

**Федеральное государственное бюджетное образовательное  
учреждение высшего профессионального образования  
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА И  
ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

**ВЕДЕВ А.Л.**

**ДОЛГОВОЕ И ДОЛЕВОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ КАК  
ФАКТОРЫ ДОЛГОСРОЧНОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО  
РОСТА**

Москва 2020

## **Аннотация.**

Объектом исследования являлись российская экономика и виды деятельности отдельных регионов.

Основной целью исследования являлось теоретико-методологическое обоснование механизмов влияния кредитного рынка, отечественного фондового рынка, институциональных инвесторов на долгосрочное экономическое развитие страны.

Методология работы заключалась в проведении комплексного экономического анализа, построении эконометрических и балансовых моделей отдельных сегментов национальной экономики, построении региональных межотраслевых балансов

Работа содержит:

- классификацию долговых финансовых инструментов и характеристику их влияния на экономический рост;
- классификацию долевых финансовых инструментов и характеристику их влияния на экономический рост;
- оценку зависимостей между рынком капитала, банковским рынком и основными макроэкономическими показателями;
- подходы к оценке долговой зависимости в различные фазы кредитного цикла: стресс-тестирование, индикаторы раннего предупреждения, система аналитических триггеров;
- сравнительный анализ рынка облигаций развитых и развивающихся стран;
- сравнительный анализ рынка акций развитых и развивающихся стран;
- сравнительный анализ деятельности финансовых институтов в развитых и развивающихся странах;
- анализ перспектив развития финансовых инструментов долгового небанковского финансирования в России;
- анализ возможностей применения моделей количественной оценки эффективности их использования;
- формулировку содержательных выводов и рекомендаций для органов государственной власти;
- оценку возможностей внедрения и совершенствования финансовых инструментов долевого небанковского финансирования;
- оценку возможностей использования механизма секьюритизации при финансировании долгосрочных проектов.

Результаты данной НИР могут быть использованы для прогностической экспертизы долгосрочных факторов роста и тенденций развития финансового сектора российской экономики, научно-методологического обеспечения при разработке конкретных направлений, мер и механизмов государственной политики в сфере развития отдельных сегментов финансового рынка, разработки конкретных направлений, мер и механизмов государственной политики по созданию условий для привлечения долгосрочных инвестиций в экономику России, выработки мер по стимулированию развития долевого рынка.

Ведев А.Л. Заведующий научно-исследовательской лабораторией, Лаборатория структурных исследований, ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, д.э.н..

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2020 год.

## СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ .....	6
1 Механизмы влияния основных финансовых инструментов на долгосрочное экономическое развитие .....	12
2 Сравнительный анализ рынка капитала развитых и развивающихся стран .....	27
3 Рынок капитала России .....	61
ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....	86
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ .....	88

## ТЕРМИНЫ И ОПРЕДЕЛЕНИЯ

В настоящем отчете о НИР применяют следующие термины с соответствующими определениями:

Акция	- эмиссионная ценная бумага, доля владения компанией, закрепляющая права её владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации, пропорционально количеству акций, находящихся в собственности у владельца.
Вексель	- ценная бумага, оформленная по строго установленной форме, дающая право лицу, которому вексель передан (векселедержателю), на получение от должника оговоренной в векселе суммы.
Денежный рынок	- система экономических отношений по поводу предоставления денежных средств на срок до одного года
Облигация	- эмиссионная долговая ценная бумага, владелец которой имеет право получить от лица, её выпустившего (эмитента облигации), в оговорённый срок её номинальную стоимость деньгами или в виде иного имущественного эквивалента.
Рынок капиталов	- часть финансового рынка, на котором обращаются длинные деньги, то есть денежные средства со сроком обращения более года.
Секьюритизация	- форма привлечения финансирования путём выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами, генерирующими стабильные денежные потоки (например, портфель ипотечных кредитов, автокредитов, лизинговые активы, коммерческая недвижимость, генерирующая стабильный рентный доход и т. д.)
Финансовый посредник	- организация, определённый финансовый институт, основной функцией которого является аккумулирование свободных денежных средств разных экономических субъектов и предоставление их от своего имени на определённых условиях другим субъектам, нуждающимся в этих средствах
Финансовый рынок	- система экономических отношений, возникающая в процессе обмена экономических благ

## ПЕРЕЧЕНЬ СОКРАЩЕНИЙ И ОБОЗНАЧЕНИЙ

В настоящем отчете о НИР применяют следующие сокращения и обозначения:

БКБН	– Базельский комитет банковского надзора
ВВП	– Валовой внутренний продукт
ГКО	– Государственное краткосрочное обязательство
МНК	– Метод наименьших квадратов
НИОКР	– Научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы
ОКВЭД	– Общероссийский классификатор видов экономической деятельности ОК 029-2007 (КДЕС Ред. 1.1), утвержденный Приказом Федерального агентства по техническому регулированию и метрологии от 22 ноября 2007 г. № 329-ст.
ОКВЭД2	– Общероссийский классификатор видов экономической деятельности ОК 029–2014 (КДЕС Ред. 2), утвержденный Приказом Федерального агентства по техническому регулированию и метрологии от 31 января 2014 г. № 14-ст.
ПБУ	– Положения по бухгалтерскому учету
Росстат	– Федеральная служба государственной статистики
ТЭК	– Топливно-энергетический комплекс
ФНС	– Федеральная налоговая служба
России	
ЦБ РФ	– Центральный банк Российской Федерации

## ВВЕДЕНИЕ

Давайте сначала посмотрим, чему экономическая теория и мировой опыт научили нас о наиболее важных факторах, которые можно рассматривать как предпосылки для достижения высоких и устойчивых темпов экономического роста в экономике. Этот список не является исчерпывающим, хотя можно ожидать, что акцент на различных аспектах будет разным для разных стран в зависимости от их уровня развития, местоположения, обеспеченности ресурсами и т. д.:

- Поддержание законности и порядка, защита прав частной собственности и искоренение коррупции, которые должны быть главными приоритетами государственного управления;
- Поддержание макроэкономической стабильности - особенно низкой инфляции - за счет проведения разумной налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики;
- Высокий уровень человеческого капитала, что в основном достигается за счет первоклассной системы образования;
- Освоение новых технологий бизнесом и государством на паритетной основе;
- Справедливая и эффективная налоговая система;
- Свободная конкуренция во всех секторах экономики;
- Поддержание международной кредитоспособности;
- Предоставление предприятиям возможности работать прибыльно и с минимально возможным регуляторным бременем;
- Развития и поддержание качества транспортной, социальной и инженерной инфраструктуры;
- Высокие уровни сбережений и накопления основного капитала.

Последние два аспекта в первую очередь касаются распределения капитала в экономике и важности сбережений для финансирования капитальных инвестиций.

Одна основная, но важная формула (1) описывает работу экономики:

$$Y = C + G + I + (X - Z) \quad (1)$$

где  $Y$  - Валовой внутренний продукт,

$C$  - Расходы на частное потребление,

$G$  - Государственные расходы на потребление,

$I$  - Валовое накопление основного капитала,

$X$  - Экспорт товаров и услуг,

Z - Импорт товаров и услуг

В систему можно добавить налоги, тогда мы получаем формулу (2):

$$(Y - T) = C + I + (G - T) + (X - Z) \quad (2)$$

где  $(Y - T)$  - теперь является располагаемым доходом,

$(G - T)$  - бюджетным дефицитом.

И если мы переместим  $C$  в левую часть уравнения, то получим формулу (3):

$$(Y - T - C) = I + (G - T) + (X - Z) \quad (3)$$

Из представленной формулы видно, что располагаемый доход за вычетом потребительских расходов - это валовые сбережения формула (4):

$$S = I + (G - T) - (Z - X) \quad (4)$$

Это уравнение просто утверждает, что внутренние сбережения используются для финансирования капитальных инвестиций и бюджетного дефицита за вычетом торгового дефицита, так как торговый дефицит обычно финансируется за счет потоков офшорного торгового финансирования, поддерживаемого через валютный рынок. Но при росте инвестиционных расходов, недостаток сбережений должен быть покрыт правительством за счет сокращения бюджетного дефицита или даже увеличения его профицита и / или за счет долгосрочных иностранных инвестиций.

Валовое накопление основного капитала формируется за счет расходов на развитие инфраструктуры, которые при прочих равных могут увеличить производственный потенциал экономики. Сюда входят материальные активы (такие как дороги, мосты, порты, оборудование, фабрики, коммерческие здания, больницы, школы и новые жилые дома) и нематериальные активы (такие как образование, исследования и разработки), которые увеличивают потенциал развития инноваций и поддержания экономической конкурентоспособности.

Многие из этих инвестиций, по крайней мере частично, являются общественными благами, которые в конечном итоге приносят большую прибыль обществу в целом за счет предоставления жизненно важных услуг, повышения качества жизни граждан или обеспечения перемещения людей и транспортировки товаров. Они позволяют компаниям

и правительствам производить больше товаров и услуг с меньшими ресурсами, повышая тем самым рост производительности труда и капитала.

Используя это определение долгосрочных инвестиций, возможно, будет полезно взглянуть на уровень и структуру валовое накопления капитала в России по сравнению с некоторыми крупными странами с формирующимся рынком и развитыми странами (рисунок1).

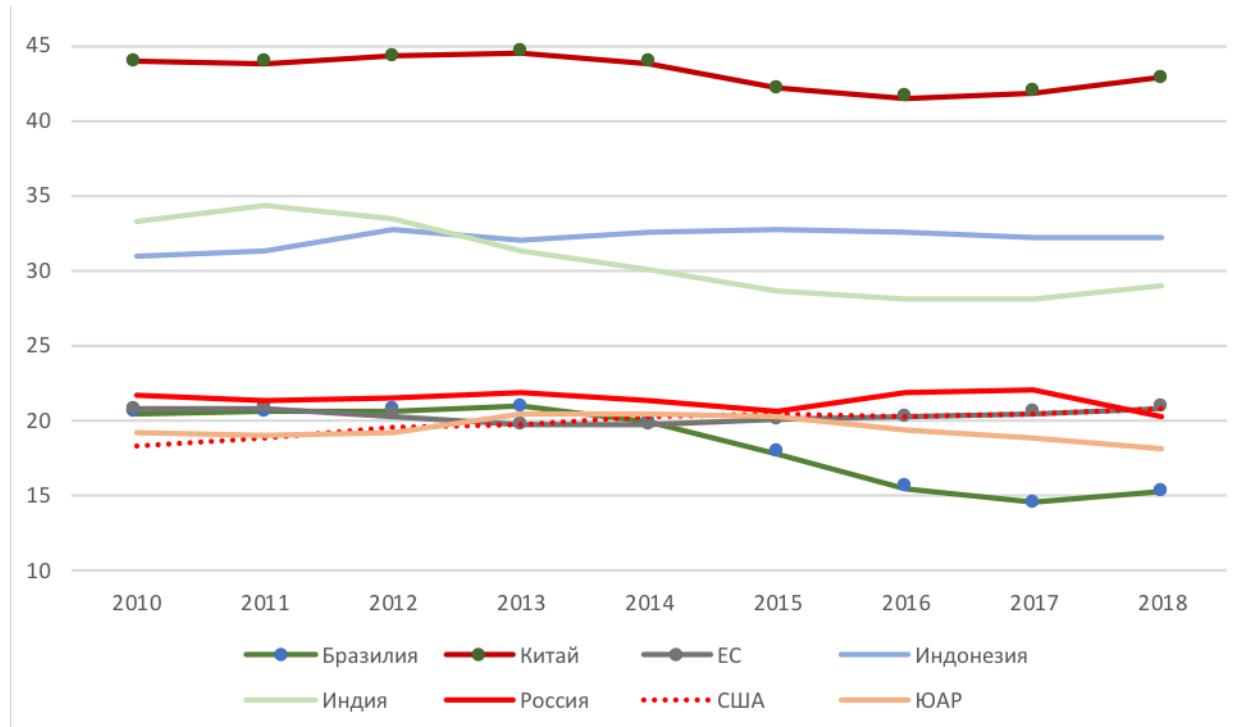


Рисунок 1 – Валовое накопление основного капитала в странах мира, % ВВП

Из графика видно, что инвестиции обычно составляют 20 процентов ВВП, хотя они могут быть намного выше в странах с высокими темпами урбанизации и индустриализации. Например, в Китае уровень накопления капитала в 2018 году составлял соответственно 43 процента ВВП.

Долгосрочное финансирование - это предоставление долгосрочных средств для оплаты капиталоемких предприятий с многолетними сроками окупаемости. На рисунке 2 представлен процесс долгосрочного финансирования от поставщиков через посреднический процесс к конечным получателям.

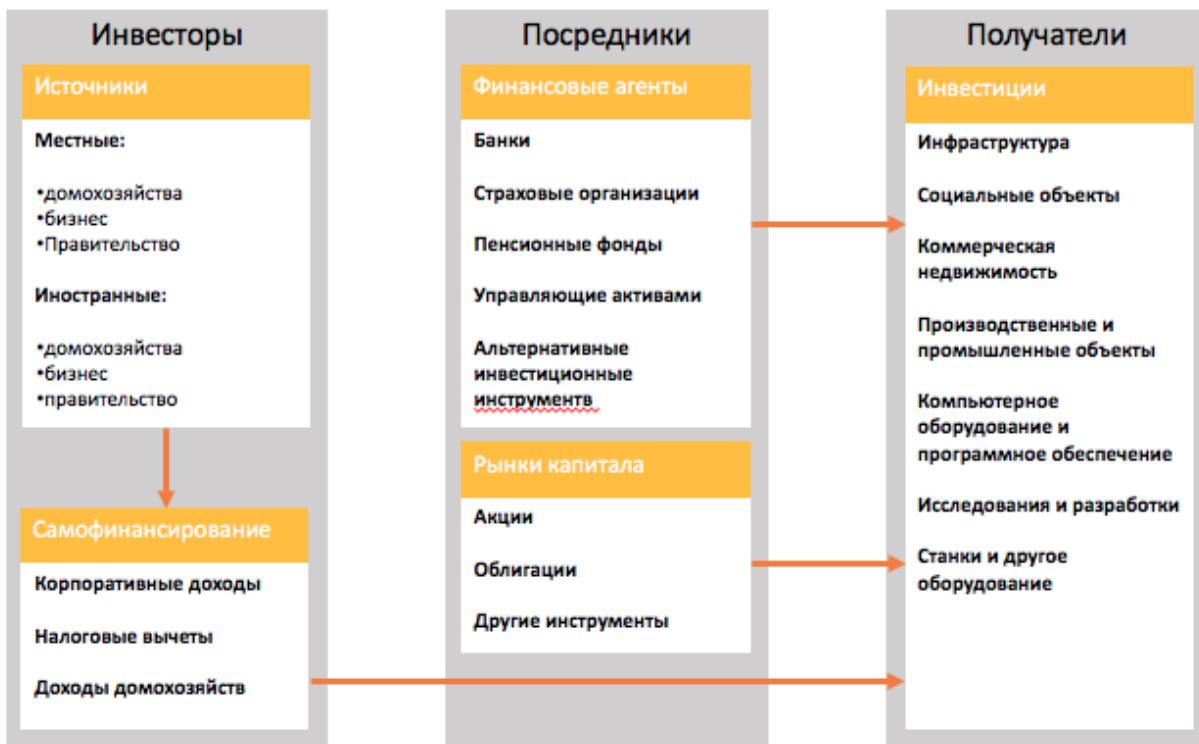


Рисунок 2 – процесс долгосрочного финансирования от поставщиков через посреднический процесс к конечным получателям

Различные источники выступают в качестве поставщиков долгосрочного финансирования, включая отечественные и зарубежные домохозяйства, корпорации и правительства. Инвестиции также могут поступать из корпоративных доходов, государственных доходов или доходов домашних хозяйств. Однако из-за несоответствия в неприятии риска, временных горизонтах или просто доступности финансирования могут потребоваться промежуточные звенья.

Затем долгосрочное финансирование может поступать через различных посредников (таких как банки, страховщики, пенсионные фонды и т. д.), или же посредничество может осуществляться через рынки капитала. Точный баланс в рамках этого процесса посредничества между финансовыми учреждениями и рынками капитала варьируется по всему миру.

Академические исследования связи между капитальными инвестициями и долгосрочным ростом хорошо известны. Однако в литературе часто не проводится различие между долгосрочным и краткосрочным финансированием. Тем не менее, считается важным сосредоточить внимание на долгосрочном финансировании, поскольку оно менее проциклично, чем краткосрочное финансирование, и, возможно, больше способствует долгосрочному экономическому росту. Более того, преобладание долгосрочного финансирования может способствовать более стабильной финансовой системе. Поскольку многие долгосрочные инвестиции требуют длительного периода,

инвесторы должны быть готовы к долгосрочному горизонту погашения долга или возврата капитала. Они также должны быть готовы к вероятности серьезного риска ухудшения ситуации на этом горизонте. Это очень важно при разработке соответствующих механизмов финансирования, потому что использование краткосрочного финансирования для долгосрочных проектов, очевидно, ведет к серьезным рискам.

Причины регуляторных и рыночных сбоев в обеспечении достаточного доступа к долгосрочному финансированию для обеспечения долгосрочного экономического роста.

Как уже упоминалось, одна из целей финансовой системы состоит в том, чтобы эффективно перераспределять сбережения в долгосрочные инвестиции. В действительности, однако, долгосрочное финансирование часто осуществляется с использованием условий и механизмов, которые не адаптированы должным образом к потребностям заемщика или инвестора.

Долгосрочное финансирование может быть ограничено или не соответствовать целям удовлетворения спроса на экономическое развитие. Следующие ниже пункты следует рассматривать как общие, и описанные условия не всегда могут применяться к ситуации в России.

Во-первых, потенциальные долгосрочные инвесторы не должны быть ограничены в возможности предоставлять финансирование и способах их осуществления. Пенсионные фонды, суверенные фонды, страховые компании и другие инвестиционные компании - идеальные кандидаты для обеспечения долгосрочного финансирования проектов. Но такие барьеры, как стимулы и ограничения на распределение инвестиционного портфеля, могут затруднить достижение этой цели. Пенсионные фонды во многих развитых странах сталкиваются с нехваткой средств, которая усиливает краткосрочное давление на результаты. В то же время они также сталкиваются с правилами минимизации рисков, в связи с чем отдают предпочтение ценным бумагам с фиксированным доходом с низким уровнем риска.

Суверенные фонды представляют собой еще одну группу потенциальных долгосрочных инвесторов, но некоторые из них создаются для обеспечения финансовой стабильности и, таким образом, стремятся владеть крупными долями денежных средств или государственным долгом с низким уровнем риска.

Во-вторых, долгосрочное финансирование во многих странах может опираться на узкий набор инструментов. Лица, определяющие политику, стремящиеся открыть новые источники долгосрочного финансирования, должны способствовать росту новых рынков и инструментов, которые могут помочь заполнить разрыв между текущими источниками и

прогнозируемым будущим спросом на долгосрочные инвестиции. Хотя рынки облигаций, акций и секьюритизации США являются зрелыми и ликвидными, в большинстве стран мира дело обстоит иначе. Банки были и останутся в среднесрочной перспективе основным источником внешнего финансирования для большинства стран за пределами Соединенных Штатов. Средний срок погашения ссуд коммерческих банков составляет всего 2,8 года в странах с развивающейся экономикой и 4,2 года в странах с развитой экономикой, что намного меньше срока погашения облигаций. Существуют широкие возможности для увеличения размера рынков корпоративных облигаций в Европе и некоторых других странах с развитой экономикой, а также в странах с развивающейся экономикой в среднесрочной и долгосрочной перспективе в качестве дополнения к сохраняющейся важной роли, которую должны играть банки.

Банковское кредитование останется важным источником финансирования в Европе. Однако при наличии правильных стандартов и правил больше ссуд для малого бизнеса можно было бы секьюритизировать и продать инвесторам, что позволит банкам предоставлять больше кредитов. На страны с развивающейся экономикой приходится растущая доля мирового богатства, но их корпоративные облигации, секьюритизация и даже рынки ценных бумаг остаются в значительной степени недостаточно развитыми.

Осмотрительный рост новых рынков облигаций, секьюритизации и акций в странах с развивающейся экономикой при адекватном регулировании и надзоре должен быть частью решения проблемы долгосрочного финансирования и экономического развития.

## **1 Механизмы влияния основных финансовых инструментов на долгосрочное экономическое развитие**

В теоретических работах по экономической теории активно обсуждаются преимущества и недостатки различных архитектур финансового сектора. В частности, самым обсуждаемой темой в этом контексте является сравнение финансовых систем с доминирующими фондовыми рынками с финансовыми системами, где доминируют банки с точки зрения обеспечения этими системами экономического роста. Существующие эмпирические исследования дают возможность получить ответ на этот вопрос.

В исследовании (Demirguc-Kunt, Maksimovic 2002) [1] авторы расширяют свое предыдущее исследование (Demirguc-Kunt, Maksimovic 1998) [2], акцентируя внимание на следующем вопросе: какая структура финансового сектора лучше обеспечивает доступность внешнего финансирования. А именно, авторы различают два типа систем – основанные преимущественно на фондовых рынках (рыночные – market-based) или преимущественно на банках (банковские – bank-based). Весь эмпирический анализ в этой статье повторяет соответствующий анализ из (Demirguc-Kunt, Maksimovic 1998), за исключением того, что добавляется еще одна объясняющая переменная – фиктивная переменная, отмечающая страны с рыночной структурой финансового сектора. Разделение финансовых систем на рыночные и банковские выполнено в работе (Demirguc- Kunt, Levine 1999) [3].

Результаты эконометрического анализа показывают, что хотя более развитый финансовый сектор действительно способствует доступу к внешнему финансированию, структура финансового сектора оказывается незначимой. Отсюда авторы делают вывод, что нет эмпирических оснований утверждать, что финансовая система какого типа может предоставлять финансовые услуги и ресурсы лучше, чем система другого типа.

Похожий вывод относительно значения структуры финансового сектора получает Ливайн в статье (Levine 2002) [4], где делается попытка сравнить, какая структура финансового сектора – рыночная или банковская более эффективна с точки зрения обеспечения долгосрочного экономического роста. Методика этой статьи является в целом стандартной, т.е. оценивается кросс-секционная регрессионная модель, где зависимой переменной является долгосрочный рост, а объясняющие переменные представляют собой характеристики страны и ее финансового сектора. Поскольку в статье (Levine 2002) [4] оценивается, как структура финансового сектора связана с экономическим ростом, то автор вводит меры структуры финансового сектора.

В результате оценки регрессионной модели структура финансового сектора оказывается незначима, какой бы вариант меры структуры финансового сектора не

использовался в регрессии и этот результат оказывается устойчив к различным вариациям спецификации регрессионной модели. На основании этих эконометрических результатов Ливайн заключает, что структура финансового сектора не является важной его характеристикой с точки зрения того, насколько он способен обеспечивать экономическое развитие. Он присоединяется к мнению, согласно которому более развитые финансовые институты способствуют экономическому развитию и росту, при этом конкретная архитектура финансовой системы не играет значительной роли, т.к. определяющим для экономического развития является качество предоставляемых финансовым сектором услуг, а не форма, в которой они предоставляются.

Широко представленные в экономической литературе результаты эмпирических исследований показывают, что существует очень сильная связь между экономическим развитием и эффективностью финансового посредничества. Однако, детали этой связи не достаточно ясны. Одна из первых работ, в которой были изучены исторические данные, была написана Голдсмитом еще в 1969 г. (Goldsmith 1969) [6].

Основной вклад на первом этапе изучения рассматриваемых проблем сделали Ливайн и Кинг, которые опубликовали ряд работ, где они изложили результаты своих исследований связи между показателями экономического развития и показателями развития финансового сектора. В этих работах применяется кросс-секционный регрессионный анализ, где индивидуальное наблюдение представляет собой набор значений переменных отдельной страны, а массив данных включает показатели по более чем 80 странам за период с 1960 по 1989 годы. Авторы опубликовали три работы, при этом в работах (King, Levine 1993a) [7] и (King, Levine 1993b) [8] представлена теоретическая модель, иллюстрирующая роль финансового сектора в экономическом развитии, а затем приведены результаты эмпирических исследований.

Эмпирическое исследование, проделанное в работах Ливайна и Кинга, было расширено за счет включения в анализ показателей развития финансовых рынков. Ливайн и Зервос опубликовали две работы (Levine, Zervos 1996) [9] и (Levine, Zervos 1998) [10], при этом последняя статья является обобщением первой, поэтому мы дадим обзор именно этой работы. Целью этой работы было установить эмпирические связи между долгосрочным экономическим ростом, темпами накопления капитала, общей экономической производительностью и нормой сбережения с одной стороны и такими характеристиками рынков ценных бумаг как размер, ликвидность, волатильность и интеграцию с мировыми финансовыми рынками с другой. Ранее была опубликована статья (Atje, Jovanovic 1993) [11] со сходным эмпирическим анализом и результатами на основе данных за 1980-1988 годы по 40 странам. Ливайн и Зервос ссылаются на эту

публикацию, отмечая, что расширяют их анализ за счет добавления новых наблюдений и более тщательного подхода к определению устойчивости найденных связей.

