облигаций (речь идет в большей степени о корпоративных долговых ценных бумагах). Среднемесячный объем реализованных на «первичке» долговых ценных бумаг более чем в 2,5 раза превышает аналогичный показатель за 2016 год и более чем в 4 раза – показатели прошлых лет.

Можно выделить несколько факторов, стимулирующих эмитентов проявлять подобную инициативность. Основным фактором является динамика ключевой ставки Банка России.

Эмитенты, которые продолжительное время не имели шансов выхода на первичный рынок по причине дороговизны заимствований, оценили текущие рыночные ставки как близкие к допустимому значению [Столярова, Гнездова, 2017]. В свою очередь, инвесторы считали, что ставки близки к равновесному уровню. Другим фактором явилась упомянутая ранее относительная геополитическая стабильность (относительной она является потому, что цена на нефть продолжает демонстрировать высокую волатильность, а отношения между Россией и США далеки от идеала), а также заметно укрепившийся за последнее время курс отечественной национальной валюты.

Что касается вторичных торгов ОФЗ, то их количество восстановилось после резкого падения в период валютного кризиса 2014-2015 годов и затем стало соответствовать уровню 2012 года. В большой степени этому поспособствовал усилившийся спрос со стороны нерезидентов.

В конечном счете вторичные торги прочими бумагами – важнейший показатель данного анализа. ОФЗ как безрисковый актив имеют достаточно стабильный объем в обращении, а также устойчивую динамику оборотов. Корпоративные долговые финансовые инструменты продемонстрировали отрицательную динамику, снизившись по объему торгов ниже уровня кризисных лет.

Невысокая, как может показаться на первый взгляд, отрицательная динамика в совокупности с увеличением количества облигаций в обращении является достаточно критическим признаком [Россия: курс на инновации..., www]. В дополнение необходимо отметить, что довольно объемная доля активности концентрируется в недавно эмитированных ценных бумагах, поскольку значительная часть участников финансового рынка проявляют спекулятивный интерес именно к этим выпускам.

В результате можно сделать вывод, что торговая активность в ценных бумагах, размещенных до 2017 года, приближается к нулю, а центральная проблема рынка долговых ценных бумаг продолжает углубляться. По нашему мнению, невысокая степень ликвидности рынка облигаций объясняется несколькими причинами. Первой причиной выступает режим проведения сделок T0 на Московской бирже [Покровская, Куриленко, 2016, www]. Данный режим предполагает поставку денег и получение облигаций в момент совершения сделки.

Для выставления котировки в книгу заявок участнику рынка необходимо иметь на счету деньги (при выставлении заявки на покупку) или облигации (при выставлении заявки на продажу) [Динец, Сокольников, Ломаченко, 2016]. Так как рынок российских облигаций, номинированных в рублях, насчитывает сотни выпусков, сохранение постоянных котировок на бирже зачастую не представляется возможным по причине необходимости замораживания значительного объема денежных средств.

Рынок ОФЗ, как правило, торгуется в режиме T+1, который позволяет осуществлять расчетные операции на следующий день после заключения сделки. Рынок еврооблигаций по причине большого количества участников нерезидентов торгуется в режиме T+2. В этом режиме расчеты осуществляются через два дня после заключения сделки [Воробьева, 2017]. Подобный формат совершения сделок наиболее часто встречается на крупнейших европейских биржах и считается достаточно удобным по отношению к их участникам.

Необходимо отметить, что именно режим T+ можно с уверенностью признать одной из ведущих причин существенного превышения ликвидности рынков ОФЗ и еврооблигаций по сравнению с ликвидностью корпоративного рублевого сектора.

Следующая причина тесно связана с первой и рассматривается через призму того факта, что большая часть долговых финансовых инструментов участвует в операциях РЕПО [Бузгалин,

Колганов, 2015]. В техническом смысле отсутствие ценной бумаги на счете участника не позволяет ему совершать операции в режиме T0, что в значительной степени затрудняет ход торговли. Один из вариантов решения этой проблемы четко проявляется на рынке облигаций федеральных займов, где сделки купли-продажи, заключаемые в режиме T+1, и сделки РЕПО попадают в общую процедуру клиринга и предоставляют возможность участникам рынка совершать операции на финансовом рынке, независимо от временного отсутствия ценных бумаг на счетах по техническим причинам.

В свою очередь, сложности, возникающие с режимом T0, в некоторой степени решаются при участии режима переговорных сделок: участники по телефону, электронной почте или иным каналам связи определяют характеристики заключаемой сделки, в том числе точный период расчетов. Однако этот режим торгов, помимо существенных достоинств, имеет ряд недочетов [Динец, Сокольников, 2016]. Большое количество нерыночных сделок в сочетании с отсутствием котировок приводят к отсутствию прозрачности рынка и трудностям в установлении справедливой стоимости финансовых инструментов. Еще одной проблемой, оказывающей влияние на рыночную ликвидность, является сосредоточение крупных пакетов облигаций в одних руках. Речь в основном идет о пенсионных фондах, приобретающих долговые ценные бумаги в значительных объемах (чаще всего на первичных размещениях) и удерживающих их до погашения.