Ливайн и Зервос также установили, что первоначальная капитализация финансовых рынков не является устойчиво и значимо связанной с индикаторами экономического развития. Соответствующие коэффициенты оказываются положительными и значимыми, если регрессия делается на полной выборке, но при удалении из выборки нескольких стран значимость пропадает. Однозначного и значимого результата нет и в отношении влияния волатильности на экономическое развитие.

Отметим работу (Khan, Senhadji 2000) [12], где использовалась обширная база данных для 159 стран за период 1960-1999 г. В этой работе был взят единственный индикатор экономического развития - долгосрочный экономический рост. Авторы анализировали, какова статистическая связь между долгосрочным ростом и различными параметрами развития финансового сектора. Использованные в этой работе методы полностью аналогичны методам, использованным Ливайном и Кингом в работе (King, Levine 1993c)[13].

В контексте исследования взаимосвязи между развитием финансового сектора и экономическим ростом также часто упоминается работа Рубини и Сала-и-Мартина (Roubini, Sala-i-Martin 1991) [14], где авторы исследовали влияние государственной политики (прежде всего финансовых репрессий и ограничений международной торговли) на экономический рост. В этом исследовании также используются кросс-секционные регрессии с усредненными значениями переменных за длительный период и контролирующими переменными. Одним из результатов работы является найденная значимая негативная связь между индикаторами искажений на финансовых рынках и долгосрочным экономическим ростом. Предположительно возникшие искажения на финансовых рынках являлись следствием политики финансовых репрессий. Таким образом, авторы делают вывод, что вносящая на финансовые рынки искажения политика финансовых репрессий замедляет экономическое развитие и развитие финансовых институтов, что косвенно подтверждает важность финансового сектора для экономического процветания.

Статьи, где используются анализ панельных данных и оценка причинности при помощи тестов Грейнджа, можно разделить на две группы. К первой группе относятся статьи, в которых выборка стран оказывается достаточно обширной и в качестве индикаторов финансового развития берутся стандартные меры, доступные по большому числу стран. При этом выводы делаются не по каждой стране в отдельности, а по группам стран. Ко второй группе относятся исследования, в которых выборка стран оказывается в

пределах полутора десятков и помимо общего анализа каждая страна рассматривается отдельно.

Исследования в работах из первой группы оказываются более репрезентативными с той точки зрения, что полученные выводы относительно роли финансового сектора в экономическом развитии являются более универсальными, поскольку выборка оказывается максимально широкой. Однако, такой подход не позволяет более подробно анализировать взаимосвязь между финансовым сектором и экономическим развитием т.к. используемые в таких исследованиях сопоставимые индикаторы развития финансовой индустрии оказываются достаточно грубыми и искаженными, в том смысле, что они в полной мере отражают действительное состояние финансового сектора. То есть они хуже отражают. Исследования из второй группы строятся на значительно более качественных и репрезентативных данных, что позволяет более точно оценить развитость финансового сектора и детально проследить ее динамическую взаимосвязь с экономическим развитием. Слабым местом таких работ оказывается ограниченность и отсутствие универсальности полученных выводов, поскольку эти выводы делаются на существенно смещенной выборке.

Эмпирические работы, отнесенные нами к первой группе, включают статьи (Rousseau, Wachtel 2000)[15], (Hassan et. al. 2011)[16] и (Calderon, Liu 2003)[17]. Ко второй группе принадлежат работы (Rousseau, Wachtel, 1998), (Arestis et. al. 2001)[18] и (Neusser, Kugler 1998) [19].

В статье (Calderon, Liu 2003)[20] авторы оценивают двунаправленное влияние со стороны финансового сектора на экономическое развитие и, наоборот, при помощи методов, предложенных в статье (Geweke 1982) [21]. С содержательной точки зрения такая методика представляет собой развитие подхода Грейнджа к тестированию наличия причинно-следственных связей.

Результаты анализа показывают, что в целом имеет место положительное воздействие со стороны финансового сектора на экономический рост. Для стран развивающихся это воздействие существенно более сильное, чем для стран промышленно развитых. Оказывается также, что имеет место двунаправленное воздействие, если рассматривать отдельно выборки развивающихся стран и промышленно развитых.

К условиям, необходимым для развития устойчивых и стабильных рынков капитала можно отнести четыре компонента: макроэкономическая стабильность, надежная банковская система, высокое качество институтов и эффективная нормативно-правовая и надзорная база. Эти четыре компонента взаимосвязаны и взаимно дополняют друг друга: резкое ослабление одного из них вызывает снижение эффективности

остальных. Это значит, что все четыре компонента имеют одинаковое значение. Именно поэтому особое внимание, которое уделяется в статье вопросам нормативно-правового регулирования, лишь отражает полезность этого компонента в качестве примера его взаимосвязи с остальными тремя. Кроме того, в разделе, посвященном вопросам нормативно-правового регулирования, вкратце описывается целесообразность развития местных рынков производных финансовых инструментов. В заключительной части статьи рассматривается долгосрочный фактор, ограничивающий устойчивость местных рынков капитала в странах с формирующейся рыночной экономикой к внешним потрясениям: ограниченные возможности этих стран в отношении создания безопасных активов.

Общепризнан тот факт, что при нестабильной экономике рынки капитала развиваться не могут. Действительно, в ряде случаев экономического и финансового кризиса в странах с формирующейся рыночной экономикой активность на рынках капитала резко сокращалась, а в некоторых случаях практически полностью прекращалась (наглядный пример – кризис задолженности 1980-х годов в Латинской Америке). Слабость макроэкономики отражается в ценах активов и при своей достаточной серьезности может привести к исчезновению многих рынков активов.

Устойчивость институтов власти дополняет роль нормативно-правовых актов, целью которых является содействие развитию рынков капитала. Действительно, нормативно-правовые акты могут быть эффективными только тогда, когда они обеспечены достаточной поддержкой прочной институциональной структуры, защищающей права инвесторов и кредиторов. На фондовых рынках это означает права голоса акционеров, позволяющие им контролировать правление. На рынках долговых инструментов держатели облигаций имеют право в случае разорения компаний претендовать на гарантийное обеспечение.

Прочная институциональная структура, защищающая права инвесторов и кредиторов, предусматривает наличие эффективных механизмов, обеспечивающих исполнение договоров и соблюдение закона. Для этого, в свою очередь, необходимо следующее:

- эффективная и независимая судебная система, свободная от давления политических факторов;
- судопроизводство, способствующее надлежащему выполнению нормативно-правовых актов;
- прозрачность государственной политики;

– эффективный закон о банкротстве. К сожалению, качество институтов власти в большинстве стран с формирующейся рыночной экономикой значительно отстает от уровня стран с развитой экономикой.

В той степени, в которой права кредиторов не удовлетворяют требованиям, недостаточно прозрачны или не заслуживают доверия, инвесторы, как внутренние, так и иностранные, не будут стремиться к вложению средств в местные корпоративные обязательства. Регионами, которые осуществляют наименьшее количество реформ с целью содействия решению проблемы банкротства компаний, являются Южная Азия, Ближний Восток и Латинская Америка. Неудивительно, что рынки капиталов в этих регионах остаются вялыми и слаборазвитыми.

Третий вопрос, по которому достигнут консенсус, заключается в реализации рекомендаций Совета по финансовой стабильности о повышении безопасности и прозрачности рынков внебиржевых производных финансовых инструментов (деривативов) путем содействия стандартизации контрактов по внебиржевым деривативам, централизованному клирингу по стандартизованным производным инструментам и расширению торговли на биржах или электронных платформах. Эта рекомендация основана на результатах мирового финансового кризиса. В то время как в течение этого периода многие внебиржевые деривативы в странах с формирующейся рыночной экономикой прекратили свое существование, находившиеся в биржевом обороте продукты оказались более устойчивыми. В данном случае рассматриваются примеры Бразилии и Мексики. В ожидании постоянного повышения курса своей местной валюты некоторые корпорации этих стран в течение докризисного периода увеличили на своих забалансовых счетах размеры открытых позиций в иностранной валюте за счет заключения с иностранными банками деривативных контрактов (продажи валютных опционов на оффшорном финансовом рынке).

Достигнут консенсус по вопросу (который, впрочем, не связан с нормативно-правовым регулированием) разработки базовой кривой доходности государственных облигаций для целей развития ликвидных рынков корпоративных облигаций (поскольку это обеспечивает прозрачность процесса формирования цен). В пользу этой рекомендации говорит опыт некоторых стран Азии, например Кореи и Малайзии. Однако и при этом следует учитывать взаимосвязь между компонентами развития устойчивых рынков капитала. Стратегия разработки базовой кривой доходности государственных облигаций представляется весьма уместной в отношении стран, имеющих строгие рамки финансовой отчетности (например, большинства стран Азии). В странах же, испытывающих финансовые затруднения, эта стратегия может стать источником двух видов риска. Первый

заключается в том, что при отражении высокого кредитного риска страны, связанного с крупным бюджетным дефицитом, образующаяся высокая доходность государственных облигаций преобразуется в высокую доходность корпоративных облигаций. Иными словами, появится опасность того, что увеличение государственного риска отразится на ценах задолженностей частного сектора. Второй риск состоит в том, что правительства, испытывающие финансовые затруднения, не смогут успешно разместить облигации с большим сроком погашения и что вместо этого выпуск государственных облигаций останется на краткосрочной стороне кривой. Это будет сдерживать развитие долгосрочных корпоративных облигаций, а не способствовать ему.

В заключительной части необходимо отметить особую роль долгосрочного фактора, который ограничивает устойчивость рынков капитала и затрагивает все страны с формирующейся рыночной экономикой: неспособность этих стран обеспечивать наличие безопасных активов, пользующихся международным признанием. Даже при наличии всех рассмотренных здесь компонентов инвесторы (иностранные и внутренние) в условиях значительной неопределенности на международных рынках капитала отдают предпочтение тем активам, которые они считают безопасными, а именно активам, сохраняющим ликвидность в трудные времена. В современной международной финансовой архитектуре существует лишь небольшое число безопасных активов, при этом все они, за исключением золота и серебра, представляют собой государственные ценные бумаги, выпускаемые странами, которые также выпускают твердые валюты (высоколиквидные валюты, обращающиеся на международном уровне). Можно утверждать, что в настоящее время самыми ликвидными ценными бумагами в мире являются долговые обязательства Министерства финансов США. Опыт мирового финансового кризиса показывает, что в странах с формирующейся рыночной экономикой долевые и облигационные финансовые инструменты утратили свою ликвидность, вызвав резкое снижение цен. Во времена сильных внешних потрясений у компаний оказывается меньшее количество более дорогих источников финансирования – даже если до такого потрясения местные рынки капитала представлялись высоколиквидными.

Чистого представления о деловом цикле недостаточно для понимания эволюции глобальной экономики после финансового кризиса 2007–2009 годов. Эта точка зрения не может полностью объяснить взаимосвязь между долгами, ценами на активы и выпуском, что объясняет слабый рост многих стран с развитой экономикой в последние годы. В этой части исследуется роль долга, рычагов рычагов и принятия рисков в управлении

экономическим и финансовым развитием, в частности, путем оценки положения различных экономик с точки зрения финансового цикла.

Рост новых источников финансирования изменил характер рисков. На так называемом втором этапе глобальной ликвидности корпорации в странах с формирующейся рыночной экономикой (EMEs) использовали большую часть своего финансирования на международных рынках ценных бумаг. Частично это было сделано через их филиалы за границей, чьи долги, как правило, скрываются за экранами властей. Рыночный доход имеет более длительный срок погашения, чем банковский, что снижает риски пролонгации. Но это общеизвестно проциклический. Когда условия хороши, это дешево и достаточно, но может испариться при первых признаках проблем. Это также может иметь побочные эффекты для внутренних финансовых учреждений, которые полагаются на внутренний корпоративный сектор в качестве важной части своего финансирования. Наконец, подавляющее большинство внешнего долга частного сектора EME остается в иностранной валюте, что подвергает заемщиков валютному риску.

Четыре особенности характеризуют финансовые циклы эмпирически. Во-первых, они намного длиннее бизнес-циклов. Согласно традиционной оценке, деловые циклы, как правило, делятся от одного до восьми лет, а финансовые циклы - от 15 до 20 лет. Разница в длине означает, что финансовый цикл может охватывать несколько бизнес-циклов.

Во-вторых, пики в финансовом цикле, как правило, совпадают с банковскими кризисами или периодами значительного финансового стресса. Финансовый бум, в котором растущие цены на активы и быстрый рост кредитования усиливают друг друга, как правило, обусловлен длительными адаптивными денежно-кредитными и финансовыми условиями, часто в сочетании с финансовыми инновациями. Свободные условия финансирования, в свою очередь, питают реальную экономику, что приводит к чрезмерному левереджу в некоторых секторах и чрезмерным инвестициям в отрасли, особенно в моде, такие как недвижимость. Если шок поражает экономику, домохозяйства с чрезмерным расширением или средние суммы часто оказываются не в состоянии обслуживать свои долги. Секторальные ошибки, возникшие во время бума, еще более усугубляют этот порочный круг.

В-третьих, финансовые циклы часто синхронизируются между странами. Хотя они не обязательно движутся в ногу со всего мира, многие движущие силы финансового цикла имеют важный глобальный компонент. Например, условия ликвидности, как правило, тесно связаны между собой на разных рынках. Мобильный финансовый капитал стремится уравновесить премию за риск и условия финансирования в разных валютах и границах и выступает в качестве (ценообразования) предельного источника

финансирования. Таким образом, внешний капитал часто играет огромную роль в неустойчивых кредитных бумагах, усиливая движения в кредитных агрегатах, и может также вызвать превышение обменных курсов. Это происходит напрямую, когда валюта используется за пределами национальной юрисдикции, о чем свидетельствует международная роль доллара США. Денежно-кредитные условия могут также распространяться косвенно через сопротивление повышению обменного курса, если лица, определяющие политику, будут придерживаться более низких ставок, чем это было предложено внутренними условиями, и / или вмешиваться и накапливать валютные резервы.

В-четвертых, финансовые циклы меняются в зависимости от макроэкономической среды и основ политики. Например, они выросли как по длине, так и по амплитуде с начала 1980-х годов, вероятно, за счет более либерализованных финансовых систем, казалось бы, более стабильных макроэкономических условий и основ денежно-кредитной политики, которые не учитывали развитие кредитования. Значительные изменения в нормативной и макроэкономической политике после финансового кризиса также могут изменить динамику в будущем.

Эти четыре особенности очевидны, что изображает финансовые циклы в широком диапазоне стран. Во многих странах с развитой экономикой финансовый цикл, измеряемый путем агрегирования среднесрочных изменений реального кредита, отношения кредита к ВВП и реальных цен на жилье, достиг пика в начале 1990-х годов и снова примерно в 2008 году. Оба поворотных момента совпали с широко распространенными банковскими кризисами.

Тесная связь между деловыми и финансовыми циклами в течение длительных периодов может побудить политиков сосредоточиться на первом, не обращая особого внимания на второе. Но постановка политики без учета финансового цикла сопряжена с риском. Это может привести к финансовому дисбалансу, такому как чрезмерная задолженность корпоративного сектора или сектора домашних хозяйств, или раздутым финансовым системам, которые делают некоторые сектора хрупкими даже для небольшого ухудшения макроэкономических или финансовых условий. Именно это произошло в Японии и странах Северной Европы в 1980-х и начале 1990-х годов, а также в Ирландии, Испании, Великобритании и Соединенных Штатах за годы до финансового кризиса.

Расхождения в финансовых и деловых циклах также могут помочь объяснить феномен «незавершенной рецессии». Например, после краха фондового рынка в 1987 и 2000 годах денежно-кредитная политика в Соединенных Штатах была значительно

ослаблена, даже несмотря на то, что финансовый цикл был в подъеме. Выгоды от более низких процентных ставок, цены на недвижимость и кредит не сократились, а расширились, а затем рухнули через несколько лет.

Два метода были использованы для определения как деловых, так и финансовых циклов. Первый из них известен как метод переломного момента и восходит к первоначальной работе в 1940-х годах, до настоящего времени, к бизнес-циклам. Этот подход идентифицирует циклические пики и спады, рассматривая темпы роста широкого диапазона базовых рядов. Например, деловой цикл достигает пика, когда темпы роста нескольких серий, включая выпуск, занятость, промышленное производство и потребление, изменяются с положительных на отрицательные. Что касается финансовых циклов, реальный рост кредитования, отношение кредита к ВВП и рост цен на недвижимость представляют собой меньший набор переменных, необходимых для адекватного представления взаимоподкрепляющего взаимодействия между ограничениями финансирования и восприятием стоимости и рисков, которые могут вызвать серьезные макроэкономические проблемы и банковские кризисы. Тем не менее, другие переменные, такие как кредитные спреды, цены акций, премии за риск и ставки дефолта, также измеряют восприятие риска и, следовательно, финансовые циклы. Второй подход основан на статистических фильтрах, которые извлекают циклические колебания с определенной длиной цикла из определенного ряда, например, вывода.

Оценки финансового цикла, представленные в этой части, следуют второму подходу и основаны на совместных разработках в области реального роста кредитования, соотношения кредит / ВВП и роста цен на недвижимость. Циклы в отдельных случаях определяются с помощью полосового фильтра с циклами продолжительностью от восьми до 30 лет, которые затем объединяются в одну серию с помощью простого среднего. Полосовые фильтры полезны для выявления исторических финансовых циклов, однако к наблюдениям за последние годы следует относиться более осторожно, так как тенденции и, следовательно, циклические колебания могут измениться, когда в будущем появится больше данных.

Традиционная частота делового цикла составляет от одного до восьми лет. Напротив, финансовые циклы, которые наиболее важны для банковских кризисов и основных макроэкономических проблем, делятся 10–20 лет.

Многие страны еврозоны переживают финансовый спад. После продолжительного бума в странах еврозоны, наиболее пострадавших от финансового кризиса и последующего европейского долгового кризиса, таких как Греция и Испания, в последние годы реальные цены на кредит и недвижимость падают в среднем на 5–10% ежегодно. Но

давление в сторону понижения, похоже, несколько ослабевает, поскольку в последние кварталы снижение цен на кредит и жилье замедлилось.

Финансовые циклы в других странах, переживших кризис, похоже, достигли дна. В Соединенных Штатах наблюдался значительный рост цен на кредиты и активы, который закончился с началом финансового кризиса. Последующее снижение цен на активы и нефинансовые корпоративные заимствования закончилось в 2011 году, а заимствования домашних хозяйств начали накапливаться в 2013 году. Эта картина менее ясна для Соединенного Королевства и многих стран Центральной и Восточной Европы - стран, которые также пережили бум в последнее десятилетие. Снижение заемных средств в этих странах продолжается, но темпы замедляются, и цены на недвижимость снова начали расти, что говорит о том, что тенденция к снижению в финансовом цикле, возможно, сменилась на противоположную.

Сигналы неоднозначны для стран с развитой экономикой, которые не видели явного кризиса в последние годы. Австралия, Канада и страны Северной Европы пережили большой финансовый бум в середине-конце 2000-х годов. Но глобальный и европейский долговые кризисы помешали этой динамике; цены на активы сильно колебались, а корпоративные займы упали на фоне ухудшения экономической активности в мире. Это подтолкнуло показатель среднесрочного финансового цикла к понижательной тенденции, хотя домохозяйства во всех этих странах продолжали занимать, хотя и более медленными темпами. Но сильный рост цен на сырьевые товары в последние годы предотвратил длительный поворот цикла, и за последние четыре квартала рост цен на недвижимость и (общий) рост кредитования в Австралии и Канаде поднялся до уровней, близких или соответствующих изменениям в большинстве EMEs.

Бум явно виден в некоторых других странах, в частности в странах EME. Во многих случаях рост цен на кредиты и активы замедлился в 2008 и 2009 годах, но возобновил полную силу в 2010 году. С тех пор кредитование частного сектора увеличивалось в среднем примерно на 10% в год. В Китае этот рост был обусловлен в основном небанками, тогда как банки финансировали экспансию в Турцию.

Очевидно, существует риск того, что многие из недавних бумов закончатся кризисом или, по крайней мере, серьезным финансовым стрессом, как это было раньше. Но даже некоторые страны, которые в настоящее время находятся в фазе спада финансового цикла или только что достигли дна, уязвимы. Несмотря на значительное уменьшение доли заемных средств после финансового кризиса, задолженность по отношению к доходам и ценам на активы часто остается высокой, что может потребовать дальнейших корректировок для возврата к более устойчивым уровням.

Индикаторы раннего предупреждения в ряде стран подают тревожные сигналы. В соответствии с анализом финансового цикла несколько показателей раннего предупреждения указывают на то, что в финансовых системах ряда стран возникают уязвимости.

Индикаторы раннего предупреждения не могут предсказать точные сроки финансовых затруднений, но они оказались достаточно надежными в выявлении неустойчивых изменений цен на кредит и недвижимость в прошлом.

Разрыв между кредитом и ВВП во многих странах ЕМЕ и Швейцарии значительно превышает пороговое значение, что указывает на потенциальные проблемы. Исторические данные показывают, что разрывы между кредитом и ВВП (разница между соотношением кредитов и ВВП и его долгосрочной тенденцией) выше 10 процентных пунктов обычно сопровождались серьезными банковскими проблемами в течение трех лет. Разрывы цен на жилую недвижимость (отклонение реальных цен на жилую недвижимость от их долгосрочной тенденции) также указывают на риски: они имеют тенденцию нарастать во время кредитного бума и падают за два-три года до кризиса. Действительно, швейцарские власти отреагировали на рост финансовой уязвимости, увеличив требования к антициклическому буферу капитала с 1% до 2% взвешенных по риску позиций, обеспеченных внутренней жилой недвижимостью.

Коэффициенты обслуживания долга посылают менее тревожный сигнал. Эти коэффициенты, которые измеряют долю доходов, используемых для обслуживания долга, остаются низкими во многих странах. Фактически, они предполагают, что заемщики в Китае в настоящее время особенно уязвимы. Но повышение ставок подтолкнет показатели обслуживания долга в нескольких других странах на критическую территорию. В качестве иллюстрации предположим, что ставки денежного рынка повышаются на 250 базисных пунктов, в соответствии с ужесточением эпизода 2004 года. При постоянных соотношениях кредита и ВВП это приведет к росту коэффициентов обслуживания долга в большинстве быстро развивающихся экономик выше критических порогов. Опыт показывает, что коэффициенты обслуживания долга, как правило, остаются низкими в течение длительных периодов, а затем стремительно растут за один или два года до кризиса, как правило, в ответ на повышение процентных ставок. Поэтому низкие значения не обязательно означают, что финансовая система безопасна.

Было бы слишком легко отклонить эти показания индикатора как неуместные, потому что «на этот раз другое». Правда, ни один индикатор раннего предупреждения не является полностью надежным. Финансовая система постоянно развивается, и характер рисков со временем меняется. Но кредитные разрывы и показатели обслуживания долга

оказались относительно устойчивыми. Они основаны на общем объеме кредита, т.е. учитывают кредит из всех источников, и поэтому, как правило, не подвержены влиянию перехода с банковского на небанковский характер, связанный со второй фазой глобальной ликвидности.

Качество показателей также должно быть устойчивым к изменениям равновесного уровня долга вследствие углубления финансового положения. Соотношение кредит / ВВП и обслуживание долга, как правило, возрастает, когда домохозяйства и предприятия получают доступ к финансовым услугам. Но способность банков проверять потенциальных заемщиков и управлять рисками накладывает естественное ограничение на скорость этого процесса. Кредит, предоставленный во время фазы быстрого кредитного роста, может скрыть проблемные кредиты, что приведет к финансовой нестабильности, когда бум перерастет в кризис.

Более слабый рост производства может также вызвать финансовую напряженность, особенно в странах, где долг долгое время превышал тенденцию. Многие страны с большим кредитным разрывом переживают длительный период быстрого роста, кратко прерванный последствиями финансового кризиса в странах с развитой экономикой. Но рост замедлился в последнее время и вполне может остаться ниже предыдущей тенденции в будущем.

Экспортеры товаров могут быть особенно чувствительны к резкому замедлению в Китае. Это еще больше увеличит уязвимость в настоящее время процветающих экономик, таких как Бразилия. Но это также может негативно повлиять на некоторые страны с развитой экономикой, которые в меньшей степени пострадали от финансового кризиса. Как отмечалось выше, такие страны, как Австралия, Канада и Норвегия, пережили резкий подъем финансового цикла до того, как разразился кризис. С тех пор цикл изменился в этих экономиках, но последствия были вызваны высокими ценами на сырьевые товары. Поскольку непогашенный долг остается высоким, замедление ВВП, связанное с сокращением экспорта сырьевых товаров, может вызвать трудности с погашением.

Если смотреть не на общий кредит, то переход от банковского кредитования к рыночному кредитованию нефинансовых корпораций в странах ЕМЕ изменил природу рисков. С одной стороны, заемщики использовали благоприятные условия для фиксации долгосрочного финансирования, тем самым снижая риск пролонгации. Например, из приблизительно 1,1 трлн. долл. США международных долговых ценных бумаг, находящихся в обращении заемщиков со штаб-квартирой в ЕМЕ, около 100 млрд. долл. США, что составляет менее одной десятой от общей суммы, погашается в каждый из следующих лет. Кроме того, приблизительно 10% долговых ценных бумаг со сроком

погашения в 2020 году или позднее подлежат оплате, и неизвестная доля имеет договоренности, которые позволяют инвесторам требовать ускоренного погашения в случае ухудшения условий заемщика. Тем не менее, потенциальные ежегодные выплаты выглядят относительно скромно по отношению к сумме иностранных резервов основных стран-заемщиков.

Но благотворное влияние более длительных сроков погашения может быть компенсировано ликвидностью рынка. Доступность рыночного финансирования общеизвестно проциклична. Оно доступно в больших количествах и по дешевой цене, когда условия хороши, но это может измениться при первом же появлении проблем. Приток капитала может быстро измениться, когда процентные ставки в странах с развитой экономикой в конечном итоге возрастают или когда ухудшаются внутренние условия в принимающих странах.

Переход от банковского дела к финансированию ценных бумаг, по-видимому, мало повлиял на валютный риск. Более 90% международных долговых ценных бумаг и более 80% международных займов небанковских корпораций, проживающих в странах ЕМЕ, фактически деноминированы в иностранной валюте. И некоторые из самых тяжелых заемщиков на международном рынке облигаций - это стоимость недвижимости и коммунальные услуги, которые вряд ли будут иметь значительные активы в иностранной валюте или потоки платежей, которые могли бы поддержать их долг. Существуют финансовые инструменты, которые могут хеджировать часть валютного риска. Но на практике многие виды хеджирования являются неполными, потому что они покрывают риски только частично или основаны на краткосрочных контрактах, которые регулярно пролонгируются. Такие стратегии значительно снижают стоимость финансового хеджирования от значительных колебаний обменных курсов, которые часто совпадают с неликвидными рынками.

Эмпирически, совокупные коэффициенты обслуживания долга колеблются вокруг стабильных исторических средних значений, которые могут быть приняты как грубые приближения для долгосрочных устойчивых (устойчивых состояний) уровней. Высокие затраты на обслуживание долга частного сектора по сравнению с доходом приведут к уменьшению объема выданного кредита, что в конечном итоге приведет к снижению совокупных расходов на обслуживание долга. И наоборот, низкие показатели обслуживания долга дают заемщикам достаточно возможностей для увеличения задолженности. Следовательно, с течением времени показатели обслуживания долга в масштабах всей экономики возвращаются к устойчивому уровню.

Как экономика может вернуть долг на устойчивый уровень?

Давление вниз из-за снижения благосостояния и высокого бремени обслуживания долга говорит о том, что многим странам придется снизить уровень задолженности в предстоящие годы. Это может происходить по нескольким каналам. Первым и наименее болезненным каналом является рост производства, который имеет двойной эффект снижения соотношения кредит / ВВП и обслуживания долга, а также поддерживает более высокие цены на активы.

Снижение уровня задолженности посредством списаний может потребовать важных изменений в нормативно-правовой базе в ряде стран. Как утверждается в 82-м годовом отчете (во вставке в главе III), сокращение задолженности домохозяйств требует двух основных шагов. Во-первых, власти должны побудить кредиторов признать убытки. Во-вторых, они должны создать стимулы для кредиторов реструктурировать кредиты, чтобы заемщики имели реальный шанс погасить свой долг.

Влияние процентных ставок неоднозначно. В принципе, более низкие процентные ставки могут уменьшить бремя обслуживания долга. Более низкие ставки могут также оказать поддержку ценам на активы. Фактически, монетарные власти обычно снижают процентные ставки в связи с финансовыми кризисами, тем самым снижая нагрузку по обслуживанию долга на домашние хозяйства.

К сожалению, однако, низкие процентные ставки могут также иметь отрицательный эффект, стимулируя заемщиков брать на себя еще больший долг, делая возможное повышение ставок еще более дорогостоящим, если долг продолжает расти. Таким образом, в зависимости от начальных условий низкие ставки могут привести страны к долговой ловушке: долговое бремя, которое уже сейчас кажется несостоятельным, может еще больше возрасти.

## **2 Сравнительный анализ рынка капитала развитых и развивающихся стран**

Результаты еще одного исследования, опирающегося на микроданные, было опубликовано в статье (Demirguc-Kunt, Maksimovic 1998). В этой работе авторы анализируют, насколько более развитый финансовый сектор и более совершенная правовая система позволяют обеспечить доступ внешнего финансирования для компаний.

Результаты показывают, что отношение совокупных активов коммерческих банков к ВВП, а также отношение оборота фондового рынка к его капитализации оказываются значимыми, что, однако, неверно по отношению к размеру капитализации. Из этого авторы делают вывод, что в целом более развитый и ликвидный фондовый рынок и более крупный банковский сектор улучшает доступность внешнего финансирования для компаний.

Глобальные тенденции облигационных рынков в 2019 году.

После возврата к более экспансионистской денежно-кредитной политике в начале 2019 года нефинансовые корпорации мира дополнительно заимствовали 2,1 триллиона долларов США в форме корпоративных облигаций. В реальном выражении это эквивалентно сумме, полученной в предыдущем рекордном 2016 году, и представляет собой явную обратную тенденцию сокращения выпуска корпоративных облигаций в течение 2018 года. Добавьте рекордное заимствование в течение 2019 года к беспрецедентному росту задолженности по корпоративным облигациям с 2008 года. Это означает, что глобальный непогашенный объем нефинансовых корпоративных облигаций на конец 2019 года достиг рекордного уровня в 13,5 трлн долларов США.

Помимо растущего размера, органам власти необходимо учитывать, что изменились качество и динамика находящихся в обращении корпоративных облигаций. По сравнению с предыдущими кредитными циклами, сегодняшние непогашенные корпоративные облигации имеют более низкое общее кредитное качество, более высокие требования к окупаемости, более длительные сроки погашения и более низкие ковенанты. Эти особенности могут усилить негативные последствия экономического спада для нефинансового корпоративного сектора и экономики в целом. В результате размер, качество и динамика сегодняшних рынков корпоративных облигаций стали фактором, который необходимо учитывать при различных сценариях, лежащих в основе денежно-кредитной политики.

Поддерживаемая политикой низких процентных ставок, механизмы системы кредитных рейтингов позволили компаниям увеличить кредитные плечи и по-прежнему поддерживать рейтинг BBB. За последние три года облигации с рейтингом BBB составили 52% от всех выпусков облигаций инвестиционного уровня. Поскольку BBB также

является самым низким рейтингом в категории инвестиционного уровня, значение демаркационной линии между облигациями инвестиционного и неинвестиционного уровня становится все более важным. В отсутствие поддержки низких процентных ставок или в случае спада деловой активности та же самая рейтинговая механика, которая позволила увеличить леверидж, приведет к понижению рейтинга, что увеличит стоимость заимствований для компаний и ограничит их возможности для инвестиций.

Обширная миграция облигаций из статуса инвестиционного уровня в статус неинвестиционного уровня также будет давить на ликвидность рынка облигаций неинвестиционного уровня, поскольку многие крупные инвесторы будут вынуждены продавать облигации, чтобы удовлетворить свои требования к капиталу. Учитывая, что средний первоначальный срок погашения корпоративных облигаций инвестиционного уровня во всем мире увеличился с 9 до 12 лет, снижение стоимости портфелей облигаций, которое последует за понижением рейтинга, будет более выраженным.

С 2008 года ежегодный глобальный выпуск корпоративных облигаций составлял в среднем 1,8 триллиона долларов США. Это вдвое больше, чем в среднем за период с 2000 по 2007 год. В ответ на последовательное повышение процентных ставок, объявления о менее гибкой денежно-кредитной политике и опасения по поводу замедления роста выпуск корпоративных облигаций значительно сократился во второй половине 2018 года. В начале 2019 года центральные банки объявили, что они готовы повторно ввести или скорректировать свою политику количественного смягчения, выпуск корпоративных облигаций восстановился, в результате чего общая сумма, выпущенная в 2019 году, составила 2,1 трлн долларов США, эквивалентная сумме, взятой ими в предыдущем рекордном 2016 году.

Длительное снижение общего качества облигаций. Ежегодно с 2010 года около 20% от общей суммы всех выпусков облигаций были неинвестиционного уровня, а в 2019 году эта доля достигла 25%. Это самый продолжительный период с 1980 года, когда доля эмиссий неинвестиционного уровня оставалась столь высокой, что указывает на то, что процент дефолтов в будущем спаде, вероятно, будет выше, чем в предыдущих кредитных циклах. Важно отметить, что в 2019 году на долю облигаций с рейтингом BBB - облигаций самого низкого качества, имеющих статус инвестиционного уровня, - приходилось 51% всех выпусков инвестиционного уровня. В период с 2000 по 2007 год эта доля составляла всего 39%.

Сейчас преобладают облигации более низкого качества. В декабре 2019 года глобальная непогашенная сумма нефинансовых корпоративных облигаций достигла 13,5 трлн долларов США. В реальном выражении это более чем вдвое превышает сумму

непогашенной задолженности в декабре 2008 года. Крупный выпуск облигаций с рейтингом BBB, облигаций неинвестиционного уровня и облигаций корпораций из государств с формирующимся рынком с 2008 года привел к ситуации, когда стали преобладать облигации с более низким кредитным качеством.

В 2019 году только 30% мировых непогашенных нефинансовых корпоративных облигаций имели рейтинг А или выше и были выпущены компаниями из стран с развитой экономикой. Кроме того, для эмитентов развивающихся рынков и облигаций неинвестиционного уровня и облигаций без рейтинга, выпущенных компаниями с развитых рынков, общая сумма требований к выплате или рефинансированию в течение следующих трех лет составляет 2,5 триллиона долларов США, что эквивалентно 41% от их общей непогашенной суммы.

Более длительные сроки погашения и повышенная чувствительность к цене. За последние пять лет средний срок погашения облигаций инвестиционного уровня на дату выпуска составлял 12,4 года по сравнению с 9,4 года в начале 2000-х годов. В 2019 году средний срок погашения облигаций инвестиционного уровня составлял около 13 лет. Поскольку более длительные сроки погашения связаны с более высокой чувствительностью цен к изменениям процентных ставок, сочетание более длительных сроков погашения и снижения кредитного качества сделало рынки облигаций более чувствительными к изменениям в денежно-кредитной политике.

Использование рейтинговых инвестиций, пассивного управления и владения корпоративными облигациями. На распределение портфелей всех основных держателей облигаций, таких как пенсионные фонды, страховые корпорации и инвестиционные фонды, влияют внешние кредитные рейтинги. Это влияние либо через нормативные акты, в которых рейтинговые категории используются в качестве ориентира для установления количественных лимитов и требований к капиталу, либо через добровольные инвестиционные стратегии на основе рейтингов, которые отражены в их инвестиционных мандатах. Например, владение паями биржевых фондов (ETF), которые обычно используют пассивные рейтинговые стратегии, увеличилось в 13 раз с 32 миллиардов долларов США в 2008 году до 420 миллиардов долларов США в 2018 году. Интересно также, что нефинансовые компании стали значительными собственниками корпоративных облигаций. В период с 2009 по 2018 год совокупная стоимость корпоративных облигаций 25 крупных нефинансовых компаний США утроилась со 119 миллиардов долларов США до 356 миллиардов долларов США. Только компания с самым крупным портфелем держала корпоративные долговые ценные бумаги на сумму 124 млрд долларов США. Это равняется совокупным активам 6 крупнейших в мире ETF корпоративных облигаций.

Увеличились коэффициенты левериджа в пределах рейтинга. Сегодня средняя фирма в каждом рейтинге инвестиционной категории имеет более высокие коэффициенты левериджа по сравнению с десятилетием назад. В то же время под влиянием беспрецедентно низких процентных ставок с 2008 года их способность покрывать свои текущие процентные обязательства улучшилась. Если процентные ставки начнут расти или экономический спад приведет к снижению доходов, процентное покрытие и коэффициенты прибыльности могут ухудшиться довольно быстро, ограничивая их способность компенсировать высокий левередж. В таком сценарии рейтинговая механика, допускающая увеличение кредитного плеча, приведет к давлению в сторону более высоких общих коэффициентов снижения кредитных рейтингов.

Качество эмитента и стабильность рейтинга. Значительное повышение доли облигаций с рейтингом BBB и снижение частоты понижения рейтингов по сравнению с повышениями в последние годы может свидетельствовать о том, что рейтинговые агентства не забывают понижать рейтинг эмитентов на уровне BBB из-за их особого статуса, который находится чуть выше категории неинвестиционного уровня. Вероятность понижения рейтинга на 1 уровень в течение одного года является самой низкой для облигаций с рейтингом BBB-, что также является самой низкой ступенью рейтинга перед переходом к неинвестиционной категории. Это также может отражать то, что компании со статусом BBB уделяют повышенное внимание своим рейтинговым показателям, чтобы поддерживать свой статус рейтинга и расходы по займам. Если бы рейтинговые агентства проявили особую осторожность при переоценке облигаций, которые находятся вблизи границы инвестиционного / неинвестиционного уровня, можно было бы ожидать, что вероятность повышения рейтинга будет самой низкой для категории BB +. Однако для всех трех основных рейтинговых агентств вероятность повышения рейтинга на 1 ступень в течение года является либо самой высокой, либо третьей по величине для эмитентов с рейтингом BB +.

Распродажи и проблемы с финансовой стабильностью. В то время как растущий объем облигаций с рейтингом BBB позволяет инвесторам стремиться к более высокой доходности, их выбор распределения портфеля обычно зависит от нормативных требований и определяется инвестиционными мандатами на основе рейтингов. Учитывая эти ограничения, вместе с концентрацией находящихся в обращении облигаций чуть выше демаркационной линии между инвестиционным и неинвестиционным рейтингом, обширное понижение рейтинга облигаций с рейтингом BBB до статуса неинвестиционного уровня может привести к значительным распродажам, которые в

целом поставят рынки корпоративных облигаций в условиях стресса, что вызывает опасения по поводу финансовой стабильности.

В период с 2008 по 2019 год средний глобальный выпуск ежегодно составлял 1,8 триллиона долларов США, что вдвое превышает среднегодовую сумму в 879 миллиардов долларов США в период с 2000 по 2007 год.

В соответствии с мировой тенденцией, выпуск в странах с развитой экономикой снизился во второй половине 2018 года, что привело к самому низкому годовому выпуску со времен европейского долгового кризиса 2011 года. Однако в 2019 году объем выпуска восстановился, а в странах с развитой экономикой он почти достиг рекорда 2017 года. Эта модель падения и разворота аналогична США и другим странам с развитой экономикой. В более долгосрочной перспективе средний годовой выпуск корпоративных облигаций нефинансовыми компаниями в странах с развитой экономикой вырос на 63% с 808 миллиардов долларов США в период 2000-2007 годов до 1,3 триллионов долларов США в период 2008-2019 годов.

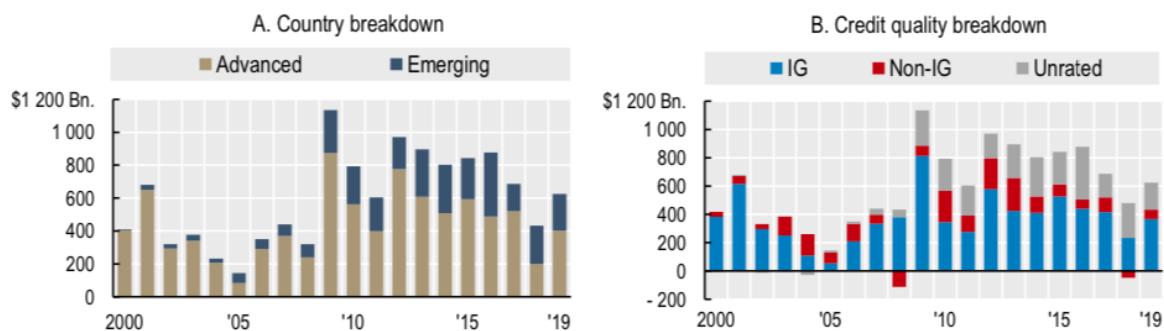
Снижение выпуска корпоративных облигаций во второй половине 2018 года может быть связано с последовательным повышением процентных ставок в сочетании с опасениями инвесторов по поводу замедления роста и менее гибкой денежно-кредитной политики. К концу 2018 года Федеральная резервная система США повысила процентные ставки в девятый раз с декабря 2015 года и уже приступила к осуществлению своей программы очистки баланса.

В августе 2018 года Банк Англии впервые после кризиса повысил процентные ставки, а в декабре 2018 года ЕЦБ прекратил чистые покупки в рамках программы покупки активов (BoE, 2018; ECB, 2018). Однако это изменилось в первый месяц 2019 года, когда и Федеральная резервная система США, и ЕЦБ выразили готовность вновь ввести или скорректировать свои адаптивные стратегии в свете будущих экономических и финансовых условий. Точно так же Банк Англии значительно скорректировал свои прогнозы роста в сторону понижения, что снизило ожидания повышения процентных ставок в будущем. Банк Японии также подтвердил свое намерение поддерживать существующие и крайне низкие уровни процентных ставок в течение длительного периода. Благодаря таким заверениям выпуск корпоративных облигаций быстро восстановился, в результате чего общая сумма за первые шесть месяцев 2019 года превысила аналогичный период 2018 года.

В июле 2019 года Федеральная резервная система США снизила процентные ставки впервые с 2008 года. Еще два снижения ставок последовали в сентябре и октябре. Аналогичным образом, в сентябре 2019 года ЕЦБ снизил процентные ставки и объявил о

своем плане возобновить чистые покупки в рамках своей программы покупки активов с ежемесячным темпом 20 миллиардов евро, начиная с ноября 2019 года. Кроме того, в октябре 2019 года Банк Японии заявил о своей готовности снизить процентные ставки, если это будет сочтено необходимым для достижения целевого показателя инфляции. В ноябре 2019 года Банк Англии последовал его примеру и дал понять, что будет готов скорректировать свою денежно-кредитную политику, чтобы усилить ожидаемое восстановление экономического роста и инфляции. Вследствие этих событий объем выпуска нефинансовых корпоративных облигаций на целый год в 2019 году в странах с развитой экономикой превысил средний постфинансовый уровень до 1,4 триллиона долларов США.

Фактически, в 2018 году чистый выпуск облигаций неинвестиционного уровня был отрицательным впервые с 2008 года. Все изменилось в 2019 году, когда увеличился чистый выпуск как неинвестиционных облигаций, так и облигаций инвестиционного уровня, когда чистая эмиссия компаний в странах с развитой экономикой достигла 401 млрд долларов США. Это более чем вдвое превышает чистую сумму, выпущенную в 2018 году. Чистый выпуск облигаций инвестиционного уровня увеличился с 235 млрд долларов США в 2018 году до 366 млрд долларов США в 2019 году, а выпуск облигаций неинвестиционного уровня изменился с отрицательного на положительный. Однако чистый выпуск компаний в странах с формирующейся рыночной экономикой и компаний без рейтинга оставался низким и сократился по сравнению с 2018 годом. Эта информация представлена на рисунке 3.



Source: OECD Capital Market Series dataset, Thomson Reuters Eikon, see Annex for details.

Рисунок 3 - Чистый выпуск корпоративных облигаций (2019, млрд долл)

Значительный чистый выпуск корпоративных облигаций нефинансовыми компаниями в течение последнего десятилетия привел к рекордному объему корпоративного долга по облигациям. По состоянию на конец 2019 года общая непогашенная сумма корпоративных облигаций, выпущенных нефинансовыми компаниями по всему миру, достигла 13,5 триллиона долларов США. В реальном выражении это более чем вдвое превышает сумму в декабре 2008 года. Из общей суммы

непогашенной задолженности 78% (10,5 триллиона долларов США) приходится на компании из стран с развитой экономикой, а остальные 22% (3 триллиона долларов США) - на компании из развивающихся стран. рынки.

Значительное увеличение объема непогашенных корпоративных облигаций предполагает кумулятивное увеличение обязательств по погашению.

По состоянию на декабрь 2019 года нефинансовым компаниям во всем мире необходимо выплатить или рефинансировать беспрецедентные 1,3 триллиона долларов США в течение одного года, 2,9 триллиона долларов США в течение 2 лет и 4,4 триллиона долларов США в течение 3 лет. Сумма, подлежащая выплате в течение 3 лет, составляет рекордные 32,4% от общей суммы задолженности.

Крупные непогашенные суммы и рекордные требования к погашению - не единственные характеристики, которые отличают сегодняшнюю непогашенную задолженность по корпоративным облигациям от объема предыдущих кредитных циклов. Другие важные различия включают совокупное кредитное качество эмитентов, продолжительность срока погашения и уровень прав держателей облигаций.

Обычным показателем качества эмитента в масштабах всего рынка, который использовался для прогнозирования избыточной доходности корпоративных облигаций, является отношение выпуска облигаций неинвестиционного уровня к общему объему выпуска корпоративных облигаций (Greenwood and Hanson, 2013). Построение этого показателя для рынка нефинансовых корпоративных облигаций показывает, что доля выпусков неинвестиционного уровня ежегодно в период с 2010 по 2017 год оставалась выше 20%. В 2018 году она упала лишь немного ниже 20%, а затем выросла до 25,2% в 2019 году. Это самый длительный период времени с 1980 года, когда доля эмиссии неинвестиционного уровня оставалась такой высокой до значительного снижения ее уровня и последующего увеличения количества дефолтов. Однако, как обсуждалось в Челике и др. (2019), этот широкий показатель качества эмитента отражает только часть истории. Причина в том, что он не принимается во внимание изменения кредитного качества в рамках двух широких категорий облигаций инвестиционного и неинвестиционного уровня, которые часто используются для определения инвестиционной политики, но сами включают облигации с довольно разным кредитным качеством.

Доля облигаций с рейтингом BBB, которые представляют собой облигации самого низкого качества, включенные в категорию инвестиционного уровня, значительно увеличилась. В период 2000-2007 гг. В среднем 38,9% всех выпусков инвестиционного уровня имели рейтинг BBB. За период 2008-2019 гг. их средняя доля в общем объеме

эмиссии увеличилась до 44,6%. С 2017 года на выпуски с рейтингом BBB приходилось более половины всех выпусков инвестиционного уровня, а в 2019 году они составляли 51% в категории неинвестиционного уровня. Сдвиг кредитного качества был в противоположном направлении в сторону увеличения доли облигаций с более высоким рейтингом. Среднегодовая доля облигаций с рейтингом BB в глобальных выпусках неинвестиционного уровня увеличилась с 35,2% в докризисный период до 50,2% в период 2008-2019 гг. и достигла своего максимального значения в 58,7% в 2019 году. Это связано с тем, что некоторые эмитенты ниже BB покинули рынок облигаций и перешли на рынок кредитов с использованием заемных средств.

В то время как инвестиции в облигации с рейтингом BBB позволяют инвесторам увеличить риск и потенциальную доходность, институциональные инвесторы часто связаны или ограничены инвестиционными мандатами, правилами и добровольной политикой владения облигациями, которые включены в категорию инвестиционного класса. При таких ограничениях инвестиционных правил, основанных на рейтингах, обширное понижение рейтинга облигаций с рейтингом BBB до статуса неинвестиционного уровня может привести к значительным распродажам, которые в целом подвергают рынки корпоративных облигаций стрессу. Поэтому важно уделять особое внимание выпуску облигаций с рейтингом BBB и возрастающему значению, которое демаркационная линия между инвестиционным и неинвестиционным уровнями играет для распределения активов институциональных инвесторов и движений на рынке.

После нескольких лет выпуска облигаций с высоким рейтингом BBB в декабре 2019 года объем выпущенных облигаций с рейтингом BBB составил 3,8 триллиона долларов США. Это почти 30% от стоимости всех выпущенных корпоративных облигаций в мире. Их значение также отражается на составе портфеля инвесторов. Арамонте и Эрен (2019) сообщают, что после финансового кризиса доля облигаций BBB в портфелях паевых инвестиционных фондов корпоративных облигаций в США неуклонно росла с примерно 20% в 2010 году до примерно 45% в 2018 году. Аналогичным образом, ЕЦБ ( 2019c) сообщил, что к концу 2018 года облигации с рейтингом BBB представляли значительную и растущую часть нефинансовых корпоративных облигаций небанковских финансовых организаций еврозоны и составляли 40% авуаров страховых корпораций и пенсионных фондов и 35% вложений в инвестиционные фонды по сравнению с 33% и 31% соответственно на конец 2013 года.

Для выполнения обязательств и требований, которые налагаются инвестиционными мандатами, нормативными актами и добровольной политикой, значительное понижение рейтинга с BBB до статуса неинвестиционного уровня может

вынудить многих институциональных инвесторов избавиться от большого количества облигаций. Облигации с рейтингом BBB, исходя из годовой ставки перехода, представленной агентством Moody's за 2009 год (т.е. 6,8%) в качестве прокси, и при условии, что непогашенная сумма средней компании с пониженным рейтингом BBB является репрезентативной для средней компании с рейтингом BBB можно ожидать, что в течение одного года рейтинг будет понижен до неинвестиционного уровня в 261 млрд долларов США в случае значительного экономического спада. Если также принять во внимание корпоративные облигации, выпущенные финансовыми компаниями, количество так называемых «падших ангелов» увеличится примерно до 500 миллиардов долларов США. Этот приток на рынок неинвестиционного уровня может увеличиться по мере увеличения временного горизонта для возможного понижения.