Целесообразно выделить и иные тенденции развития российского облигационного рынка, в первую очередь увеличение присутствия нерезидентов на рынке облигаций федерального займа. По состоянию на 1 апреля 2017 года доля нерезидентов в ОФЗ впервые преодолела отметку 30%, а затем продолжила свой рост. Упомянутая направленность связана с так называемыми операциями carrytrade, при которых доходность активов в одной валюте превышает ставку привлечения денежных средств в другой валюте.

Таким образом, иностранные инвесторы конвертируют зарубежную валюту в отечественный рубль и приобретают российские государственные облигации, ставка по которым в значительной степени превышает ставки суверенных облигаций развитых стран. Этот фактор явился одной из объективных причин укрепления рубля в первом полугодии 2017 года [Проданова, Малых, 2016].

Значительное количество инвестиций в ОФЗ со стороны нерезидентов можно расценить как достижение отечественного рынка долговых ценных бумаг: спрос зарубежных инвесторов упрощает для Министерства финансов Российской Федерации процесс размещения долговых инструментов и приносит дополнительный доход в отечественную экономику.

Кроме того, существенное присутствие зарубежных инвесторов на отечественном финансовом рынке является угрозой экономической и финансовой безопасности страны, а также несет другие значительные риски. Такие обстоятельства, как стремительное падение курса национальной валюты, ухудшение геополитической ситуации, введение санкций, могут стать основанием для ухода нерезидентов с российского рынка, что приведет к обрушению курса как рубля, так и российских долговых инструментов.

Заключение

Таким образом, на отечественном финансовом рынке наряду с негативными сложился ряд позитивных тенденций: за последний год значительно расширилась линейка торгуемых долговых инструментов; впервые выпущены бессрочные субординированные облигации (Россельхозбанк); внедрены однодневные облигации (ВТБ), которые служат альтернативой

рынкам РЕПО и межбанковского кредитования; проведена дебютная секьюритизация кредитного портфеля малого и среднего бизнеса (Промсвязьбанк); в связи с санкциями США выпущены облигации, номинированные в долларах США и размещаемые в рублях (Внешэкономбанк). Среди прочих тенденций стоит выделить удлинение сроков заимствований, что вновь свидетельствует о том, что участники рынка видят текущее состояние рынка близким к равновесному.

Тем не менее, ведущая проблема отечественного финансового рынка долговых инструментов – его низкая ликвидность сохраняется и имеет ярко выраженную устойчивость.

Библиография

1. Бузгалин А.В., Колганов А.И. Глобальный капитал. В 2-х т. Т. 1. М.: Ленард, 2015. 640 с.
2. Воробьева Е.И. Российский рынок облигаций: состояние и перспективы. // Научный вестник: финансы, банки, инвестиции. 2017. № 2. С. 90-101.
3. Динец Д.А., Сокольников М.А. Технологии и финансы: Первый технологический уклад // Инновации и инвестиции. 2016. № 9. С. 266.
4. Динец Д.А., Сокольников М.А., Ломаченко С.С. Технологии и финансы: второй и третий технологические уклады // Инновации и инвестиции. 2016. № 10. С. 201.
5. Динец Д.А., Сокольников М.А., Ломаченко С.С. Технологии и финансы: четвертый и пятый технологические уклады // Инновации и инвестиции. 2016. № 11. С. 269.
6. Исполнение показателей Стратегии инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года. Аналитическая записка. М.: Аналитический центр при Правительстве Российской Федерации, 2014. URL: <http://ac.gov.ru/files/attachment/4844.pdf>
7. Покровская Н.Н., Куриленко М.В. Рынок государственных ценных бумаг в России: проблемы и перспективы развития // Интернет-журнал «Науковедение». 2016. Том 8. № 4. URL: <http://naukovedenie.ru/PDF/34EVN416.pdf>
8. Проданова Н.А., Малых Н.И. Привлечение долгосрочного капитала на фондовых рынках // Финансовый менеджмент. 2016. № 6. С. 26-33.
9. Россия: курс на инновации. Открытый экспертно-аналитический отчет о ходе реализации Стратегии инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года. URL: http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/2015_Public_report_Strategy_Innovative_Development_RU_web.pdf
10. Столярова А.И., Гнездова Ю.В. Стратегическое инновационное управление кредитной организацией // Сборник статей по материалам III ежегодной научно-практической конференции «Перспективные направления социально-экономического развития России». М., 2017. С. 85-90.