С учетом значительных изменений внутрикатегорийного качества и критической важности демаркационной линии между категориями инвестиционного и неинвестиционного уровней, создается «глобальный индекс рейтинга корпоративных облигаций», который обеспечивает более точную оценку общего рейтинга качества облигаций.

Крупный выпуск облигаций с рейтингом BBB, облигаций неинвестиционного уровня и облигаций корпораций с формирующимся рынком с 2008 года привел к ситуации, когда облигации с более низким кредитным качеством стали доминировать в общемировом выпуске акций. Облигации неинвестиционного уровня вместе с нерейтинговыми облигациями, выпущенными компаниями из стран с развитой экономикой, и корпоративными облигациями, выпущенными компаниями из стран с развивающейся экономикой, составляют 45% всех находящихся в обращении нефинансовых корпоративных облигаций во всем мире. Облигации с самым низким рейтингом в категории инвестиционного уровня, облигации с рейтингом BBB, выпущенные компаниями из стран с развитой экономикой, составляют еще 25%. Другими словами, только 30% мировых выпущенных корпоративных облигаций имеют рейтинг А или выше и выпущены компаниями из стран с развитой экономикой.

Для эмитентов с формирующимся рынком, а также для облигаций неинвестиционного уровня и облигаций без рейтинга, выпущенных компаниями с развитых рынков, доля непогашенной суммы, подлежащая погашению в течение следующих 3 лет, значительно выше, чем доля облигаций инвестиционного уровня, выпущенных компаниями из стран с развитой экономикой. В совокупности сумма этих облигаций, подлежащих погашению или рефинансированию в течение следующих трех

лет, составляет 2,5 триллиона долларов США, что эквивалентно 41% от их общей непогашенной суммы.

Помимо более высоких требований к выплате, с которыми сталкиваются эмитенты облигаций неинвестиционного уровня, колебания в суммах, которые они выпускают, также значительно выше, чем колебания, наблюдаемые при выпуске облигаций инвестиционного уровня. В то время как общий объем выпуска облигаций инвестиционного уровня с 2014 года оставался стабильным на уровне около 1 триллиона долларов США в год, общий объем выпуска облигаций неинвестиционного уровня колебался от 200 до 450 миллиардов долларов США. Эти более высокие колебания в выпуске неинвестиционных категорий также отражаются на ежемесячной основе. В то время как ежемесячное абсолютное изменение выпуска с инвестиционным рейтингом превышало 5% только в течение 4 месяцев в период с 2014 по 2019 год, то же самое произошло в течение 26 месяцев для выпуска с неинвестиционным рейтингом.

Существует четыре отчетливых периода роста и снижения эмиссии неинвестиционного уровня. Первый период снижения пришелся на период с начала 2015 года до середины 2016 года, в частности, в первые четыре месяца 2016 года со средним ежемесячным снижением на 10%. Это совпало с периодом, когда Федеральная резервная система США в ответ на улучшение экономической активности начала нормализовать свою денежно-кредитную политику. Федеральная резервная система США начала серию повышений процентных ставок в декабре 2015 года. В последующие 12 месяцев с середины 2016 года до середины 2017 года наблюдалась сильная тенденция к росту с ежемесячным увеличением выпуска неинвестиционного уровня до 15%. Опасения по поводу неопределенности экономических перспектив центральные банки выразили в середине 2016 года (ECB, 2016a; Yellen, 2016), после чего последовало снижение долгосрочных ожидаемых процентных ставок. Как обсуждалось выше, процентные ставки выросли в 2018 году в сочетании с опасениями инвесторов по поводу замедления роста и постепенного уменьшения поддержки экономики со стороны крупных центральных банков. Важным событием в этот период стал запуск программы нормализации баланса Федеральной резервной системы США, которая позволила бы постепенно и предсказуемо сократить ее авуары в ценных бумагах в октябре 2017 года. В этом третьем периоде в течение 12 месяцев подряд наблюдалось снижение неинвестиционных вложений и закончилась в начале 2019 года. Именно тогда и ФРС США, и ЕЦБ выразили готовность вновь ввести или скорректировать свои адаптивные стратегии в свете будущих экономических и финансовых условий. Благодаря таким заверениям, выпуск неинвестиционного уровня увеличился в течение 2019 года. Примечательно, что на

протяжении всех четырех периодов изменения в среде денежно-кредитной политики были связаны с более выраженной реакцией на рынке первичного неинвестиционного уровня по сравнению с рынком первичного инвестиционного уровня.

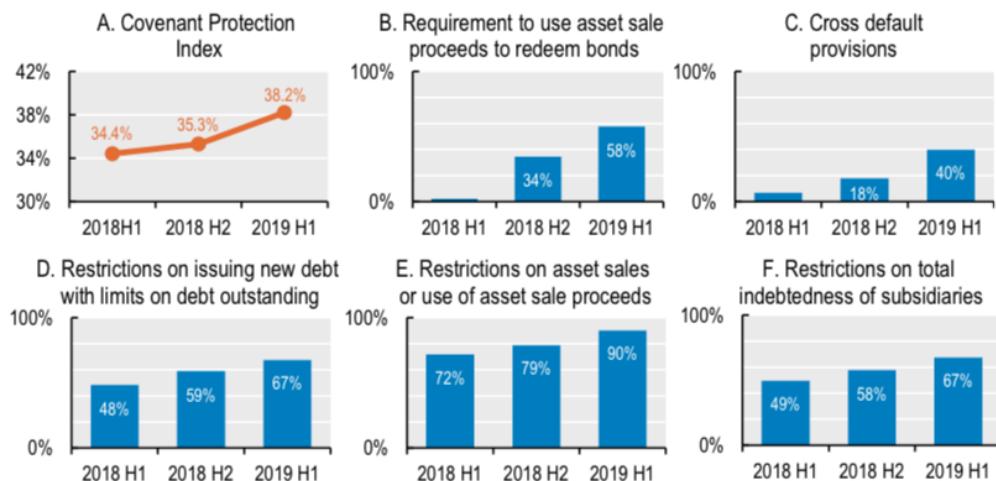
Также существует отрицательная корреляция между качеством кредита и волатильностью цен на облигации. Чем ниже рейтинг (чем выше кредитный риск), тем выше волатильность цен (Bao et al., 2015). Во всем мире наблюдается явная тенденция к снижению общего кредитного качества. Это произошло не только из-за увеличения выпуска облигаций неинвестиционного уровня, но и из-за того, что относительная доля облигаций с рейтингом BBB увеличилась за счет облигаций с рейтингом AA или выше.

Еще одна важная особенность, касающаяся долгосрочных изменений объема выпущенных корпоративных облигаций, - это положительная взаимосвязь между сроком погашения облигаций и чувствительностью к цене. Более длительные сроки погашения обычно связаны с более высокой чувствительностью цены к изменениям процентных ставок. Для облигаций инвестиционного уровня средние годы до погашения на дату выпуска значительно увеличились за последние два десятилетия. По сравнению с 9,4 годами в начале 2000-х годов средний срок погашения за последние пять лет увеличился до 12,4 года. В 2019 году средний срок погашения всех трех категорий облигаций инвестиционного уровня составлял около 13 лет. Растущее снижение качества рейтингов и увеличение сроков погашения - это факторы, которые сделали рынки корпоративных облигаций более чувствительными к любым будущим изменениям процентных ставок и других условий денежно-кредитной политики.

Значительное увеличение выпуска корпоративных облигаций нефинансовыми компаниями в сочетании с продолжительным снижением общего кредитного качества облигаций и более длительными сроками погашения согласуется с повышенным уровнем риска инвесторами, которые ищут доход в условиях низких процентных ставок. Еще одним признаком такого изменения настроений инвесторов является снижение ковенантного качества облигаций неинвестиционного уровня. Ковенанты - это пункты в контракте на облигации, которые предназначены для защиты держателей облигаций от действий, которые эмитенты облигаций могут предпринять за их счет. Согласие на более слабые ковенанты обычно означает увеличение прибыли для инвесторов в облигации, поскольку они отказываются от собственной защиты и поэтому могут быть привлекательными, особенно в условиях низких процентных ставок.

Более пристальный взгляд на события за последние два года показывает, что индекс защиты для облигаций неинвестиционного уровня достиг самого высокого уровня с 2008 года в первой половине 2019 года. На рисунке 4 показаны тенденции в отношении

включения пяти различных ковенантов, которые испытали самый высокий рост за этот период.



Source: Mergent FISD, authors' calculations, see Annex for details.

Рисунок 4 - Последние изменения в индексе защиты ковенантов и частота соблюдения отдельных ковенантов в облигациях неинвестиционного класса

Два из этих пяти условий связаны с ограничением продажи активов и / или использования доходов от продажи активов, а два связаны с ограничением выпуска новых долговых обязательств эмитентом или задолженности его дочерних компаний.

Последним условием, показанным на панели С, являются положения о перекрестном неисполнении обязательств, которые вызывают дефолт, когда любой другой долг эмитента переходит в состояние дефолта. Хотя еще слишком рано делать выводы о том, указывают ли эти последние изменения на изменение долгосрочной тенденции ослабления прав держателей облигаций, они все же указывают на повышенное внимание инвесторов к общему уровню долга эмитентов корпоративных облигаций.

Поддержание низких процентных ставок с целью поддержки восстановления экономики в посткризисный период также побудило институциональных инвесторов искать доходность в более рискованных частях рынка корпоративных облигаций, чтобы достичь своих целевых показателей доходности. Наблюдаемое снижение среднего качества эмитентов, увеличение средних сроков погашения и ухудшение ковенантной защиты облигаций неинвестиционного уровня в посткризисную эпоху указывает на период повышенного аппетита к риску среди инвесторов, смещающего условия кредитования в пользу эмитентов. Трехкратное изменение качества эмитента, условия денежно-кредитной политики и увеличение объемов корпоративных облигаций, подлежащих погашению в среднесрочной перспективе, теперь представляют собой один из факторов, которые необходимо учитывать при оценке различных сценариев финансового рынка и определении денежно-кредитной политики.

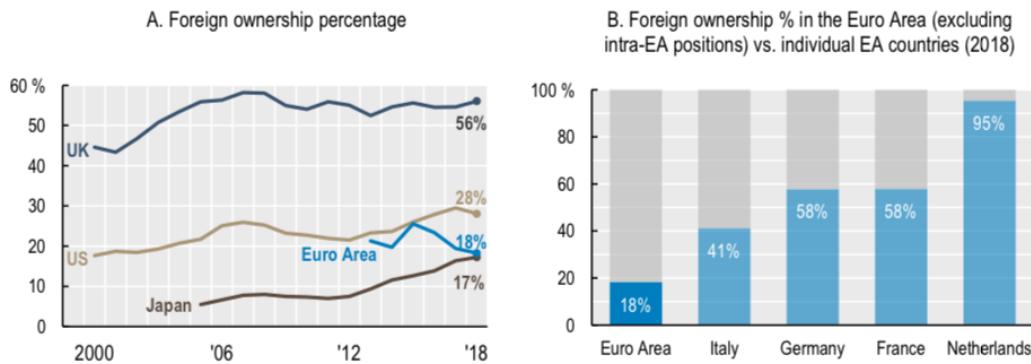
Увеличение выпуска корпоративных облигаций и изменение характера находящихся в обращении корпоративных облигаций в течение последних десятилетий сопровождалось изменениями в базе инвесторов и появлением новых инвестиционных инструментов. При анализе динамики и будущего направления рынка корпоративных облигаций важно понимать системные эффекты этих изменений и соответствующих правил финансового рынка. В этой части исследуются изменения в базе инвесторов за последние два десятилетия и то, как инвестиционная практика вместе с нормативно-правовой базой может повлиять на поведение и инвестиционные модели инвесторов в корпоративные облигации.

Информацию о различных категориях инвесторов, владеющих корпоративными облигациями, можно получить из данных национальных финансовых счетов, публикуемых центральными банками или статистическими учреждениями. Эти национальные данные обычно охватывают прямых владельцев корпоративных облигаций, выпущенных компаниями-резидентами страны. Одним из недостатков является то, что страны не могут определить различные категории инвесторов среди владельцев иностранных облигаций. Вместо этого иностранная собственность указывается как одно совокупное число. Таким образом, степень, в которой эта практика отчетности влияет на способность идентифицировать распределение собственности по корпоративным облигациям между различными категориями инвесторов в данной стране, пропорциональна уровню иностранной собственности в этой стране.

В качестве иллюстрации, панель А на рисунке 5 показывает долю иностранного владения в непогашенной сумме корпоративных облигаций, выпущенных корпоративными резидентами Великобритании, США, зоны евро и Японии. В Японии он увеличился с 5,5% в 2005 году до 17,2% в 2018 году, а в США с 17,7% в 2000 году до 28,1% в 2018 году. В Великобритании, где исторически была самая высокая доля владения иностранными облигациями, он увеличился с 44,6% в 2000 году до 56,1% в 2018 году. Как следствие, данные по Великобритании позволяют идентифицировать конкретные категории инвесторов в облигации только для оставшихся 43,9% непогашенной суммы корпоративных облигаций, выпущенных корпорациями Великобритании. Однако для Японии, зоны евро и США от 72% до 83% держателей облигаций можно определить на более детальном уровне.

На панели В на рисунке 5 показано сравнение иностранной собственности в зоне евро в целом, а также отдельных стран зоны евро на конец 2018 года. Иностранная собственность для зоны евро рассчитывается путем сначала агрегирования национальных данных, а затем исключения перекрестных пограничных позиций между странами

еврозоны в зависимости от того, что указывается как иностранная собственность в отдельных национальных финансовых счетах. Это означает, что вложения резидентов Италии в корпоративные облигации немецких компаний не отражаются в данных по зоне евро как иностранная собственность. Поскольку европейские страны имеют значительные суммы перекрестных владений друг с другом, отдельные европейские страны сообщают о высокой доле иностранного владения корпоративными облигациями, в то время как показатель зоны евро остается сравнительно низким. Среди выбранных стран Нидерланды имеют самую высокую долю иностранной собственности (95%), за ними следуют Германия и Франция (обе по 58%) и Италия (41%). Напротив, совокупный показатель зоны евро составляет всего 18%. Поскольку данные по зоне евро позволяют идентифицировать отдельные категории владельцев 82% непогашенного объема корпоративных облигаций, в центре внимания остается зона евро, а не отдельные страны зоны евро.



Source: Authors' calculations based on national financial accounts data released by the ECB Statistical Data Warehouse, the UK Office for National Statistics, the Bank of Japan and the US Federal Reserve, see Annex for details.

Рисунок 5 - Доля иностранной собственности в размещенных корпоративных облигациях, выпущенных компаниями в различных регионах

Когда дело доходит до классификации разных категорий, между странами есть некоторые различия. В целях обеспечения широкой сопоставимости между странами и соответствия международно признанным стандартам классификации секторов определены следующие категории инвесторов:

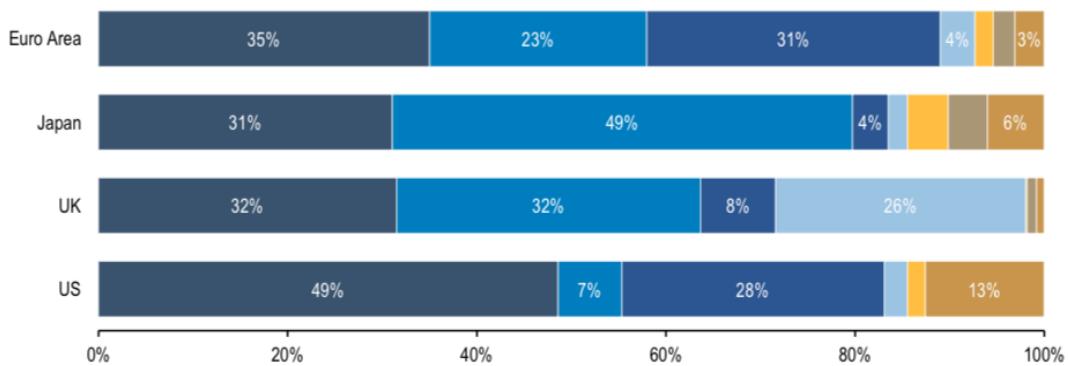
- Финансовый сектор;
- Денежно-финансовые учреждения (МФО): центральные банки, фонды денежного рынка, депозитные корпорации;
- Страховые корпорации и пенсионные фонды (включая государственные пенсионные фонды);
- Инвестиционные фонды: все схемы коллективного инвестирования, такие как открытые и закрытые инвестиционные фонды (включая биржевые фонды), недвижимость

- инвестиционные фонды, фонды фондов, хедж-фонды;
- Другие финансовые учреждения: вспомогательные финансовые учреждения, кэптивные финансовые учреждения и ростовщики, другие финансовые посредники, кроме страховых корпораций и пенсионных фондов;
- Нефинансовый сектор;
- Домашний сектор: домашние хозяйства и некоммерческие организации, обслуживающие домашние хозяйства (НКОДХ).
- Сектор государственного управления: центральные, региональные и местные органы власти;
- Нефинансовые корпорации.

На Рисунке 6 представлена разбивка внутреннего владения корпоративными облигациями на 7 различных категорий для зоны евро, Японии, Великобритании и США соответственно. Категории, заштрихованные синим цветом, обозначают категории инвесторов в финансовом секторе, а желтые - затененные категории обозначают инвесторов нефинансового сектора. Во всех четырех регионах категории финансового сектора имеют подавляющее доминирование. Финансовые инвесторы владеют 86% непогашенного объема корпоративных облигаций в США и Японии, 93% в зоне евро и 98% в Великобритании.

Среди финансовых инвесторов значительную роль играют страховые компании и пенсионные фонды, владеющие более 30% выпущенных корпоративных облигаций во всех регионах. В США им принадлежит почти половина непогашенной суммы. Денежно-финансовые учреждения также являются крупными инвесторами в корпоративные облигации, за исключением США. На них приходится 23% внутренних облигаций в зоне евро, 49% в Японии, 32% в Великобритании и 7% в США. Инвестиционным фондам принадлежит значительная часть корпоративных облигаций в зоне евро (31%) и США (28%), но менее 8% в Великобритании и Японии.

Нефинансовый корпоративный сектор и холдинги сектора государственного управления остаются скромными во всех областях. Аналогичным образом, только в США доля сектора домашних хозяйств превышает 10%, что отражает тот факт, что классификация Федеральной резервной системы США включает внутренние хедж-фонды в секторе домашних хозяйств.



Source: Authors' calculations based on national financial accounts data released by the ECB Statistical Data Warehouse, the UK Office for National Statistics, the Bank of Japan and the US Federal Reserve, see Annex for details.

Рисунок 6 - Распределение внутренней собственности на выпущенные резидентами корпоративные облигации в обращении

Денежно-финансовые институты (МФО), в которые входят банки, центральные банки и фонды денежного рынка, после финансового кризиса снизили свою долю собственности на рынке корпоративных облигаций в США и Великобритании. В обеих странах они также снизили абсолютный объем корпоративных облигаций. Правило Волкера, которое является частью Закона Додда-Фрэнка о реформе Уолл-стрит и защите прав потребителей, вероятно, сыграло роль в сокращении объема облигаций американских банков. Правило Волкера позволяет банкам облегчать клиентские сделки в качестве маркет-мейкеров, но запрещает банкам торговать ценными бумагами на своих собственных счетах и делать спекулятивные ставки. Хотя банки были обязаны полностью соблюдать правило Волкера только к июлю 2015 года, вполне вероятно, что они предприняли шаги по корректировке своей деятельности и балансов в ожидании этого правила, которое было первоначально выпущено в 2010 году.

В отличие от США и Великобритании, МФО в зоне евро и Японии увеличили свою долю владения на рынке корпоративных облигаций. Фактором, способствующим этому увеличению, является то, что как ЕЦБ, так и Банк Японии в рамках своей денежно-кредитной политики вышли на внутренний рынок корпоративных облигаций в качестве инвесторов.

Европейский центральный банк (ЕЦБ) начал покупать корпоративные облигации в июне 2016 года в рамках своей «Программы закупок для корпоративного сектора» (CSPP). В рамках этой программы отдельные центральные банки ЕС могут приобретать облигации инвестиционного уровня, номинированные в евро, выпущенные небанковскими корпорациями, учрежденными в зоне евро (ECB, 2016b). В случае, если корпоративная облигация теряет свою правомочность после покупки, например из-за понижения

рейтинга до неинвестиционного уровня центральные банки могут сделать выбор, но не обязаны продавать облигацию (ECB, 2019d). Чистые закупки в рамках CSPP закончились в декабре 2018 года. Однако ЕЦБ выразил намерение полностью реинвестировать основные платежи, которые они получили от облигаций с погашением в течение длительного периода времени (ECB, 2018).

Подобно своим японским и европейским аналогам, Банк Англии (BoE) также участвовал в программе покупки корпоративных облигаций, хотя и на более короткий период и с меньшим выделенным бюджетом. Закупки в рамках «Схемы покупки корпоративных облигаций» (CBPS) Банка Англии начались в сентябре 2016 года и прекратились в апреле 2017 года, когда была достигнута цель в 10 миллиардов фунтов стерлингов. Банк Англии установил, что соответствующие корпоративные облигации должны быть выпущены компаниями, которые вносят существенный вклад в экономику Великобритании, быть деноминированы в фунтах стерлингов и иметь инвестиционный рейтинг (Банк Англии, 2016 и 2017 годы). Банк Англии решил реинвестировать денежные средства, полученные от облигаций с погашением в рамках CBPS, при этом первая операция по реинвестированию состоится в сентябре 2019 года (BoE, 2019c). По состоянию на конец 2019 года объем корпоративных облигаций Банка Англии составляет 9,85 миллиарда фунтов стерлингов (12,91 доллара США) (Банк Англии, 2020).

Одним из общих критериев приемлемости, который принимают Банк Японии, ЕЦБ и Банк Англии, является требование о том, чтобы корпоративные облигации имели рейтинг инвестиционного уровня. Такое ограничение инвестиционной сферы облигациями инвестиционного уровня обычно не является жестким ограничением для депозитных учреждений, кроме центральных банков. Однако непосредственная связь между качеством облигаций, которые они держат, и требованиями к достаточности капитала по-прежнему делает их инвестиционный выбор чувствительным к рейтингам облигаций. Особое значение имеет различие между облигациями с рейтингом инвестиционного уровня и облигациями с рейтингом неинвестиционного уровня.

Система достаточности капитала Базель II была пересмотрена после финансового кризиса с целью сделать банки и банковскую систему более устойчивыми к возможным будущим потрясениям. Первоначальная версия концепции Базель III была согласована членами Базельского комитета по банковскому надзору (BCBS) и выпущена в декабре 2010 года. После нескольких пересмотров и консультаций с отраслью и другими заинтересованными сторонами в декабре 2017 года структура была завершена и включала некоторые корректировки в отношении требований к капиталу для держания корпоративных облигаций. Регламент о требованиях к капиталу (CRR), который

представляет собой директиву ЕС, реализующую стандарты Базеля III в Европейском союзе, был опубликован в июне 2013 года и вступил в силу с 1 января 2014 года.

Регламент о требованиях к капиталу (CRR), который представляет собой директиву ЕС, реализующую стандарты Базеля III в Европейском союзе, был опубликован в июне 2013 года и вступил в силу с 1 января 2014 года.

Хотя стандарты Базеля III в принципе разработаны для банков, действующих на международном уровне, в большинстве стран они применяются к более широкому кругу банков. В недавнем опросе из 100 юрисдикций, не входящих в BCBS, было обнаружено, что все 100 приняли некоторую итерацию Базельских правил для банков, работающих в их юрисдикциях, включая банки, не работающие на международном уровне (Hohl et al., 2018).

Учитывая его широкое применение во всем мире, уровень капитала, необходимый Базельской системе для хранения корпоративных облигаций, весьма вероятно, повлияет на структуру владения корпоративными облигациями банками.

#### Страховые компании и пенсионные фонды.

Страховые компании и пенсионные фонды традиционно были доминирующими инвесторами на рынке корпоративных облигаций во всех четырех регионах. В США их относительная доля в холдингах корпоративных облигаций уменьшалась до финансового кризиса 2008 года, поскольку важность других типов инвесторов, включая МФО, увеличивалась. После кризиса их доля в холдингах неуклонно увеличивалась и сейчас вернулась почти к 50%. В зоне евро страховые компании и пенсионные фонды также были крупнейшими держателями корпоративных облигаций каждый год, по которым имеются данные. В 2013 году на их долю приходилось 39% рынка, но к концу 2018 года они немного снизились до 35% из-за увеличения вложений МФО. Однако в Великобритании и Японии страховые компании и пенсионные фонды потеряли лидирующие позиции на рынке корпоративных облигаций в пользу МФО после финансового кризиса, но они по-прежнему владеют 32% и 31% непогашенной суммы корпоративных облигаций соответственно.

Поскольку страховые компании (особенно по страхованию жизни) и пенсионные фонды обычно имеют долгосрочные обязательства перед своими клиентами, долгосрочные долговые ценные бумаги, как правило, хорошо подходят для соответствия структуре их обязательств. Однако из-за различного рода количественных нормативных ограничений они не обладают полной гибкостью в выборе инвестиций. Существует два принципиально разных типа количественного регулирования инвестиций, которые влияют на их вложения. Во-первых, режимы капитала, основанные на оценке риска, которые

влияют на состав их портфеля, предписывая более высокие затраты на капитал для активов с более высоким уровнем риска. Во-вторых, количественные лимиты инвестиций, которые влияют на состав их портфелей через заранее определенные лимиты на определенные типы инвестиций.

Принятие для страховых компаний режимов капитала, основанного на оценке риска, в целом привело к переходу к рыночным и скорректированным с учетом рыночных факторов оценкам активов и обязательств. В случае экономического спада стоимость активов обычно снижается, в то время как стоимость обязательств обычно остается неизменной или снижается меньше, чем стоимость активов. Если эта разница приводит к тому, что коэффициент платежеспособности, основанный на оценке риска, приближается к минимально необходимому коэффициенту или падает ниже него, страховая компания должна снизить риск, переключившись на менее рискованные активы. Это может привести к довольно быстрой продаже (так называемая распродажа) более рискованных активов, требующих более высоких капитальных затрат (OECD, 2015). Ellul et al. (2011) исследуют такие случаи продажи корпоративных облигаций с пониженным рейтингом, которые были вызваны регуляторными ограничениями для страховых компаний. Основываясь на наборе данных из 1179 корпоративных облигаций, рейтинг которых был понижен до неинвестиционного уровня, авторы пришли к выводу, что страховые компании, которые имеют меньшую способность к риску и поэтому относительно более ограничены регулированием, чем другие учреждения, с большей вероятностью немедленно продадут свои пакеты акций. Они также пришли к выводу, что их принудительная продажа облигаций с пониженным рейтингом привела к падению цен на облигации ниже фундаментальных значений. Цены полностью вернулись только через 35 недель после события понижения. Вполне вероятно, что этот продолжительный период недооценки зависит от сложности поиска покупателей на рынке, где многие крупные потенциальные покупатели также связаны различными типами ограничений, такими как требования к капиталу, основанные на риске, количественные нормативные ограничения, самоопределение инвестиционная политика или инвестиционные мандаты (Duffie et al., 2007).

Чтобы установить и проверить различные риски, которые учреждения и регулирующие органы должны отслеживать в рамках режима, основанного на оценке рисков, участники рынка и регулирующие органы в равной степени полагаются на внешние рейтинги рейтинговых агентств. В отчете ESMA, в котором изучалась степень, в которой нормативные акты ЕС полагались на внешние кредитные рейтинговые агентства, сделан вывод о том, что они играют важную роль при применении концепции Solvency II

на практике. Важно отметить, что они используются для оценки риска контрагента, рыночного риска, риска распространения и риска концентрации для страховых и перестраховочных компаний, которые применяют Стандартный подход к платежеспособности II (ESMA, 2015). Аналогичным образом, в США, согласно руководящим принципам Национальной ассоциации комиссаров по страхованию (NAIC), требования к капиталу для страховых компаний значительно повышаются, когда качество ценных бумаг, которыми они владеют, по оценке рейтинговых агентств, снижается. При переходе от категории с самым низким инвестиционным рейтингом (BBB) к категории с самым высоким неинвестиционным рейтингом (BB) отчисления на капитал за кредитный риск возрастают в 3,5 раза (Becker, Ivashina, 2015).

В связи с переходом к требованиям к капиталу, основанным на оценке риска, использование других количественных лимитов для страховых компаний становится менее распространенным. Однако некоторые страны устанавливают заранее определенные количественные ограничения на долю долга неинвестиционного уровня, в то время как другие определяют минимально приемлемый кредитный рейтинг. Чили, например, ограничивает подверженность долговым ценным бумагам без рейтинга или неинвестиционного уровня потолком в 5% (OECD, 2015). Аналогичным образом, в США, хотя в целом и не являются обязательными, руководящие принципы NAIC устанавливают ограничение в 20% для всех облигаций неинвестиционного уровня в качестве процента от портфеля.

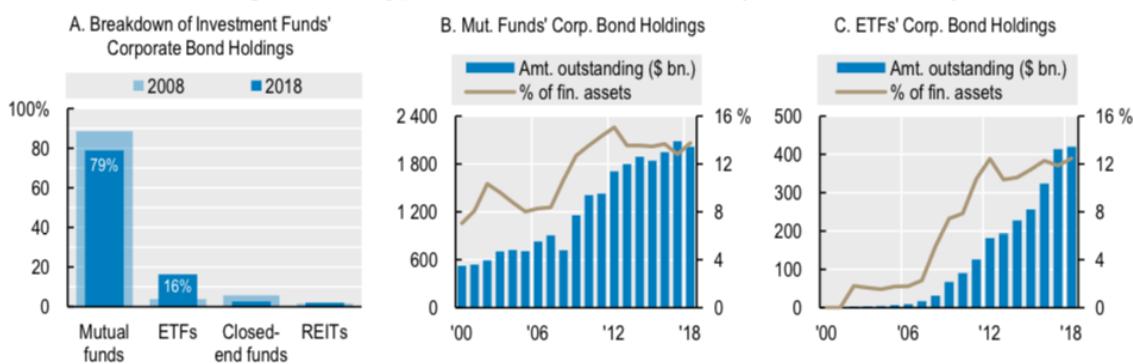
Хотя правила требований к капиталу, основанные на риске, не распространены в регулировании пенсионных фондов, во многих странах по-прежнему устанавливаются различные типы количественных лимитов инвестиций для пенсионных фондов. (ОЭСР, 2015; ОЭСР, 2018). Одним из примеров является нормативный лимит на иностранные инвестиции. В некоторых странах (например, в Индии и Египте) пенсионным фондам полностью запрещено инвестировать за границу, в то время как в некоторых других странах (например, Финляндия, Исландия, Люксембург, Мексика, Норвегия, Португалия) ограничиваются иностранные инвестиции в странах, которые считаются «неприемлемыми». Некоторые нормативные ограничения для пенсионных фондов относятся конкретно к инвестициям в корпоративные облигации. Пенсионным фондам в Греции, например, не разрешается инвестировать более 70% своих активов в корпоративные облигации, а для пенсионных фондов в Турции и Польше существует ограничение в 40%. В Венгрии лимит составляет 10%. В некоторых других странах, таких как Чехия, Корея, Мексика и Пакистан, действуют рейтинговые правила, в которых облигации неинвестиционного уровня часто запрещены или подлежат более строгим

ограничениям, чем облигации с более высоким рейтингом. Другой тип ограничений - это ограничения, основанные на ликвидности инструментов. Такие ограничения особенно актуальны для владений корпоративными облигациями, особенно для владений облигациями неинвестиционного уровня, из-за присущей им неликвидности.

### Инвестиционные фонды.

Инвестиционные фонды с 2008 года увеличили свою долю владения корпоративными облигациями во всех 4 регионах. В Японии и Великобритании их доля в собственности увеличилась с относительно низких уровней на 2,4 и 3,7 процентных пункта соответственно за последнее десятилетие. Инвестиционные фонды США увеличили свою долю владения с 9,9% в 2008 году до 27,7% в 2018 году. Инвестиционные фонды являются крупными владельцами корпоративных облигаций также в зоне евро, которым принадлежит более четверти выпущенных в 2018 году акций корпоративных облигаций. Инвестиционные фонды в Великобритании и Японии владели соответственно 7,9% и 3,8% внутренних выпущенных корпоративных облигаций.

На рисунке 7 ниже представлена разбивка по различным типам инвестиционных фондов для США, где доступны эти данные. Согласно статистике США, инвестиционные фонды включают паевые инвестиционные фонды, фонды закрытого типа, биржевые фонды (ETF) и инвестиционные фонды недвижимости (REIT). Панель А на Рисунке 7 представляет относительную важность этих различных типов инвестиционных фондов. В то время как закрытые фонды и REIT имели ограниченные объемы корпоративных облигаций как в 2008, так и в 2018 году, вложения ETF значительно увеличились с 3,9% до 16,4% за счет, безусловно, крупнейшего держателя, паевых инвестиционных фондов, который снизился с 88,6% до 78,8%.



Source: Financial Accounts of the United States.

Рисунок 7 - Разбивка холдингов корпоративных облигаций между различными типами инвестиционных фондов США (2018, млрд долл)

Согласно панели В на рисунке 7, стоимость владений корпоративных облигаций взаимными фондами почти утроилась с 720 миллиардов долларов США в 2008 году до немногим более 2 триллионов долларов США в 2018 году. активы увеличились с 10,7% до 13,7%. Если говорить о более низком абсолютном уровне, то запасы ETF претерпели еще большие изменения. Панель С рисунка 7 показывает, что объем корпоративных облигаций ETF увеличился в 13 раз с 32 миллиардов долларов США в 2008 году до 420 миллиардов долларов США в 2018 году. Это означает, что корпоративные облигации в настоящее время составляют около 12% активов, находящихся под управлением американских ETF11.

Увеличение присутствия ETF на рынке корпоративных облигаций, вероятно, увеличит преобладание пассивных инвестиционных стратегий на рынке корпоративных облигаций. Пассивно управляемые фонды, вероятно, будут привлекательными, особенно в условиях низких процентных ставок, таких как период после финансового кризиса, поскольку они связаны с более низкими коэффициентами расходов по сравнению с активно управляемыми фондами. Среди 100 крупнейших ETF, котирующихся в США, по размеру активов под управлением (AUM), 24 относятся к облигационным ETF.12 Только один из этих 24 ETF находится в активном управлении, а остальные 23 отслеживают индекс. Два крупнейших облигационных фонда ETF, которые вместе управляют активами на 105 миллиардов долларов США, отслеживают один и тот же индекс - Barclays Capital US Aggregate Bond Index, который включает в себя спектр ценных бумаг с фиксированным доходом инвестиционного уровня, включая корпоративные облигации США. Кроме того, всеми 23 крупными пассивными ETF управляют 3 управляющих активами, а именно BlackRock, Vanguard и State Street.

Опять же, различие между облигациями инвестиционного и неинвестиционного уровня имеет тенденцию быть важным для облигационных ETF. 13 из 24 крупнейших облигационных фондов инвестируют в корпоративные облигации, а 10 из этих 13 ETF инвестируют исключительно в облигации инвестиционного уровня. Двое из них инвестируют только в облигации неинвестиционного уровня. Оставшийся 1 ETF, которым также активно управляют, заявляет, что он в первую очередь ориентирован на облигации инвестиционного уровня. Следовательно, даже активно управляемый ETF следует правилу инвестирования, основанному на кредитном качестве облигации. Такая пассивная зависимость от индексов при принятии инвестиционных решений также наблюдается на рынке государственных облигаций, где включение той или иной ценной бумаги в широко отслеживаемый индекс обычно имеет решающее влияние на распределение активов. Например, ожидается, что включение 363 облигаций китайского правительства и

политических банков в индекс Bloomberg Barclays Global Aggregate в апреле 2019 года направит 2 триллиона долларов США на приток средств на оншорный рынок долговых обязательств Китая в течение 20-месячного периода поэтапного включения (Lockett, 2019).

Увеличение доли владения корпоративными облигациями инвестиционными фондами вызвало некоторую обеспокоенность на рынке. Одна из них - это степень, в которой экономический спад приведет к распродажам, которые могут дестабилизировать рынок и вызвать дальнейшие негативные последствия для реальной экономики. Этот сценарий может усугубляться неликвидностью, присущей рынку корпоративных облигаций, на котором бывает трудно найти покупателей, особенно во время рыночных бедствий. Такое потенциальное несоответствие между требованиями к ликвидности инвестиционных фондов (из-за ежедневного обещания погашения) и неликвидностью их активов, включая корпоративные облигации, рассматривается Советом по финансовой стабильности как структурная уязвимость (FSB, 2017). Это несоответствие, вероятно, создаст преимущество первоходца в решении инвесторов выкупить свои активы. Действительно, Goldstein et al. (2017) обнаружили, что отток паевых инвестиционных фондов корпоративных облигаций более чувствителен к плохой работе, чем их приток - к хорошей. Более того, чувствительность оттока к плохой работе выше, когда у фонда больше неликвидных активов и во времена общей неликвидности рынка.

Эта потенциальная структурная уязвимость, возникающая из-за несоответствия ликвидности инвестиционных фондов, в последнее время стала основным предметом обсуждения надзорных и регулирующих органов. СФС также выпустил рекомендации по устранению структурных уязвимостей, связанных с деятельностью по управлению активами в 2017 году (СФС, 2017). Некоторые учреждения, включая Управление по финансовому регулированию и надзору Великобритании, Французский AMF и Гонконгская комиссия по ценным бумагам и фьючерсам, обновили свою нормативно-правовую базу или инструкции, касающиеся управления риском ликвидности инвестиционных фондов. По запросу СФС IOSCO опубликовала рекомендации по управлению риском ликвидности для схем коллективного инвестирования, подробно описывая, как можно добиться эффективного процесса управления риском ликвидности (IOSCO, 2018).

Другие финансовые учреждения.

Доля «других финансовых институтов» в общем внутреннем владении корпоративными облигациями оставалась ограниченной в Японии и зоне евро, где она никогда не превышала 6%. Однако в Великобритании их доля увеличилась с 16% в 2007

году до 25% в 2008 году и после этого оставалась примерно на этом уровне. В США доля других финансовых институтов постепенно снижалась с 15% в 2007 году до 2% в 2018 году.

В течение первых двух лет с апреля 2013 года по апрель 2015 года позиции инвестиционного уровня в среднем составляли 11,1 миллиарда долларов США. С тех пор средний размер позиций составил 6,3 миллиарда долларов США. Аналогичным образом, в то время как позиции корпоративных облигаций неинвестиционного уровня составляли в среднем 6,5 млрд долларов США в предыдущий период, они составляли в среднем 2,0 млрд долларов США в период после апреля 2015 года. Снижение позиций по облигациям неинвестиционного уровня (69%) было пропорционально большим по сравнению с этим на позициях инвестиционного уровня (43%). И следует отметить, что это резкое снижение произошло в период, когда выпуск корпоративных облигаций и сумма непогашенной задолженности росли рекордными темпами. Кроме того, в 2019 году чистые позиции стали отрицательными до уровней, которые никогда не наблюдались.

В отличие от фондового рынка, вторичный рынок корпоративных облигаций традиционно являлся внебиржевым рынком, на котором большинство сделок проходит при посредничестве дилеров. Хотя в последние годы наблюдается переход к электронным торговым платформам, которые делают возможным прямое сопоставление покупателей и продавцов, большая зависимость от дилеров сохраняется. Утверждается, что резкое сокращение запасов корпоративных облигаций дилеров является совокупным результатом новых правил, таких как Базель III и Правило Волкера, а также более низкой терпимости к риску среди дилеров. Еще предстоит увидеть, вмешаются ли дилеры, чтобы облегчить торговлю и эффективно компенсировать дисбаланс между спросом и предложением во время рыночной турбулентности, которая может быть вызвана пожарами продаж из-за значительного понижения рейтингов и / или крупных выплат инвестиционных фондов.

С юридической точки зрения процесс первичного публичного размещения акций (IPO) представляет собой процесс создания акционерных обществ, в то время как, по сути, эта процедура ведет к привлечению инвестиционного капитала для финансирования компании. Создание акционерного общества не является самоцелью; это скорее ряд преимуществ, которые акционерные общества приносят с собой, начиная с неограниченного срока службы, возможность легкой передачи права собственности путем продажи акций, а также ограниченные обязательства и ответственность (максимальный убыток, который может понести владелец, - это сумма средства, вложенные в акции). IPO - это первый выпуск акций компаний, ранее не котирующихся на фондовой бирже. Таким образом, акции предлагаются инвесторам с самого широкого рынка, то есть

заинтересованным инвесторам, которые вкладывают свои деньги в покупку акций, что позволяет компаниям привлекать необходимый капитал для собственного развития.

Готовность компании стать публичной и тем самым привлечь необходимый капитал в значительной степени зависит от условий, характера и эффективности финансовой системы. Предполагается, что положительные результаты на рынках IPO могут быть достигнуты за счет экономики, имеющей более благоприятные тенденции макроэкономических переменных, эффективное законодательство, которое постоянно применяется, и высокий уровень корпоративного образования. Успех этого процесса на рынках капитала отражается в общем количестве и стоимости реализованных IPO в течение года. Акционерное общество получает, таким образом, возможность котироваться на фондовой бирже. Этот процесс знаменует собой важную веху в жизненном цикле частных компаний, поскольку он оказывает значительное влияние на структуру собственности и контроль существующих прав владельцев. Первый выпуск акций компаний, ранее не котирующихся на бирже, известен как первичное публичное размещение акций (IPO). В отличие от частной эмиссии акций, когда акции продаются напрямую известным физическим лицам или крупным институциональным инвесторам, в процессе публичной эмиссии акции предлагаются широко заинтересованным государственным инвесторам. Частное финансирование на ранней стадии связано с отраслями, характеризующимися неопределенной устойчивостью, высокими затратами на исследования и разработки и низкой вероятностью отставания от технологически продвинутых конкурентов на рынке. С другой стороны, государственное финансирование на ранней стадии развития типично для отраслей, которые характеризуются как устойчивые, предполагающие низкие начальные затраты и низкую конкуренцию.

С точки зрения акционеров и менеджеров, мотивы IPO можно разделить на две группы теорий - теорию рыночного времени и теорию жизненного цикла. Согласно теории времени рынка, компании выходят на биржу, когда на рынке существуют благоприятные условия, то есть когда компании пытаются максимизировать свою стоимость путем проведения IPO в период переоценки своих акций. Согласно этой теории, логично ожидать, что компании отложат выход на биржу, если учредители считут акции заниженными. Благоприятная рыночная ситуация будет использована для привлечения большего количества капитала. Теория жизненного цикла основана на предпосылке, что стратегические финансовые решения, такие как принятие единой постоянной государственной власти, зависят от фазы жизненного цикла компании. Теория жизненного цикла по существу основана на трех важных факторах, влияющих на выход компании на рынок: рост и развитие, контроль собственности и ликвидность.

Деятельность по выпуску IPO мотивирована потребностями в финансировании роста как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе. Решение о публичном размещении будет принято на стадии жизненного цикла, когда приобретение внешнего собственного капитала приводит к достижению оптимальной структуры капитала. Благодаря усилиям собственника по сохранению существующей структуры собственности, IPO представляется подходящим решением для оптимального распределения собственности и обеспечения ликвидности, что позволит реализовать будущие инвестиционные проекты.

Оценив результаты и объем бизнес-операций и оценив их как достаточно привлекательные для инвестиций, собственники и руководство принимают решение о проведении IPO и выходе на рынок капитала. Подробный анализ преимуществ, которые следует использовать во время этого процесса, а также слабых сторон, с которыми компания неизбежно столкнется, должен помочь руководству принять правильное решение.

Первичное размещение - широко распространенная практика в странах с развитым рынком капитала. В течение последнего десятилетия 20-го века на рынках IPO наблюдался ускоренный рост. Однако такая положительная тенденция была прервана наступлением мирового финансового кризиса. Снижение количества IPO на мировых рынках капитала сопровождалось уменьшением общей суммы привлеченного таким образом капитала. На рисунке 8 показаны колебания количества и стоимости глобально реализованных IPO за период 2001-2017 гг.

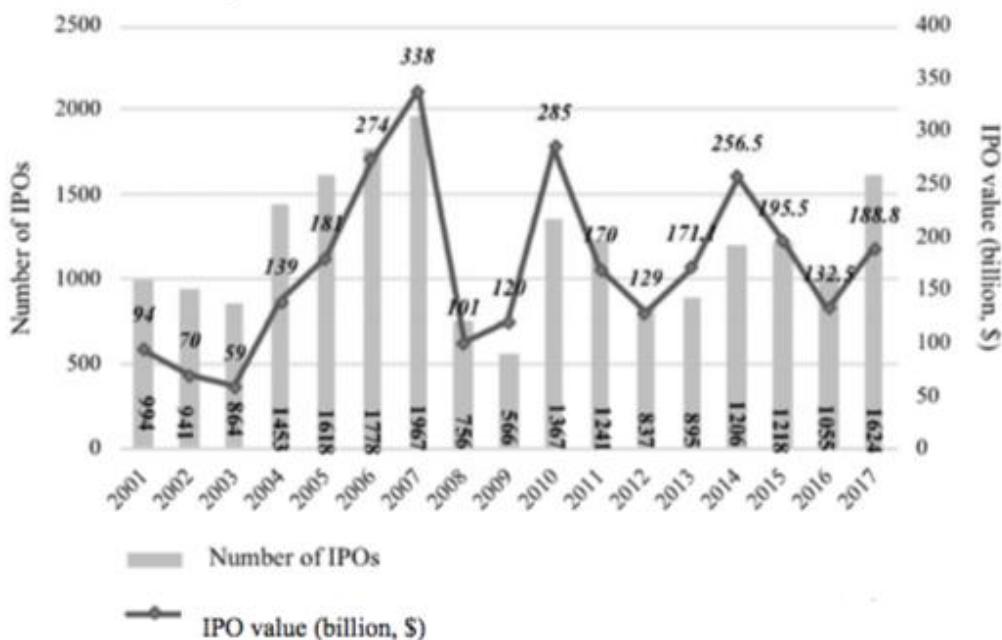


Рисунок 8 - Колебания количества и стоимости глобально реализованных IPO за период 2001-2017 гг.

В годы, предшествовавшие глобальному экономическому кризису, общая годовая стоимость IPO составляла от 200 до 300 миллиардов долларов, тогда как после 2008 года эта цифра упала до 100 миллиардов долларов. Хотя последние данные по рынку IPO указывают на значительное восстановление по сравнению с 2008 и 2009 годами (годами с наименьшим количеством и наименьшей стоимостью IPO), текущая тенденция количества и стоимости реализованных заявок по-прежнему скромна по сравнению с 2006 и 2007 годами. Хотя рынки IPO продолжают хорошо работать для крупных предприятий, в то же время они становятся все менее доступными для малых и средних предприятий. Снижение количества IPO в 2012 и 2013 годах объясняется уменьшением количества малых и средних предприятий, решивших перейти в открытые акционерные общества.

После двухлетнего снижения количества и стоимости IPO, 2013 год знаменует собой положительную тенденцию и перераспределение успехов различных регионов на мировом рынке капитала. Количество и стоимость IPO, проведенных в США и Европе после 2013 года, уменьшаются, в то время как в странах Азиатско-Тихоокеанского региона отмечается рост активности на рынке IPO. В 2016 году в регионе было проведено 638 IPO, привлеченных средств на сумму 71,5 млрд долларов США, при этом глобальная доля составила 54% и 59% по количеству и стоимости IPO соответственно. Хотя общая активность в 2016 году была ниже по сравнению с 2015 годом, Азиатско-Тихоокеанскому региону удалось сохранить стабильность и избежать давления геополитической неопределенности, поразившего Америку и страны Европы, Ближнего Востока, Индии и Африки (EMEIA). Шесть из десяти крупнейших IPO в 2016 году были проведены на рынке капитала Азиатско-Тихоокеанского региона, три - на фондовых биржах Гонконга, а остальные три - в списках фондовых бирж Южной Кореи, Токио и Шанхая (Отчет о глобальных тенденциях IPO, 2016).

Первая половина 2018 года предполагает появление определенных изменений. А именно, риски и неопределенность возвращаются на рынки капитала, поскольку геополитическая напряженность и изменения в торговой политике привели к серьезным колебаниям на рынке, что подорвало доверие к IPO во многих частях мира. Именно это произошло в Азиатско-Тихоокеанском регионе, доля которого в первой половине 2018 года была ниже в обеих категориях по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Согласно отчетам о мировых рынках IPO (Отчет о глобальных тенденциях IPO, 2018), есть прогнозы, что во второй половине 2018 года будет отмечена реактивация рынка IPO, обусловленная ожидаемой благоприятной экономической активностью.

Возглавляют список страны Азиатско-Тихоокеанского региона, у которых рост стоимости IPO по сравнению с 2016 годом невысокий и составляет 0,2% Среди этих стран

Китай имеет наиболее значительную активность на рынках IPO с наибольшим количеством компаний, которые выбирают публичные акции в областях промышленности, технологий и потребительских товаров. В регионах Южной и Северной Америки преобладающая тенденция к снижению дополнительно подтвердилась в 2017 году. Более половины IPO в Америке осуществляется в США. Технологический, финансовый сектор и сектор здравоохранения представляют собой ведущие сектора по количеству IPO в США. Европейские власти признали важность рынка капитала, что подтверждается увеличением количества и стоимости IPO из года в год. Как и в ранее упомянутых регионах, выделяется сектор технологий, за которым следуют потребительские товары и энергия. Неопределенность по поводу референдума в Великобритании и последующее решение о выходе из Европейского Союза оказали значительное влияние на рынок капитала в 2016 году. Всего было реализовано только 55 IPO, что на 11% меньше, чем в 2015 году, в то время как объем IPO снизился на 52%. В 2017 году произошло восстановление: количество IPO составило 72, а стоимость выросла вдвое. Технологии, энергетика и недвижимость являются ведущими секторами по количеству IPO в Великобритании.