Role of debt financial instruments in the financial sector

Yuliya A. Chernyavskaya

PhD in Economics,
Associate Professor,

Department of finance and credit,

Financial University under the Government of the Russian Federation (Lipetsk branch),

398050, 12b Internatsional'naya st., Lipetsk, Russian Federation;

e-mail: sherry1504@yandex.ru

Larisa N. Rubtsova

Doctor of Economics,
Professor,
Department of finance and credit,
Financial University under the Government of the Russian Federation (Lipetsk branch),
398050, 12b Internatsional'naya st., Lipetsk, Russian Federation;
e-mail: Larisa_Rubtsova@mail.ru

Abstract

During the period of global economic instability, bond loans are of great interest, as this is one of the most promising forms of debt financing. The article deals with topical problems of the domestic bond market. In recent years, the main distinctive feature of the Russian bond market is its low liquidity, which is explained by the small volume of trading in bonds. For most debt instruments, bid / ask orders do not exist at all. The objective of the article is to analyze the liquidity of bond loans and determine the dynamics of this indicator in the modern period. As a result of the study, the author concludes that a number of positive trends have emerged in the domestic financial market along with negative ones. Over the past year, the range of traded debt instruments has significantly expanded; perpetual subordinated bonds have been issued for the first time; one-day bonds have been introduced; the debut securitization of the loan portfolio of small and medium-sized businesses has been carried out. Among other trends, it is worth highlighting the lengthening of loan terms, which again indicates that market participants see the current state of the market close to equilibrium. Nevertheless, the leading problem of the domestic financial market of debt instruments, i.e. its low liquidity remains and has a pronounced stability.

For citation

Chernyavskaya Yu.A., Rubtsova L.N. (2018) Sovremennye kontseptsii upravleniya innovatsionnym predpriyatiem [Role of debt financial instruments in the financial sector]. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra* [Economics: Yesterday, Today and Tomorrow], 8 (1A), pp. 206-212.

Keywords

Bond market, financial market, financial sector, bond loans.

References

1. Buzgalin A.V., Kolganov A.I. (2015) *Global'nyi kapital* [Global capital], in 2 vols. Vol. 1. Moscow: Lenard Publ.
2. Dinets D.A., Sokol'nikov M.A. (2016) Tekhnologii i finansy: Pervyi tekhnologicheskii ukklad [Technology and finance: the first technological way]. *Innovatsii i investitsii* [Innovation and investment], 9, p. 266.
3. Dinets D.A., Sokol'nikov M.A., Lomachenko S.S. (2016) Tekhnologii i finansy: vtoroi i tretii tekhnologicheskie ukklady [Technology and finance: second and third technological ways]. *Innovatsii i investitsii* [Innovation and investment], 10, p. 201.
4. Dinets D.A., Sokol'nikov M.A., Lomachenko S.S. (2016) Tekhnologii i finansy: chetvertyi i pyatyi tekhnologicheskie ukklady [Technology and finance: fourth and fifth technological ways]. *Innovatsii i investitsii* [Innovation and investment], 11, p. 269.
5. *Ispolnenie pokazatelei Strategii innovatsionnogo razvitiya Rossiiskoi Federatsii na period do 2020 goda. Analiticheskaya zapiska* [Performance of indicators of the Strategy of innovative development of the Russian Federation for the period up to 2020. Analytical note] (2014). Moscow: Analytical Center under the Government of the Russian Federation. Available at: <http://ac.gov.ru/files/attachment/4844.pdf> [Accessed 19/01/18].

6. Pokrovskaya N.N., Kurilenko M.V. (2016) Rynok gosudarstvennykh tsennykh bumag v Rossii: problemy i perspektivy razvitiya [The government stock market in Russia: problems and prospects of development]. *Internet-zhurnal "Naukovedenie"* [Internet journal "Naukovedenie"], 8(4). Available at: <http://naukovedenie.ru/PDF/34EVN416.pdf> [Accessed 13/01/18].
7. Prodanova N.A., Malykh N.I. (2016) Privlechenie dolgosrochnogo kapitala na fondovykh ryinkakh [Raising long-term capital on the stock markets]. *Finansovyi menedzhment* [Financial management], 6, pp. 26-33.
8. *Rossiya: kurs na innovatsii. Otkrytyi ekspertno-analiticheskii otchet o khode realizatsii Strategii innovatsionnogo razvitiya Rossiiskoi Federatsii na period do 2020 goda* [Russia: focus on innovation. Open expert and analytical report on the implementation of the Strategy of innovative development of the Russian Federation for the period up to 2020]. Available at: http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/2015_Public_report_Strategy_Innovative_Development_RU_web.pdf [Accessed 09/01/18].
9. Stolyarova A.I., Gnezdova Yu.V. (2017) Strategicheskoe innovatsionnoe upravlenie kreditnoi organizatsiei [Strategic innovation management of the credit institution. In the collection of the Promising areas of socio-economic development of Russia]. In: *Sbornik statei po materialam III ezhegodnoi nauchno-prakticheskoi konferentsii "Perspektivnye napravleniya sotsial'no-ekonomicheskogo razvitiya Rossii"* [Proc. Conf. "Promising areas of socio-economic development of Russia"], Moscow, pp. 85-90.
10. Vorob'eva E.I. (2017) Rossiiskii rynek obligatsii: sostoyanie i perspektivy. [Russian bond market: state and prospects]. *Nauchnyi vestnik: finansy, banki, investitsii* [Scientific bulletin: finance, banking, investments], 2, pp. 90-101.