Начало 2018 года ознаменовалось ростом рисков и неопределенностью на мировом рынке. Данные показывают, что количество IPO снизилось, а их стоимость увеличилась на 5%. Американский континент во главе с США совершил значительный сдвиг по сравнению с предыдущими годами, увеличив объем IPO на 31% по сравнению с 2017 годом. Лидирующие позиции в этом регионе заняли секторы технологий и здравоохранения. Страны АТР потеряли 17% по сравнению с аналогичным периодом 2017 года. Только Япония выделяется в этом регионе как страна с темпом роста 8%. Что касается структуры наиболее активных секторов, то в этих регионах она практически не изменилась, а лидирующие позиции занимают технологии и потребительские товары. В странах Европы, Ближнего Востока, Индии и Африки в первой половине 2018 года произошло 10% -ное увеличение объема IPO, при этом Индия выросла на 32%, тогда как стоимость IPO в Великобритании упала на 46%. Секторы технологий и потребительских товаров остаются наиболее активными в Европе в 2018 году, поэтому предполагается, что эта тенденция выхода на биржу в этих секторах сохранится и в будущем.

Европа признала важность частных инвестиций, которые будут играть значительную роль в росте европейских экономик, учитывая, что объем дополнительных государственных инвестиций в большом количестве стран ограничен существующим уровнем долга и дефицита. Для восстановления европейским компаниям необходимо собрать деньги для инвестирования в новые проекты, чтобы обеспечить выход на новые

рынки, а также рост и разработку новых продуктов. Подходящим средством для финансирования таких инвестиций были бы здоровые и хорошо организованные рынки IPO, особенно те, которые привлекают на европейские рынки как компании, работающие в быстрорастущем секторе, так и инвесторов.

Эффективные небольшие фирмы ищут свое место на фондовых биржах Центральной и Восточной Европы. Для средних предприятий, работающих в Юго-Восточной Европе, географическое положение не является основным критерием выбора IPO на фондовых биржах Центральной и Восточной Европы. Это скорее возможность:

- наладить успешное деловое сотрудничество более простым и более эффективным способом;
- достичь запланированного успеха IPO;
- разместить акции эффективным и стабильным способом в течение длительного периода времени при относительно дешевом листинге и других низких регуляторных расходах.

Дело в том, что процесс IPO имеет огромное значение для развивающихся стран, поскольку он способствует развитию рынков капитала. Среди многочисленных примеров на практике Европейский союз чаще всего указывает на Варшавскую фондовую биржу, которая в 2012 году объявила о наибольшем количестве IPO, в общей сложности 105, что составляет 39,5% от всех реализованных IPO в Европе.

Хотя макроэкономическая среда и процесс приватизации в значительной степени способствовали такому хорошему результату на Варшавской фоновой бирже, также необходимо упомянуть некоторые структурные характеристики, которые помогают объяснить увеличение количества IPO на этом рынке (EU IPO Report, 2015):

- Большое количество IPO с низкой стоимостью. Большая часть рынка состоит из небольших компаний, которые являются движущей силой этого рынка (99% польских компаний принадлежат к группе малых и средних предприятий);
- Стабильная и разнообразная база как внутренних, так и иностранных инвесторов - в первом квартале 2013 года на долю иностранных инвесторов приходилось 50% оборота на рынке капитала;
- Пенсионные фонды инвестируют в государственный капитал - согласно Закону о пенсионных фондах Польши, капитал должен составлять высокий процент активов (это считается одной из основных причин высоких вложений пенсионных фондов в государственный капитал в Польше);
- Большое количество розничных инвесторов - это движущая сила этого процесса (в Польше открыто 1,5 миллиона индивидуальных счетов для участия в торговле, 300 000

из которых являются очень активными инвесторами, которые регулярно участвуют в IPO);

– Диверсифицированная база участников фондовой биржи - она должна включать мелких брокеров, желающих действовать на рынке малых и средних предприятий.

Основные уроки, которые следует извлечь из примера Варшавской фондовой биржи, заключаются в том, что:

- желательно построить рынок капитала с большим количеством малых и средних брокерских контор;
- важно иметь большое количество частных инвесторов;
- сильная государственная поддержка - необходимость.

Хотя некоторые аспекты опыта Варшавской фондовой биржи нельзя перенести на другие рынки, вышеупомянутые структурные элементы очень важны, поскольку они подчеркивают важность открытия малых и средних предприятий для общественности.

Факторы, которые могут сформировать прочную основу для того, чтобы IPO стало стандартной практикой для финансирования роста и развития рынка капитала в России. Постоянный доступ к финансовым ресурсам, доступ к альтернативным источникам финансирования, ликвидность, узнаваемость и видимость. Решение о публичном размещении - важный шаг в развитии компании, который вносит существенные изменения в условия ведения бизнеса. А именно, предоставление доступа к новым источникам капитала позволяет реализовать инвестиционные проекты, что в дальнейшем приводит к увеличению стоимости компании. С другой стороны, процесс выхода на биржу не является ни простым, ни дешевым. Информационная асимметрия, занижение цен на IPO и враждебное поглощение более крупными компаниями - вот лишь некоторые из причин, которые снижают преимущества выхода на биржу.

Во многих странах IPO зарекомендовали себя как хороший способ финансирования роста, привлечения капитала, улучшения бренда, знаний и навыков руководства и сотрудников, а также диверсификации структуры акционеров. Хотя кредит компаний, поддерживаемый финансовыми посредниками, всегда будет играть важную роль, необходимо подчеркнуть преимущества, которые развитый рынок капитала как основа сильного и стабильного долгосрочного финансирования дает инвесторам и компаниям. Об этом свидетельствуют практические примеры развитых стран с рыночной экономикой, таких как США, Китай, Япония и страны Западной Европы, которые имеют значительную активность и рекордно высокие показатели на рынках IPO, измеряемые количеством и стоимостью реализованных процессы.

В отличие от экономик развитых рынков капитала, развивающиеся страны или страны, рынки которых имеют характеристики слаборазвитых, воспринимают процесс финансирования через IPO как серьезную проблему.

Низкий вес внешнего долевого финансирования в балансе компаний и снижение количества IPO обусловлено сочетанием факторов:

- Отсутствие ликвидности - меньшее количество институтов для инвесторов готово инвестировать более мелкие компании на фондовых рынках. Частным инвесторам запрещено (регулирующими органами и посредниками) инвестировать в более мелкие эмитенты;
- Регулирующие сдерживающие факторы - рост административного и финансового бремени, связанного с публичным листингом и публичным предложением;
- Компании все чаще стремятся к росту за счет слияний и поглощений;
- Нормативные требования к минимальному объему торгов для государственных инвестиционных фондов, ограничивающие их
  - Возможность инвестировать в акции с малой и малой капитализацией;
  - Требования к документации для управляющих государственными фондами, предотвращающие их участие в инвестициях с малой или малой капитализацией;
  - Постановление, строго ограничивающее возможность для розничных инвесторов получать исследования или активные советы по инвестициям в отдельные акции;
  - Снижение бесплатных исследований компаний с малой и микрокапитальной капитализацией из-за новой отраслевой структуры в рамках MiFID II, что приводит к тому, что компании с малой и микрокапитальной капитализацией все чаще платят за исследования или корпоративный доступ, поскольку в противном случае управляющие фонды не будут получать информацию о них;
  - Снижение количества активных управляющих фондов из-за MiFID II, который оказал сильное давление на консолидацию в отрасли управления фондами;
  - Неуверенность в успехе процесса IPO из-за вышеупомянутых факторов и, в частности, снижения числа активных управляющих фондов, что вызывает опасения по поводу высоких затрат с неопределенной выгодой от успешного привлечения капитала;
  - Отсутствие культуры капитала, из-за которой основатели компаний неохотно раскрывают структуру акционерного капитала и привлекают внешних инвесторов;
  - Увеличивающаяся доступность альтернативных источников финансирования - особенно более активное присутствие глобальных компаний на рынке поглощений, поскольку это снижает интерес к публичному размещению;

- Экосистема, которая традиционно обслуживает кандидатов на IPO, особенно активных продавцов посредников - брокеров-дилеров - претерпела изменения из-за нормативного воздействия;
- Компании не проходят листинг из-за иногда чрезмерной и необоснованной проверки, которая ставит их в невыгодное конкурентное положение по сравнению с компаниями, не включенными в листинг;
- В целом низкий (и более низкий по сравнению с США) уровень оценки европейских фондовых рынков из-за всех соответствующих негативных факторов, упомянутых в этом отчете;
- Исторически низкий уровень процентных ставок в течение самого длительного периода вместе с благоприятным налоговым режимом для долговых обязательств являются факторами, способствующими сокращению числа IPO, поскольку компаниям становится легче брать кредиты.

Первый шаг для начинающих предпринимателей - попросить о финансировании у семьи и друзей, банка или бизнес-ангелов. Фонды венчурного капитала могут предоставить финансирование на более позднем этапе, если компания быстро растет и требует финансирования другого масштаба. Традиционно венчурные фонды были шагом перед тем, как компания в конечном итоге станет публичной на фондовом рынке, что затем дает возможность ранним инвесторам продать свои активы с прибылью. Однако в последние годы это изменилось, поскольку в частном секторе имеется изобилие капитала, отчасти из-за низких процентных ставок, а отчасти из-за благоприятного налогового режима для долга по сравнению с собственным капиталом.

Индустратия прямых инвестиций (венчурный капитал, выкуп и т. д.) значительно выросла за последнее десятилетие с точки зрения активов под управлением (с 377 миллиардов евро в 2007 году до 640 миллиардов евро в 2017 году), инвестиций и денег. Эта конкуренция за финансирование государственного акционерного капитала становится тем более важной, поскольку некоторые частные компании могут иметь возможность использовать заемные средства для финансирования своей деятельности, чего нет на рынках IPO. Хотя листинг все еще может произойти на более позднем этапе, поскольку он остается одним из основных путей выхода для фондов прямых инвестиций (наряду с торговыми продажами), IPO долгое время были наименее используемым выходом. Уменьшение количества IPO имеет структурные причины, которые мы рассмотрим ниже.

1) Альтернативное финансирование связано с меньшими затратами - со стороны спроса компании имеют доступ к более дешевым альтернативам, особенно к частному капиталу;

2) Кроме того, доля компаний, которые были приобретены до листинга, значительно увеличилась;

3) Снижение интереса к малой капитализации. Наблюдается снижение интереса покупателей к МСП, особенно в Европейском Союзе. Бизнес-модели участников рынка больше не адаптированы к МСП, что затрудняет привлечение внимания инвесторов к небольшим IPO. Для активных управляющих фондами дополнительные барьеры включают требования к документации для инвестиций в акции и ограничения на минимальные объемы торговли инвестициями в государственные фонды, установленные регулирующими органами;

4) Субоптимальные характеристики самого процесса IPO. На ранних этапах финансирования растет значение прямых инвестиций. Фонды прямых инвестиций ориентированы на оценку способности полностью отказаться от инвестиций, вместо того чтобы быть частично заблокированными в своих инвестициях и подверженными колебаниям цен на публичных рынках (в отличие от IPO).

Высказывались опасения относительно роста частного капитала, поскольку эти инвестиции открыты для небольшого числа участников рынка, в частности, розничные инвесторы не могут участвовать в этих типах инвестиций. При этом следует отметить, что частные лица могут получить выгоду от контактов с частными компаниями, например, через их пенсионный фонд, как правило, невозможно напрямую инвестировать в компанию до того, как она станет публичной. Если эта тенденция сохранится, существует риск того, что розничные инвесторы будут исключены из прямого участия в росте развивающихся компаний. Существует «разрыв в раскрытии информации» между частными и государственными компаниями, который можно устранить, повысив стандарты отчетности для крупных частных компаний. В зеленой книге, опубликованной правительством Великобритании в 2016 году, делается вывод о том, что «растущее число крупных предприятий предпочитают действовать как частные предприятия. При этом они исключаются из более высоких уровней общественного контроля и формальной дисциплины корпоративного управления, связанной с торговыми на публичном рынке. Однако регулирующим органам не следует пытаться сократить этот разрыв путем снижения стандартов раскрытия информации и ослабления защиты инвесторов для открытых компаний, так как это не причина смещения капитала в сторону частных инвестиций.

Традиционно утверждалось, что структура собственности частных компаний означает, что собственники не требуют такого же уровня раскрытия информации и отчетности (как акционеры публичных компаний), поскольку они контролируют

компанию, это начинает меняться, поскольку оказывается, что заинтересованные стороны в компании шире, чем просто собственники, и включают сотрудников, клиентов, поставщиков и бенефициаров пенсионного фонда, поскольку все они не желают допустить банкротства компании. Другой аргумент заключается в том, что общество заинтересовано в том, чтобы компании хорошо управлялись, и что с привилегией ограниченной ответственности должна прийти ответственность за надлежащее управление. В Великобритании эта проблема решается путем принятия требований к частным компаниям о соблюдении кодексов поведения корпоративного управления, например Принципов корпоративного управления Wates для крупных частных компаний, разработанных Советом по финансовой отчетности.

### **3 Рынок капитала России**

В ряду задач, поставленных президентом правительству в послании Федеральному собранию, запуск нового инвестиционного цикла с ежегодным приростом инвестиций не менее чем на 5% начиная с текущего года и увеличением их доли в ВВП с текущего 21% до 25% в 2024 году. «Моторами» финансового форсажа выступят, по замыслу, стартовавшие в прошлом году двенадцать национальных проектов, а также Комплексный план модернизации и расширения магистральной инфраструктуры на период до 2024 года, под которые мобилизуются административные и денежные ресурсы. Между тем от большинства стран ОЭСР российскую экономику отличают неадекватная потребностям роста структура инвестиций и ненадлежащее качество инвестиционного процесса.

Экономика страны плохо переваривает инвестиции, чересчур медленно и затратно преобразует их в основной капитал. Отдельная проблема развития инвестиционного комплекса страны, оставшаяся, к сожалению, вне фокуса национальных проектов, — давно анонсированная, но так и не состоявшаяся технологическая модернизация ряда ключевых отраслей вкупе с отсутствием у государства системного подхода к организации и стимулированию высокотехнологичного импорта.

По оценке Лаборатории структурных исследований ИПЭИ РАНХиГС, осуществившей научно-техническую работу «Видовые характеристики инвестиций в основной капитал в экономике России», представленная главой государства новая инвестиционная политика государства активируется на фоне не вполне корректных представлений об инвестициях в основной капитал как процессе формирования базы будущего роста.

Прежде всего реальные динамика и качество инвестиционного процесса в 2014-2018 годах выглядят хуже, чем это отражается формальной статистикой. Государственная статистика не придает значения такой, например, практике, как наращивание инвестиций за счет затрат, эффект которых — с точки зрения обеспечения дальнейшего роста экономики — совершенно неочевиден. Свидетельством тому может служить, например, Федеральная адресная инвестиционная программа (ФАИП): уровень кассового исполнения расходов на ее реализацию в 2018 году, по мнению Счетной палаты Российской Федерации, оказался самым низким за 15 лет. Основные причины — включение в ФАИП объектов, не готовых к началу строительства; некачественная разработка проектной документации; поздние сроки проведения конкурсных процедур; неисполнение обязательств подрядными организациями; отсутствие контроля со стороны госзаказчиков.

Внедрение положений Системы национальных счетов (СНС 2008) и соответствующие изменения, внесенные в Общероссийский классификатор основных фондов (приказ Росстандарта от 12 декабря 2014 года, №2018-ст, ред. от 08.05.2018), расширили список затрат предприятий, относимых к инвестициям. Однако при этом опережающий рост потоков, проходящих, согласно официальной статистической методологии, как «прочие инвестиции» (в том числе, к примеру, затраты на эксплуатационное бурение, связанное с добычей нефти, газа и газового конденсата), преждевременно оценивать как качественное преобразование инвестиций в основной капитал. Отметим также, что, согласно преемственной номенклатуре затрат (без учета прочих инвестиций), реальное сокращение инвестиций в основной капитал началось в России еще в 2013 (а не в 2014) году, причем максимальный спад превысил 14% (а не официальные 11,4%). По итогам 2018 года сохраняется 6,8-процентный, а не 3,4-процентный реальный спад.

Кроме того, разработчики нацпроектов и экспертное сообщество, похоже, не осознают последствий обвального — без преувеличения — снижения доли инвестиций в оборудование в составе инвестиций в основной капитал. Из-за удорожания импорта и роста ресурсных ограничений инвестиции в оборудование за 2014-2015 годы сократились в реальном выражении почти на треть, а по итогам 2016-2018 годов — выросли на 17%. За вычетом инвестиций в оборудование инвестиции в основной капитал демонстрировали гораздо более стабильную динамику со среднегодовым ростом менее 2%. У-образную кривую инвестиций в основной капитал в 2014-2018 годах обусловили именно инвестиции в оборудование, по итогам пяти лет их реальный спад составляет почти четверть.

Даже принимая как данность статистическую равнозначность всех видов инвестиций (в жилища, в нежилые объекты, в оборудование, прочие инвестиции), в экономической политике целесообразно учитывать усугубляющиеся и формирующиеся видовые дисбалансы, а главное — добиваться соответствия инвестиций их главной задаче: способствовать формированию конкурентоспособного национального производства и предложения товаров и услуг.

В рамках актуальной экономической повестки необоснованно смешена на второй план острые проблема технологической модернизации ряда отраслей реального сектора. В абсолютном большинстве обрабатывающих производств, в сферах информатики и связи расходы на оборудование составляют 60-95% всех инвестиций в основной капитал; в аграрном и финансовом секторах, в сфере добычи, за исключением углеводородов — более 40%. И этот вид инвестиций в последние годы демонстрирует негативную динамику.

Представление об инвестициях в оборудование как о временной второстепенной проблеме порождено спекуляциями о масштабах недозагрузки производственных мощностей. Однако показатели большинства обрабатывающих производств по итогам 2014-2018 годов показывают непосредственную зависимость динамики выпуска от динамики инвестиций в оборудование. Симптоматично, что стагнация инвестиций в оборудование фиксируется на фоне поступательного роста импорта luxury-товаров: по оценкам Fashion Consulting Group, в 2018 году продажи люксовых модных брендов в России выросли на 5%, достигнув 248 млрд рублей.

Импортозамещение как болезнь.

К сожалению, у государства по-прежнему отсутствует системный подход к организации и стимулированию высокотехнологичного импорта. Тренд инвестиций в основной капитал в значительной мере определяется динамикой инвестиций в оборудование, а они, как было отмечено выше, критически зависят от импорта. Замещение импортного оборудования отечественным, несмотря на ослабление рубля в 2014 году, имеет весьма ограниченный характер.

Впрочем, проблема не в самом факте импортозависимости инвестиций в основной капитал, а в ее масштабах и глубине. Опыт 2014-2015 годов показал, что даже российские производители сравнительно несложного оборудования, стремившиеся расширить свою долю на рынке, сумели добиться разве что весьма скромных успехов. Более того, максимальная зависимость от импортного оборудования наблюдается как раз в производствах не самых высоких переделов, ориентированных на внутренний российский рынок. Так, в 2017 году доля импорта в инвестициях в оборудование превышала среднюю по экономике в аграрном секторе и производстве продуктов питания в 1,5 раза, в отраслях легкой промышленности, производстве мебели, лекарственных средств, бумаги и бумажных изделий и в полиграфии — в 2,0-3,6 раза, и т. д. При этом в производстве машин и оборудования за 2014-2018 годы выпуск сократился на 5%, инвестиции — на треть.

На фоне прогрессирующего технологического отставания и деградации производства средств производства государству следовало бы определить, в части какого оборудования достижение паритета с импортом заведомо нереально, оборудование какого функционала может выступать полноценной альтернативой импорту и что необходимо для развития его устойчивого производства и обслуживания. Сама по себе задача обеспечения устойчивого и сбалансированного роста инвестиций в оборудование, как представляется, вполне заслуживает статуса одного из национальных проектов.

Соответствующие проектные мероприятия следует ориентировать на институциональную, прямую финансовую и налоговую поддержку импорта оборудования, критически необходимого для воссоздания национального машиностроительного комплекса, продукция которого более соответствовать инвестиционным потребностям российской экономики, а также соответствующих технологий и патентов; на поддержку венчурной индустрии, отечественных прикладных исследований, изобретательской и рационализаторской деятельности; и, наконец, на создание предпосылок (в том числе в русле совершенствования законодательства о техрегулировании) для массированного вывода из оборота устаревшего промышленного оборудования. Результатом такого нацпроекта на макроуровне стали бы не только рост производства, но и снижение импортозависимости инвестиционного процесса, с параллельным повышением инвестиционного спроса.

Пока же модернизация оборудования по умолчанию остается в зоне ответственности самих предприятий. Прогресс в решении этой задачи связывают с мифическим стимулирующим эффектом реализации экономической политики государства. Мобилизация финансовых ресурсов под инициированные им национальные и иные стратегические проекты автоматически уменьшает ресурсную базу для обычных инвестиций в основной капитал, которые компании осуществляют исходя из собственных оценок бизнес-перспектив и инвестиционного климата.

Кроме того, на поведение собственников и инвесторов здраво влияет рост числа и напряженности корпоративных конфликтов, а также общий рисковый фон правоприменения. Такая комбинация факторов, оказывающих влияние на динамику инвестиций в основной капитал, неизбежно будет тормозить развитие инвестиционного процесса.

Пока же модернизация оборудования по умолчанию остается в зоне ответственности самих предприятий. Прогресс в решении этой задачи связывают с мифическим стимулирующим эффектом реализации экономической политики государства. Мобилизация финансовых ресурсов под инициированные им национальные и иные стратегические проекты автоматически уменьшает ресурсную базу для обычных инвестиций в основной капитал, которые компании осуществляют исходя из собственных оценок бизнес-перспектив и инвестиционного климата.

Кроме того, на поведение собственников и инвесторов здраво влияет рост числа и напряженности корпоративных конфликтов, а также общий рисковый фон правоприменения. Такая комбинация факторов, оказывающих влияние на динамику

инвестиций в основной капитал, неизбежно будет тормозить развитие инвестиционного процесса.

Рынок облигаций состоит из двух основных компонентов: государственного сегмента и корпоративного сегмента. Сегмент государственных облигаций позволяет правительству привлекать средства с рынка, а сегмент корпоративных облигаций позволяет компаниям делать то же самое. В целом правительству необходимо развивать рынок облигаций, чтобы поддерживать фискальную политику, которая поддерживает экономическую стабильность, и поддерживать инвестиции в государственную инфраструктуру. Стоимость инфраструктуры может распределяться между поколениями посредством выпуска облигаций. Между тем, рынок корпоративных облигаций напрямую связывает заемщиков частного сектора с кредиторами. Это создает больше возможностей для заимствований и инвестиций. Корпоративные облигации могут дополнять и заменять банковские ссуды, создавая таким образом еще один канал финансового посредничества. Рынок корпоративных облигаций также может поддерживать финансовую стабильность, когда банковская система дает сбой.

Для развития рынка облигаций необходимо учитывать, кто является соответствующими заинтересованными сторонами и какие блоки необходимы для достаточного развития рынка. Соответствующие заинтересованные стороны и необходимые строительные блоки включают:

- Министерство финансов как эмитент государственных облигаций;
- Центральный банк как фискальный агент, регистратор государственных облигаций и участник рынка, проводящий денежно-кредитные операции на рынке облигаций и денежном рынке;
- Регуляторы рынка ценных бумаг как хранители целостности рынка;
- Саморегулируемые организации;
- Эмитенты, занимающие средства на рынке;
- Андеррайтеры, привлекающие средства от инвесторов от имени эмитентов;
- Рейтинговые агентства, которые оценивают кредитоспособность организаций-эмитентов или обязательств;
- Инвесторы, особенно институциональные инвесторы, такие как банки, страховые компании и пенсионные фонды;
- Посредники на вторичных рынках, такие как брокеры, дилеры и поставщики ценовой информации;
- Организованные рынки, обеспечивающие торговую площадку и механизм справедливого определения цен;

- Инфраструктура расчетов и хранения ценных бумаг для обеспечения беспрепятственного совершения операций и сохранности активов.

Чтобы создать рынок облигаций, необходимо учитывать взаимодействие между этими блоками, а также благоприятную среду и экосистему, необходимые для поддержки функционирования и целостности рынка. Для создания и поддержания хорошо функционирующего рынка облигаций, особенно рынка корпоративных облигаций, необходима всеобъемлющая и надежная правовая база. Как правило, правовая база рынка облигаций состоит из ряда фундаментальных законов, включая закон о компаниях или предприятиях, а также законы о банкротстве и несостоятельности с четким определением дефолта, а также ключевые законы, которые применяются конкретно к рынку облигаций, например в качестве закона о ценных бумагах или его эквивалента, а также его исполнительных постановлений и положений, рыночных положений и правил, а также проспектов и руководящих указаний, выпущенных регулирующим органом (ами) рынка ценных бумаг.

Правила бухгалтерского учета и стандарты финансовой отчетности являются основным языком ведения бизнеса и необходимы для развития рынка капитала. Они могут сопоставимым образом предоставлять информацию о финансовом положении компании внутренним и внешним сторонам. Должно быть полное, точное и своевременное раскрытие финансовых результатов, рисков и другой информации, существенной для принятия решений инвестором. Первоначальное и постоянное раскрытие информации являются ключевыми аспектами выпуска и торговли долговыми цennыми бумагами. Для увеличения инвестиций в трансграничные облигации желательно иметь согласованные данные по раскрытию информации и сопоставимый порядок финансовой отчетности на разных рынках на основе Международных стандартов финансовой отчетности.

Кредитная оценка, или кредитный анализ, направлена на измерение кредитоспособности заемщика, будь то правительство, корпорация или физическое лицо. Кредитоспособность - это оценка кредитором способности заемщика выполнить свои финансовые обязательства по ссуде, облигации или другому финансовому контракту; то есть оценка вероятности невыполнения заемщиком своих финансовых обязательств. Традиционно кредиторы полагались на свое субъективное суждение при оценке кредитоспособности заемщика. Однако количественные оценки, основанные на статистических моделях и использовании систем оценки кредитоспособности, стали более распространенными для оценки кредитоспособности. Человеческое суждение по-прежнему играет роль в качественном суждении в той или иной степени, в зависимости от

учреждения-кредитора, и может быть ключевым фактором при определении кредитоспособности заемщика.

Доступность информации и прозрачность рынка также способствуют развитию рынка облигаций. Для совершения сделок на рынке облигаций информация о ценах на облигации необходима, чтобы соответствовать спросу и предложению. В отличие от акций, облигации в основном торгуются на внебиржевом рынке; таким образом, необходимо приложить дополнительные усилия для сбора информации о ценах. Чтобы обеспечить прозрачность рынка и повысить ликвидность, регулирующий орган рынка ценных бумаг должен рассмотреть возможность установления торговых правил и рыночной практики, а также определить другие способы улучшения информации о ценах.

Безопасные и эффективные системы торговли, платежей, клиринга и расчетов снижают системный риск и способствуют прозрачности и финансовой стабильности. Надежная инфраструктура финансового рынка зарекомендовала себя как важный источник развития финансовых рынках, вселяя уверенность участников рынка в своевременное выполнение своих обязательств даже в периоды рыночного стресса. При обсуждении развития рынков облигаций важно использовать информационные и сетевые технологии. Кроме того, на начальном этапе развития рынка необходимо учитывать внедрение международных стандартов, таких как Международный идентификационный номер ценных бумаг, код бизнес-идентификатора, идентификатор юридического лица и ISO 20022, чтобы впоследствии подключиться к мировым финансовым рынкам.

Ликвидность рынка - важный фактор в оценке успеха развития рынка. На ликвидность рынка могут влиять различные факторы, такие как размер рынка; количество андеррайтеров, маркет-мейкеров, брокеров и инвесторов; концентрация держателей облигаций; структура облигаций - срок погашения и купонные выплаты; кредитные рейтинги; номинал валюты; налогообложение; доступность данных; индекс правомочности; депозитарные и кастодиальные системы; и платежно-расчетная инфраструктура.

Налогообложение финансовых операций, инструментов, процентов и прироста капитала имеет большое влияние на развитие рынка. Неоднозначная и непоследовательная налоговая политика может создать серьезные препятствия для надлежащего функционирования и здорового развития рынков облигаций и капитала. Они также могут влиять на сбережения, инвестиции и финансовое поведение заемщиков, вкладчиков и инвесторов.

В отличие от акций, инвесторы в облигации обычно являются крупными профессиональными институциональными инвесторами. Профессиональные инвесторы -

это организации и / или частные лица, в зависимости от обстоятельств, обладающие опытом оценки потенциальных рисков и преимуществ инструмента, его эмитента и преобладающих рыночных условий и, таким образом, способностью принимать обоснованное инвестиционное решение во всех случаях.

На профессиональных инвесторов не обязательно распространяются те же механизмы защиты инвесторов, что и для обычных и розничных инвесторов. Создание специализированного рынка (или сегмента) для профессиональных инвесторов очень важно для устойчивого развития рынка облигаций. Профессиональный рынок, на котором только профессиональные инвесторы могут инвестировать и торговать, может обеспечить гибкость, необходимую для крупных выпусков, за счет использования более широких методов выпуска и предложения. Он также может удовлетворить разнообразные потребности и цели эмитентов и инвесторов.

Рынки, находящиеся на разных этапах развития, сталкиваются с разными проблемами в разное время, внутри и между блоками, при формировании необходимой экосистемы для развития. Проблемы обычно возникают с двух сторон. Во-первых, многие меры по реформе в той или иной степени взаимозависимы, поскольку рынок облигаций - это не единичный институт, а место взаимодействия. Вторая проблема проистекает из того факта, что эти необходимые реформы требуют сотрудничества между заинтересованными сторонами и участниками рынка, интересы которых иногда могут вступать в конфликт. Для обеспечения координации между заинтересованными сторонами и участниками рынка страны, в которых успешно развился рынок облигаций, часто создавали межведомственный комитет по рынку облигаций высокого уровня под руководством директивных органов для руководства и координации выполнения взаимозависимых задач. Межведомственный комитет должен изучить взаимозависимость между блоками и необходимыми экосистемами, а также разработать генеральный план и дорожную карту для развития местного рынка облигаций.

При этом есть определенные общие элементы в построении рынка облигаций. Необходимые компоненты и шаги для рынка государственных облигаций схожи в большинстве юрисдикций, хотя при развитии рынка корпоративных облигаций может применяться другой подход. Соединенные Штаты получили уникальный опыт из-за ограничений на межрегиональную банковскую деятельность, которые способствовали развитию относительно большого рынка корпоративных облигаций. В странах, в которых частный сектор играл важную роль в развитии железных дорог и электроэнергетических компаний, рынок корпоративных облигаций существовал на ранних этапах развития рынка капитала. Но на многих развивающихся рынках рынок капитала начался после

создания рынка государственных облигаций и рынка акций. В таких случаях лучше разделять ключевые различия между рынками акций и корпоративных облигаций. На рынке облигаций кредит эмитента имеет решающее значение, в то время как на рынке акций более важным фактором являются будущие перспективы эмитента. На рынке акций инвесторы должны быть диверсифицированы, чтобы избежать рисков концентрации собственности, в то время как рынок облигаций не требует такой же диверсификации, поскольку не влияет на структуру собственности эмитента. На рынке акций необходимо учитывать меры защиты розничных инвесторов, в то время как на рынке облигаций правила могут быть ослаблены, поскольку выпуск может быть нацелен на профессиональных институциональных инвесторов, которые обладают достаточными знаниями рынка и средствами защиты. На рынке акций эмитент обычно выпускает один вид акций, тогда как на рынке облигаций эмитент выпускает облигации, которые различаются по срокам погашения и срокам выпуска. Из-за таких различий простое введение рынка корпоративных облигаций в структуру рынка акций часто оказывается безуспешным. Поэтому важно понимать такие различия и создавать отдельные блоки и экосистему, необходимые для развития рынка корпоративных облигаций.

Для развития рынка облигаций директивным органам, регулирующим органам и участникам рынка также необходимо понимать важность целостности рынка. Рынок капитала - это не просто место для удовлетворения спроса и предложения ценных бумаг. Развитые рынки пережили множество неудач и кризисов. Необходимы меры по устранению недостатков рынка, чтобы участники рынка могли торговать с доверием и уверенностью. Рынок должен быть справедливым и надежным, и он не должен допускать никаких манипуляций, вводящей в заблуждение информации или инсайдерской торговли. Все транзакции должны выполняться безопасно, и передача права собственности через рынок должна быть защищена. Когда происходит сбой, его нужно устранять. Если на рынке есть правонарушения, они должны быть обнаружены, идентифицированы, должным образом преследоваться и наказываться. Необходимо принять профилактические меры, чтобы избежать повторения, и эти меры должны быть институционализированы и глубоко интегрированы в рынок. Стоимость создания и поддержания целостности рынка не является низкой, но хорошо функционирующий рынок может эффективно мобилизовать и распределять ресурсы и поддерживать дальнейшее экономическое развитие.

Рынок облигаций - это один из основных институтов, необходимых для поддержки экономического развития.

Согласно Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO), основными целями правовой базы на рынке ценных бумаг являются:

- защита инвесторов;
- обеспечение справедливости, эффективности и прозрачности рынков;
- снижение системного риска.

Регулирующие органы рынка ценных бумаг стремятся достичь этих целей путем:

- установления стандартов;
- наблюдения за рынками, участниками рынка и их деятельностью;
- эффективного соблюдения этих стандартов;
- тесного сотрудничества с другими регулирующими органами.

Соответственно, эти функции необходимо встраивать в различные уровни правовой базы.

Для достижения вышеуказанных целей регулирующие органы должны подчеркивать важность целостности и справедливости рынка. На рынках ценных бумаг концепция целостности рынка может рассматриваться как обеспечение того, чтобы экосистема рынка ценных бумаг, включая сам рынок и рыночную инфраструктуру, была надежной. Концепцию справедливости на рынке можно рассматривать как обеспечение того, чтобы рынки обладали характеристиками беспристрастности и равноправия. Справедливый рынок, целостность рынка тесно связаны, могут пересекаться и представлять собой краеугольные камни хорошо функционирующего и эффективного рынка ценных бумаг. Они служат для определения основных функций рынка, чтобы соответствовать спросу и предложению, предлагать информацию о цене и доходности и их прозрачности, а также своевременно выполнять сделки. Они не только включают устранение недобросовестной торговли или торговых практик, но также способствуют равному доступу на рынок для правомочных инвесторов и эмитентов, тем самым обеспечивая прозрачность корпоративной информации и информации о ценных бумагах. Эти характеристики необходимы для установления справедливого ценообразования на рынке. Таким образом, общая правовая база рынка ценных бумаг должна подчеркивать и обеспечивать целостность и справедливость рынка в качестве основных принципов.

Соответствующие рыночные механизмы могут эффективно распределять ресурсы, согласовывая спрос и предложение. Однако это основано на предположении, что все участники равны и с ними обращаются справедливо. Если это предположение не выполняется, рыночные механизмы не могут эффективно распределять ресурсы социально оптимальным образом. Но в действительности рынок несовершенен из-за различных факторов, таких как асимметрия информации и способность контролировать

спрос и предложение. Следовательно, на рынке с самого начала должны быть заложены определенные правила и механизмы для исправления асимметрии информации, неравенства, предвзятости и дискриминационной способности манипулировать рынком. Справедливость и целостность рынка тесно связаны с защитой инвесторов. Информационная асимметрия должна быть смягчена; необходимая информация должна раскрываться и распределяться поровну между всеми субъектами. В отличие от банковского кредита, информация о заемщике (т. е. эмитенте) должна быть предоставлена всем участникам рынка в равной степени. Независимо от экономической мощи участников, регулирующие органы должны обеспечить равные условия, особенно для розничных инвесторов. Регулирующие органы также должны учитывать дополнительную защиту и контроль. Если рынок несправедлив, цены, достигнутые на нем, не вызывают доверия. Предвзятая информация о ценах и дискриминация на рынке отталкивают участников рынка от рынка, в конечном итоге убивая рынок. Следовательно, защита инвесторов тесно связана со справедливостью и целостностью рынка и необходима для поддержки здорового и устойчивого развития рынка.

Правовая база для обеспечения целостности рынка.

Правовая база для создания справедливого рынка и обеспечения целостности рынка включает не только формальные законы и постановления, но также одобрения и действия регулирующего органа, правила, установленные биржами ценных бумаг и саморегулируемыми организациями (СРО) или поставщиками рыночной инфраструктуры, бизнес-правила., и рыночная практика.

Рыночные системы и инфраструктуры должны относиться ко всем участникам рынка одинаково и справедливо и не должны чрезмерно благоприятствовать или приносить пользу определенной группе, юридическому или физическому лицу. Кроме того, нормативно-правовая база должна поддерживать механизм обеспечения автономного сотрудничества между участниками рынка для обеспечения целостности рынка. Регулирующие органы и СРО должны выявлять, сдерживать и наказывать за манипулирование рынком и другие виды недобросовестной торговой практики. Они также должны способствовать справедливой и надлежащей рыночной деятельности. При создании прочной правовой базы, обеспечивающей справедливый рынок и его целостность, необходимо подчеркнуть ряд моментов.

Запрещаемая рыночная деятельность включает манипулирование рынком и ценами, инсайдерскую торговлю, утечку инсайдерской информации, опережающую торговлю (торговлю с опережением клиентов), искажение существенной информации, распространение слухов, передачу ложной информации и другие виды мошенничества и

манипуляции. Эти действия не только подрывают доверие рынка, но и препятствуют формированию справедливых рыночных цен. Любые действия, которые могут препятствовать функционированию рынка, должны подлежать надзору регулирующих органов. Это может выходить за рамки надзора за финансовыми учреждениями как прямых участников рынка и вести к мониторингу деятельности всех участников рынка.

Все приемлемые инвесторы и получатели, которым необходимо предоставить информацию о рыночных объектах, рыночных операциях, а также раскрытии и информации о ценах. Необходимо предотвращать ненадлежащее торговое и транзакционное поведение и злоупотребления. Таким образом, необходимо обеспечить надлежащее и своевременное раскрытие корпоративной информации и информации о ценных бумагах, а также цен или доходности ценных бумаг, а также обеспечить их постоянную доступность. В то же время искажение или фальсификация отчета о ценных бумагах необходимо предотвращать и наказывать. Рыночная практика должна обеспечивать справедливое отношение к заказам и транзакциям. Кроме того, информация о рыночных ценах должна быть сформулирована на основе справедливой и надежной процедуры.

#### Справедливая рыночная цена и прозрачность ценовой информации.

Справедливая рыночная цена отражает восприятие рынком кредитоспособности эмитентов и ценных бумаг участниками рынка, а также влияние внешних рыночных факторов, влияющих на спрос и предложение ценных бумаг. Чтобы сформировать точное восприятие и понимание кредитоспособности и влияния внешних факторов, информация об эмитенте и ценных бумагах, а также о внешних факторах, включая экономические и политические новости, должна немедленно и широко распространяться на рынке. Регулирующим органам и СРО необходимо подумать о том, как такая информация может распространяться своевременно и справедливо.

Прозрачность информации о ценах можно определить как степень доступности информации до и после торговли, включая корпоративную информацию и информацию о ценных бумагах. Информация перед сделкой включает котировки цен покупки и продажи. Заявленная цена должна быть исполнимой с некоторой степенью уверенности. Постторговая информация включает торгуемую цену и выполненный объем. Правовая база должна поддерживать прозрачность своевременного ценообразования на рынке.

Корпоративное право - это обширная область права, охватывающая практически все аспекты надзора за юридическими лицами и их бизнесом. Процесс принятия компанией решений о выпуске акций и облигаций в значительной степени регулируется законами о компаниях каждой страны. Кроме того, определенные типы выпусков, такие

как частные размещения, могут регулироваться законодательством о компаниях экономики, поскольку это не всегда может быть под контролем регулирующего органа или органа по ценным бумагам.

Корпоративная правовая база, способствующая выпуску акций и облигаций, имеет жизненно важное значение для развития рынков облигаций. Такая благоприятная и надежная правовая база обычно устанавливает гладкие и справедливые процедуры для деятельности, необходимой для выпуска акций и облигаций, чтобы обеспечить как выгоды, так и защиту компаний и инвесторов. Это ключевая основа для сильного и эффективного рынка облигаций, особенно для развивающихся рынков.

Рост и развитие рынков корпоративных облигаций зависят от различных факторов. Благоприятная среда, состоящая из гибких и оптимизированных нормативных требований, важна для облегчения выпуска корпоративных облигаций. Поддерживающая правовая база компании, более легкое регулирование и индивидуальные требования к раскрытию информации и представлению документации для предложений профессиональным инвесторам могут минимизировать входные барьеры на рынок корпоративных облигаций и увеличить выпуск.

Корпоративное законодательство обычно требует, чтобы собрание совета директоров принимало решение о выпуске акций или облигаций, а также требует, чтобы собрание акционеров проводилось для утверждения такого решения. Как правило, совет директоров компании несет ответственность за принятие решений в отношении управления компанией, включая методы финансирования. Директора могут провести собрание совета директоров, чтобы решить, следует ли компании искать финансирование за счет займов в банках или путем выпуска акций или облигаций. В этом отношении важную роль играют законы о компаниях, в том числе устанавливающие квалификацию директоров, методы выбора директоров, правила и процедуры проведения заседаний совета директоров и так далее. Надежная правовая база должна обеспечивать справедливость методов выбора директоров и состава совета директоров. Закон также должен требовать, чтобы директора проявляли должную осторожность при принятии решений. Это сделано для того, чтобы решения, принимаемые советом директоров, были выгодны как для компании, так и для инвесторов.

Взаимоотношения между выпуском облигаций и держателями облигаций представляют собой отношения между кредитором и кредитором. Если эмитент становится неплатежеспособным, наличие действующей системы банкротства или реорганизации бизнеса может увеличить шансы держателей облигаций на получение выплаты долга.

Законы о банкротстве на различных рынках обеспечивают разную степень защиты держателей облигаций. Эта защита является ключевым элементом эффективного рынка облигаций, поскольку цель законов о банкротстве состоит в том, чтобы управлять активами неплатежеспособного должника и способствовать распределению этих активов для выплаты кредиторам, обеспечивая при этом, чтобы оставшиеся активы должника не подвергались опасности. и чтобы кредиторы получали выплаты в соответствии с размером их долгов и их кредитными приоритетами. Процедуры банкротства обычно состоят из следующих элементов:

- Активы должника заморожены. Кредиторы не могут применять меры в отношении активов должника, кроме как в рамках процедуры банкротства;
- Активы должника собираются и подлежат распределению между кредиторами *pro rata* и *pari passu* с учетом приоритетов кредиторов. Например, приоритетные кредиторы, такие как обеспеченные кредиторы, кредиторы с титульным финансированием или кредиторы с правом зачета, будут первыми, кто получит право на активы должника. Оставшиеся активы затем будут распределены между приоритетными кредиторами;
- Отмена и требование реституции от неправомерной передачи собственности несостоятельного должника разрешены. Примером может служить передача собственности несостоятельного должника с осознанием того, что такая передача уменьшит активы, которые будут доступны кредиторам при распределении по банкротству.

Держатели облигаций представляют собой большую группу кредиторов в большинстве случаев банкротства, хотя они не всегда могут получать приоритет в том же ранге, что и другие кредиторы. Таким образом, наличие процедур банкротства, эффективных с точки зрения защиты держателей облигаций, будет важным фактором для инвесторов. Если процедуры банкротства эффективны при сборе активов должника и требовании реституции в результате неправомерной передачи активов должника, у кредиторов будет больше шансов вернуть свою инвестиционную сумму в случае банкротства эмитента. Более того, если система защиты обеспеченных кредиторов в отношении обанкротившегося должника будет ясной и эффективной, инвесторы, которые заинтересованы в инвестировании в обеспеченные облигации, будут более охотно вкладывать средства в рынки облигаций.

Помимо эффективных положений о банкротстве и реорганизации, также необходимы эффективные судебные и исполнительные процессы для эффективного соблюдения таких законов. Это требует навыков и опыта судов, а также быстрого процесса исполнения. Например, официальный управляющий, который управляет

активами банкрота, должен работать эффективно; судьи по делам о банкротстве и реорганизации должны хорошо разбираться в бизнесе, чтобы принимать решения, которые приносят наибольшую пользу участникам дела о банкротстве или реорганизации; и судебный процесс должен быть своевременным, чтобы не отставать от реальных деловых ситуаций и минимизировать любой ущерб и расходы, которые могут быть понесены сторонами.

Как банкротство, так и реорганизация бизнеса, как правило, требуют участия кредиторов, чтобы они имели право на погашение и пользовались другими правами и преимуществами, предусмотренными правовыми рамками. Например, типичный закон о банкротстве может предусматривать, что кредиторы должны подать заявление о погашении через процедуры банкротства или реорганизации бизнеса в течение установленного периода. В противном случае кредиторы могут вообще не получить выплаты. Более того, в делах о банкротстве проводятся собрания кредиторов для принятия решения о том, следует ли объявить должника банкротом или принять решение о структуре долга или реструктуризации долга. В случае реорганизации бизнеса проводятся собрания кредиторов, чтобы выбрать планировщика, который подготовит план реорганизации бизнеса, и решить, принимать ли предложенный план.

Поскольку выпуск облигаций может включать в себя большое количество держателей облигаций, а владелец облигации мог вложить средства в несколько облигаций, для каждого отдельного инвестора было бы слишком обременительно брать на себя обязанности кредитора в делах о банкротстве и реорганизации, если эмитент становится неплатежеспособным, например, ему приходится подавать на погашение и посещать собрания кредиторов. Следовательно, необходимо создать представителя держателей облигаций или доверительного управляющего, чтобы иметь право действовать от имени держателей облигаций, чтобы минимизировать бремя инвесторов, которое поможет стимулировать участие в рынках облигаций.

Законы о банкротстве и реорганизации бизнеса имеют целью управлять активами платежеспособного должника в интересах как должника, так и кредиторов. Таким образом, наличие эффективных процедур банкротства и реорганизации, усиливающих защиту держателей облигаций, способствует и поддерживает развитие и рост рынков облигаций.

Условия облигационных выпусков регулируют права и обязанности между эмитентом облигаций и держателями облигаций. Определения дефолта и последствий дефолта являются одними из ключевых положений, которые следует учитывать, поскольку риск дефолта является проблемой для инвесторов в облигации. Как

упоминалось выше, законы о банкротстве могут обеспечить защиту инвесторов, но наличие конкретных условий самой облигации, учитывающих эти риски, позволяет инвесторам лучше определять эти риски в количественном отношении. Как правило, в таких условиях указывается, что, если эмитент нарушает положение о неисполнении обязательств и не устраняет такое неисполнение в течение фиксированного периода, держатели облигаций могут потребовать от эмитента возврата капитала и других непогашенных долгов.

Определения дефолта и его последствий входят в число инструментов, которые помогают защитить инвестиции держателей облигаций. Определения дефолта часто состоят из списка событий, которые могут повлиять на способность эмитента облигаций произвести выплаты инвесторам. Типичные события, кроме невыполнения платежа, могут включать неплатежеспособность, ликвидацию, нарушение других обязательств в отношении облигации или перекрестный дефолт. Чем шире список, тем больше рассматривается рискованных ситуаций и тем больше защиты предлагается инвесторам.

Например, облигация может предусматривать перекрестный дефолт как событие дефолта и ускорение выплаты долга как следствие дефолта. То есть, когда эмитент не выполняет другое долговое обязательство, эмитент также считается неисполненным по облигации, что позволяет держателям облигаций требовать ускорения погашения непогашенной задолженности одновременно с кредиторами такой другой задолженности. Без условий перекрестного дефолта и ускорения держателям облигаций пришлось бы ждать до даты погашения, первоначально указанной в условиях. К тому времени существует риск того, что у эмитента может не остаться достаточно активов для погашения.

Наличие четких определений дефолта снижает вероятность будущих споров по поводу того, произошло ли событие дефолта, и является важным фактором, влияющим на инвестиционное решение инвестора. Эти условия позволяют инвесторам точно оценить свою подверженность риску, прежде чем принять решение об инвестировании в облигацию.

Некоторые юрисдикции, такие как Малайзия, устанавливают минимальные требования в отношении определений дефолта по облигации, в то время как в других юрисдикциях определения дефолта остаются предметом переговоров. Таким образом, инвесторы в юрисдикциях, в которых действуют правила определения дефолта, могут пользоваться большей защитой в отношении инвестиций в облигации, что может способствовать росту рынка облигаций в таких юрисдикциях. С другой стороны, для юрисдикций без минимальных требований к определению дефолта определение может в

значительной степени зависеть от переговорных полномочий каждой участвующей стороны. Более авторитетные организации с большей переговорной властью, такие как правительственные агентства или крупные корпорации, могли бы оговорить более сложные условия признания дефолта с меньшей вероятностью наступления и более длительными периодами отсрочки платежа или дать двусмысленные определения, затрудняющие определение того, является ли дефолт событие дефолта действительно произошло. Фактически, инвесторы на большинстве рынков облигаций предпочитают более простое признание дефолта. Например, инвесторы предпочли бы, чтобы пропущенный платеж немедленно истолковывался как дефолт, в отличие от наличия длительного льготного периода, прежде чем пропущенный платеж истолковывался как дефолт.

Таким образом, рынок облигаций, на котором облигации имеют четкие условия и четкое определение дефолта, обеспечит более надежную защиту и более безопасные условия для инвесторов, тем самым привлекая больше инвестиций. Напротив, меньшая защита удерживает инвесторов от инвестирования в облигации и препятствует росту и развитию рынка облигаций. Одна из стратегий для достижения этого - наличие поддерживающих правил и политик. Поэтому важно признавать и придерживаться последствий положений и условий, а также определения дефолта по облигациям.

Использование четких определений и стандартной терминологии на рынке облигаций имеет решающее значение. Рекомендуется тщательно учитывать при определении технических терминов в законах и нормативных актах, особенно на развивающихся рынках, где нормативно-правовая база только сейчас формируется. Хотя определения и термины, характерные для отдельных внутренних рынков, неизбежны, следует попытаться применить международно признанные термины и определения, насколько это возможно. Это связано с тем, что международные инвесторы неизбежно будут пересматривать новые рынки, их термины и определения в соответствии со своими собственными справочными системами. Институциональные инвесторы с опытом работы на международных рынках облигаций ожидают определенного признания при оценке терминологии нового рынка. Если этого не сделать, инвесторы могут оказаться от продолжения, стать жертвой двусмысленности или создать неправильное представление о целевом рынке. Нельзя позволять такой двусмысленности и неправильным представлениям укорениться, поскольку на их устранение уходит много времени. У зарождающихся или пограничных рынков особенно есть прекрасная возможность принять стандартные термины и определения, используемые на международном рынке по мере того, как они устанавливают свои институты, правила и практику.

Правила бухгалтерского учета и стандарты финансовой отчетности являются основным языком ведения бизнеса. Они могут сопоставимым образом предоставить информацию о финансовом положении компании как внутренним, так и внешним сторонам. Принципы регулирования ценных бумаг IOSCO для эмитентов гласят, что должно быть полное, точное и своевременное раскрытие финансовых результатов, рисков и другой информации, которая имеет значение для решений инвесторов (Принцип 16). Кроме того, Принцип 18 гласит, что стандарты бухгалтерского учета, используемые эмитентами для подготовки финансовой отчетности, должны быть высокого и международно приемлемого качества. Своевременность, точность, целостность и сопоставимость раскрытия информации эмитентом важны для поддержания доверия инвесторов и, следовательно, содействия стабильной международной финансовой системе. В разных юрисдикциях можно соблюдать разные традиции бухгалтерского учета в ответ на различные потребности пользователей. Но необходимо обеспечить сопоставимость и совместимость.

Первоначальное и постоянное раскрытие информации является ключевыми аспектами выпуска и торговли долговыми ценными бумагами. Возможность обеспечить такое раскрытие информации была принята в качестве одного из элементов AMBIF, поскольку это было признано важной международной передовой практикой, которая привлекает профессиональных институциональных инвесторов, таких как пенсионные фонды. Финансовая информация является важным компонентом информации, раскрываемой до выпуска и с регулярными интервалами отчетности, и в основе финансовой информации, предоставляемой эмитентом, являются стандарты бухгалтерского учета или стандарты финансовой отчетности данной юрисдикции.

Отсутствие последовательных стандартов финансовой отчетности одна из причин отсутствия трансграничных операций в регионе, а также различные лежащие в основе методы бухгалтерского учета.

Кредитная оценка или кредитный анализ направлен на оценку кредитоспособности заемщика, которым может быть правительство, корпорация или физическое лицо. Кредитоспособность - это суждение кредитора о способности заемщика выполнить свои финансовые обязательства по ссудам, облигациям и другим финансовым контрактам, или, другими словами, оценить вероятность того, что заемщик не выполнит свои финансовые обязательства. Есть много способов провести кредитную оценку или кредитный анализ, но когда заемщик является коммерческим субъектом, таким как корпорация, кредитная оценка или анализ обычно охватывает финансовую отчетность компании, бизнес-профиль, качество управления, послужной список и бизнес / отраслевую среду. (включая

конкурентные позиции). Если компания принадлежит к бизнес-группе или принадлежит другому лицу, возможная поддержка со стороны группы или материнской компании также может быть важным фактором при оценке.

Традиционно кредиторы полагались на субъективное суждение при оценке кредитоспособности заемщика. Однако в настоящее время количественная оценка, основанная на статистических моделях, и использование систем кредитного скоринга стали более распространенными для оценки кредитоспособности, хотя человеческое суждение все еще играет роль в различной степени качественного суждения в зависимости от различных кредитных организаций и может быть ключевым фактором в оценке кредитоспособности.

Среди факторов, учитываемых при оценке кредитоспособности, оценка финансовой устойчивости / рисков обычно зависит от количественной оценки финансовой отчетности компании. На основе баланса компании и отчетов о совокупном доходе рассчитываются различные финансовые коэффициенты для оценки финансового положения компании. Хотя исторические данные обычно составляют основу финансового анализа, прогнозы также могут использоваться в анализе, чтобы обеспечить перспективную информацию. Поскольку финансовое положение компании может значительно измениться, качественная оценка ее бизнес-профиля, качества управления и деловой / отраслевой среды является важным дополнением к количественной оценке.

Для кредиторов одной из практических целей проведения оценки кредитоспособности заемщика является присвоение кредитного рейтинга для измерения кредитоспособности заемщика в сравнении с аппетитом кредитора к риску. Следовательно, банкам и другим финансовым учреждениям необходимо развивать свои внутренние возможности для проведения кредитной оценки и присвоения кредитных рейтингов. Наличие достаточных возможностей позволяет банкам и другим финансовым учреждениям использовать свои внутренние оценки риска в качестве основы для управления рисками и расчета достаточности капитала. Однако, когда таких внутренних возможностей недостаточно, включая потенциальную нехватку достаточных данных о случаях дефолта и убытков в прошлом, финансовые учреждения, включая некоторые банки, используют внешние рейтинги, присвоенные внешними сторонами, их системы управления рисками или используют их в качестве ориентира.

Рейтинговые агентства предоставляют кредитный рейтинг для обозначения общей кредитоспособности заемщика (рейтинг должника или эмитента). Они также присваивают кредитный рейтинг конкретной долговой ценной бумаге (рейтинг объекта или выпуска), при этом в дополнение к кредитоспособности заемщика также учитываются обеспечение,

структурой сделки и другие средства защиты от дефолта, заложенные в сделке. На рынках облигаций рейтинги присваиваются различным долговым инструментам, таким как государственные облигации, муниципальные облигации, корпоративные облигации, ценные бумаги, обеспеченные активами, и коммерческие бумаги, в зависимости от их характера и кредитоспособности отдельного эмитента.

Получить данные о ценах на облигации на внебиржевом рынке всегда сложно, потому что торговля облигациями осуществляется путем переговоров между контрагентами по телефону, через голосового или междилерского брокера. Это особенно часто бывает, когда рыночная торговля происходит в основном по телефону. На некоторых рынках котировки брокеров могут быть доступны только для справки, и сделки могут быть недоступны по таким ориентировочным ценам. Информация о ценах на облигации является основой для справедливой оценки долговых ценных бумаг в те дни, когда сделки не проводятся. Таким образом, для обеспечения прозрачности рынка и повышения его ликвидности регулирующим органам необходимо рассмотреть способы улучшения информации о ценах на рынке.

Возможное решение - создать платформу общего рынка и публиковать котировки и торгуемые цены. Это может быть официальная платформа, предназначенная для использования регулирующим органом рынка ценных бумаг и управляемая существующими поставщиками инфраструктуры финансового рынка, решение, предоставляемое СРО, или рыночное решение. Платформа может принадлежать правительству или регулятору рынка ценных бумаг и часто от их имени управляется биржами ценных бумаг или агентствами по ценообразованию облигаций, которые уже имеют опыт сбора, обработки и публикации информации о транзакциях. Часто участники торгов на внебиржевых рынках уже используют широко признанные международные или общепризнанные коммерческие торговые платформы для запроса котировок и подтверждения сделок с долговыми цennыми бумагами. Примерами таких платформ являются Bloomberg, Reuters и TradeWeb.

Использование такой платформы часто сопровождается указанием конкретных временных рамок для регистрации заключенных сделок, обычно через 15 или 30 минут после исполнения. Прозрачность повышается за счет своевременного предоставления такой информации, которая, в свою очередь, позволит участникам рынка внимательно следить за рынком и принимать решения на основе реальной рыночной активности, а не на предположениях или предположениях. Полученная информация обычно отображается для всех участников рынка через доступ к инструменту сбора данных или общей торговой

платформе, а также для широкой публики через соответствующую инфраструктуру финансового рынка (ИФР) и другие веб-сайты с информацией о облигациях.

Ключевыми элементами достижения определенного уровня прозрачности для участников рынка, регулирующих органов и заинтересованных сторон являются правила торговли и / или рыночная практика. Правила торговли включают предписания для размеров сделок; время и методы торговли; и методы округления, а также включение или исключение начисленных процентов при котировке цен, которые называются «грязной ценой» или «чистой ценой» соответственно. Целью установления этих правил и практик является достижение определенного уровня стандартизации и предсказуемости поведения участников торгов, а также введение в действие торговых и пост-торговых процессов. Стандартизация важна для контрагентов, потому что сделки учитываются в лимитах контрагентов и представляют собой общие критерии подверженности риску, при этом торговая деятельность должна быть измерена с точки зрения таких рисков и с точки зрения возникающих финансовых обязательств. Проведение торговых операций предсказуемым образом облегчает наблюдателям за рынком и надзорным органам наблюдение за такой деятельностью. Предсказуемость также облегчает проверки соблюдения соответствующих правил, установленных регулирующим органом или другими руководящими органами.

Правила торговли определяются, управляются и соблюдаются операторами биржевого рынка облигаций, назначенным оператором платформы или СРО, уполномоченным саморегулировать внебиржевой рынок. Правила торговли могут подлежать утверждению соответствующим регулятором рынка ценных бумаг, в частности, если рыночная ассоциация, представляющая участников торгов, не имеет полных полномочий саморегулирования или если регулирующий орган оставляет за собой право сделать это в своих правилах.

В отсутствие конкретных правил торговли, например на традиционном рынке ОТС, рыночная практика часто играет роль правил торговли. Здесь участники рынка соглашаются и обязуются соблюдать ряд согласованных практик, обычно путем переговоров, проводимых или через организацию рынка облигаций или СРО, уполномоченную управлять внебиржевым рынком облигаций. Кроме того, рыночная практика может возникать в результате интерпретации существующих правил торговли или в тех случаях, когда правила торговли оставляют место для развития конкретных практик. Типичными примерами рыночной практики являются время отсечения для сделок, если расчет должен быть произведен к определенной дате, и цикл расчетов для определенных типов инструментов из-за их характера или сложности. Рыночные

практики, связанные с торговлей, часто также называют торговыми соглашениями. Поскольку участники рынка включают в себя как местных, так и иностранных участников, необходимо установить правила и практику торговли в соответствии с мировой рыночной практикой и торговыми соглашениями.

Требования выхода на рынок могут существовать для эмитентов и инвесторов, желающих выпустить долговые ценные бумаги или инвестировать в долговые ценные бумаги на данном рынке.

Требования к выходу на рынок для эмитентов могут включать регистрацию в соответствии с действующими нормативными актами и необходимость соблюдения предписаний по обмену иностранной валюты, таких как практика обмена выручки, полученной в местной валюте, на иностранную валюту, если предполагается, что выручка будет рынок выпуска. В таких случаях часто ожидается, что срок владения по сделке своих будет соответствовать сроку владения выпущенными долговыми ценными бумагами.

Требования к выходу на рынок для инвесторов раньше были сложными и обременительными, но в основном сводились к необходимости для инвесторов получить удостоверение личности инвестора. Рынки, на которых требуется идентификатор инвестора, обычно навязывают этот идентификатор всем участникам рынка, включая внутренние юридические и физические лица. Идентификатор используется для отслеживания деятельности инвестора и для отчетности и, возможно, для целей налоговой отчетности, но также может предложить инвестору возможность доступа и просмотра своих активов через всех используемых посредников.

Получение идентификатора инвестора обычно поддерживается назначенными инвестором посредниками, такими как брокер, но также может быть облегчено биржей, депозитарием ценных бумаг или регулирующим органом рынка ценных бумаг, в зависимости от обстоятельств.

Информация об облигациях и нотах, выпущенных на определенном рынке, часто легко доступна как розничным, так и профессиональным инвесторам через ряд официальных онлайн-ресурсов, а также через рыночных посредников и поставщиков информации. Инвесторы в основном могут получить информацию о выпуске облигаций и нот, подробные сведения об эмитенте и соответствующие финансовые данные с помощью предписаний о раскрытии информации в законах и нормативных актах. Кроме того, ряд рыночных институтов может также предлагать - обычно через свои веб-сайты - исчерпывающую информацию о рынке облигаций, начиная от общих описаний рынка облигаций, индивидуальных характеристик рынка и инструментов до подробных сведений о ценах или доходности и другие статистические данные.

Раскрытие информации по облигациям обычно подразделяется на раскрытие информации перед выпуском, включая выпускающие документы, такие как проспект эмиссии, рейтинговые документы, юридические заключения и другое содержание; раскрытие информации после выпуска, например о результате выпуска; и раскрытие информации в течение срока действия облигаций и нот, такой как рейтинговые документы, финансовая отчетность, объявления о выплате процентов и основной суммы, объявления о значительных событиях и другая подобная информация.

Требования к раскрытию информации и, следовательно, доступная информация и основные данные могут различаться для разных сегментов рынка в данной юрисдикции или между юрисдикциями. В то же время требования к раскрытию информации для разных типов облигаций и нот на одном рынке также могут различаться.

Безопасные и эффективные системы торговли, платежей, клиринга и расчетов снижают системные риски и способствуют прозрачности и финансовой стабильности. Надежная ИФР оказалась важным источником силы на финансовых рынках, вселяя уверенность участников рынка в своевременное выполнение своих обязательств даже в периоды рыночного стресса. Операции с государственными ценными бумагами включают частые переводы крупных сумм денег и ценных бумаг, которые могут подвергать участников рынка и инвесторов значительным системным рискам. Частые переводы на крупные суммы также могут повлечь за собой значительную временную стоимость денег, требующую скорейшего расчета. Таким образом, для обеспечения бесперебойной работы рынка требуются высоконадежные и эффективные клиринговые и расчетные системы. Клиринговые и расчетные системы должны предоставлять участникам рынка эффективные, экономичные и удобные услуги для снижения операционных издержек. Они должны обеспечивать справедливый доступ для расширения и углубления участия на рынке, контролируя при этом риск контрагента.

Основа хорошо функционирующей инфраструктуры клиринга и расчетов - это оперативная эффективность и надежность, поддерживаемая четкой и надежной правовой базой, которая может применяться с высокой степенью определенности и скорости. Правовая база включает законы о собственности и банкротстве, а также законы, относящиеся к работе систем расчетов по ценным бумагам. Подробные операционные правила и положения должны быть предоставлены регулирующим органом и оператором (ами) клиринговой и расчетной системы в соответствии с Принципами для инфраструктуры финансового рынка.

Коммуникация между государством и участниками рынка.

В общении с участниками рынка у правительства много лиц. Это регулирующий орган рынка ценных бумаг, который должен рассматривать обмен информацией как средство обеспечения эффективности своей политики и прозрачности рынка. Кроме того, это эмитент облигаций, который хочет дешево и беспрепятственно привлекать средства. Кроме того, именно налоговый орган может иметь значительное влияние на участников рынка, поскольку налогообложение может изменить поведение рынка. Кроме того, центральный банк как орган государственной власти играет важную роль, поскольку государственные облигации являются ключевыми активами, которые должны использоваться для рыночных операций центрального банка.

Общение с центральными банками может быть важным инструментом денежно-кредитной политики, поскольку оно способно двигать финансовые рынки. Аналогичным образом, общение со стороны правительства может быть важным инструментом политики. Это может не только двигать рынок, но также способствовать или даже препятствовать развитию рынка. Улучшение понимания общественностью государственной политики может снизить экономическую и финансовую неопределенность. Если участники рынка смогут лучше понять, как реализуется политика, и могут ли они двигаться или реагировать на шоки и изменения, доходность облигаций будет реагировать более плавно, чем ожидалось. Ясность государственной политики может помочь закрепить ожидания участников рынка, следовательно, они могут взять на себя долгосрочное обязательство внести свой вклад в развитие рынка. Таким образом, в правительстве регулятор рынка ценных бумаг, эмитент облигаций и налоговый орган вместе с центральными банками должны координировать свою деятельность и избегать отправки на рынок противоречивых сообщений. Желательно, чтобы они пришли к общему пониманию того, как общаться с участниками рынка, хотя их политика может иметь разную направленность.

Такое общение или взаимодействие между государством и участниками рынка может осуществляться в различных формах, таких как через назначение первичных дилеров и диалог с ними, делегирование регулирующих полномочий саморегулируемой организации (СРО), и диалог с органом, представляющим рынок, таким как отраслевая ассоциация или ассоциация посредников. Эти меры могут использоваться по отдельности или в комбинации и могут применяться в соответствии с конкретными этапами развития рынка облигаций.

Коммуникация или взаимодействие между участниками рынка, по сути, представляет собой петлю обратной связи, которую можно использовать для оценки намерений политиков, но также ее можно использовать для проверки результатов

деятельности участников рынка на благо рынка в целом. Ключ к успеху и эффективному использованию общения или взаимодействия лежит в степени взаимного доверия. Управленческие способности каждой стороны также являются ключом к выполнению своей роли в соответствии с законом, постановлениями или индивидуальным мандатом.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В эмпирических исследованиях влияния уровня развития финансовой системы на экономическое развитие акцент делался на следующих направлениях. Прежде всего, анализируется совместная динамика экономического развития и развития финансового сектора. При помощи межстранных сравнений, анализа временных рядов и панельных данных выделяются те экономические характеристики, которые тесно связаны с показателями развития финансовой инфраструктуры. Установлена устойчивая статистическая связь между экономическим ростом, темпами накопления капитала, ростом производительности с одной стороны, и различными индикаторами развития финансового сектора.

Далее, экономистами были предприняты попытки определить, является ли найденная связь причинно-следственной. Определение причинно-следственных связей по эмпирическим данным связано с весьма существенными трудностями и ограничениями. На каждом этапе полученные эмпирические выводы тщательно проверялись на устойчивость. Обобщая имеющиеся эмпирические результаты, можно сказать, что в целом наличие причинно-следственной связи подтверждается, хотя, безусловно, невозможно это утверждать окончательно. Более того, есть некоторое подтверждение наличия обратной связи, т.е. воздействия экономического роста на развитие финансового сектора.

Наконец, опираясь на исторические данные, не удалось установить, какой из типов финансовых систем (система с доминированием банков или система с доминированием фондовых рынков) эффективнее способствует росту. Характерно, что этот эмпирический результат хорошо согласуется с соответствующим теоретическим результатом. В целом гипотеза о наличии влияния эффективности финансового сектора на экономическое развитие подтверждается на исторических данных. Причем есть основания утверждать, что эта связь является причинно-следственной, и ее масштаб статистически значим, из чего следует ряд рекомендаций в области политики по развитию финансового сектора. Полученные результаты являются устойчивыми к различным статистическим методам их проверки. Главным каналом воздействия развитых финансовых институтов является рост производительности и темпов накопления капитала. Более эффективные финансовые посредники позволяют компаниям получать внешнее финансирование и расти более высокими темпами. При этом структура финансового сектора не играет значимой роли. Есть также основания полагать, что в некоторых случаях существует и обратное влияние со стороны экономического роста на финансовый сектор в том смысле, что по мере экономического роста возникает дополнительный спрос на услуги финансовых посредников, что приводит к развитию финансового сектора.



## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Demirguc-Kunt Asli, Maksimovic Vojislav (2002), Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems // *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, Issue. 3, pp. 337-363.
2. Demirguc-Kunt Asli, Maksimovic Vojislav (1998), Law, Finance and Firm Growth // *Journal of Finance*, Vol 53, Issue 6, pp. 2107-2137.
3. Demirguc-Kunt Asli, Levine Ross (1999), Financial Structures across Countries: Stylized Facts // Washington D.C.; World Bank, mimeo
4. Levine Ross (2002), Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? // *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 11, No.4, pp. 398-428
5. Nile Stephen Campbell, "Fannie Mae Officials Try to Assuage Worried Investors," *Real Estate Finance Today*, May 10, 1999.
6. Goldsmith Raymond (1969), *Financial Structure and Development* // New Haven, CT: Yale University Press
7. King Robert, Levine Ross (1993a), Finance, entrepreneurship and growth: theory and evidence // *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, Issue 3, pp. 513–542
8. King Robert, Levine Ross (1993b), Financial intermediation and economic development // *Financial Intermediation in the construction of Europe*, London: Centre for Economic Policy Research, pp. 156-189
9. Levine Ross, Zervos Sara (1996), Stock market development and Long-run Growth // *World Bank Economic Review*, Vol. 10, No.2, pp. 323-339
10. Levine Ross, Zervos Sara (1998), Stock markets, Banks and Economic Growth // *American Economic Review*, Vol. 88, No. 3., pp. 537-558
11. Atje Raymond, Jovanovic Boyan (1993), Stock Markets and Development // *European Economic Review*, Vol. 37(2/3), pp. 632-640
12. Khan Mohsin S., Senhadji Abdelhak S. (2000), Financial Development and Economic Growth: An Overview // IMF Working Paper, WP/00/209
13. King Robert, Levine Ross (1993c), Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right // *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No.3, pp. 717-737
14. Roubini Nouriel, Sala-i-Martin Xavier (1991), Financial Development, the Trade Regime and Economic Growth // NBER Working Paper No. 3876
15. Rousseau Peter, Wachtel Paul (1998), Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrialized Countries // *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 30, No.4, pp. 657-678

16. Hassan Kabir, Sanchez Benito, Yu Jung-Suk (2011), Financial Development and Economic Growth: New Evidence from Panel Data // Quarterly Review of Economics and Finance, Vol.51, Issue 1, p. 88-104
17. Calderon Cesar, Liu Lin (2003), The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth// Journal of Development Economics, Vol. 72, Issue 1, pp.321-334
18. Arestis Philip, Demetriades Panicos, Luintel Kul (2001), Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets // Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 33, No.1, pp. 16-41
19. Neusser Klaus, Kugler Maurice (1998), Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence from OECD Countries // Review of Economics and Statistics, Vol. 80, No. 4, pp. 628-646
20. Calderon Cesar, Liu Lin (2003), The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth// Journal of Development Economics, Vol. 72, Issue 1, pp.321-334
21. Geweke John (1982), Measurement of Linear Dependence and Feedback between Time Series // Journal of the American Statistical Association, Vol. 77, No. 378, pp. 304-313
22. «Мир катится в глубочайшую рецессию. Что изменится в 2021 году?». Статья АиФ. 28.10.20.  
[https://aif.ru/money/economy/mir\\_katitsya\\_v\\_glubochayshuyu\\_recessiyu\\_chto\\_izmenitsya\\_v\\_2021\\_godu](https://aif.ru/money/economy/mir_katitsya_v_glubochayshuyu_recessiyu_chto_izmenitsya_v_2021_godu)
23. Financing growth in innovative firms: consultation response. HM Treasury. November 2017.  
[https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/661398/Patient\\_Capital\\_Review\\_Consultation\\_response\\_web.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/661398/Patient_Capital_Review_Consultation_response_web.pdf).
24. Sabrina T. Howell. Financing Innovation: Evidence from R&D Grants. American Economic Review vol. 107, no. 4, April 2017 (pp. 1136-64)
25. BPIFrance et al. (2016), Building momentum in Venture Capital across Europe, <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-Studien-und-Materialien/Building-Momentum-in-Venture-Capital-across-Europe.pdf>
26. Kraemer-Eis, H., S. Signore and D. Prencipe (2016), The European venture capital landscape: An EIF perspective. Volume 1: The impact of EIF on the VC ecosystem, <https://ideas.repec.org/p/zbw/eifwps/201634.html>

27. Pradhan, R. et al. (2017), Venture capital investment, financial development, and economic growth: the case of European single market countries, <http://dx.doi.org/10.1080/13691066.2017.1332802>
28. Prequin (2018), 2018 Prequin Global Private Debt Report, <http://docs.preqin.com/samples/2018-Preqin-Global-Private-Debt-Report-Sample-Pages.pdf>
29. Nassr, I. and G. Wehinger (2015), Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs, <https://www.oecd.org/finance/Unlocking-SME-finance-through-market-based-debt.pdf>.
30. World Federation of Exchanges (2017), SME Financing and Equity Markets, <https://www.worldexchanges.org/home/index.php/files/18/Studies---Reports/398/WFE-Report-on-Equity-Market-Financing-of-SMEs.pdf>
31. Kroszner, R. S. and Rajan, R.G. (1994), “Is the Glass-Steagall Act Justified? A Study of the U.S. Experience with Universal Banking before 1933”, *American Economic Review*, Vol. 84, No. 4, pp. 810 - 32.
32. Gande, A., M. Puri, A. Saunders, and I. Walter (1997), “Bank Underwriting of Debt Securities: Modern Evidence”, *Review of Financial Studies*, 54, 1175-1202
33. Dell’Ariccia, G., D. Igan and L. Laeven (2008), “Credit booms and lending standards: Evidence from the subprime mortgage market”, *International Monetary Fund Working Paper No 08/106*
34. Mian A. and Sufi A. (2009), “The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the Mortgage Default Crisis”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 124, Issue 4, November.
35. Capital Requirements Directive IV. DIRECTIVE 2013/36/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 26 June 2013. <https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/key-initiatives/capital-requirements-directive-iv>
36. Capital Requirements Regulation (CRR): Corrigendum to Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No 648/2012. <https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/single-rulebook/interactive-single-rulebook/504>