

Проблемы консолидации банковских ресурсов с использованием фондового рынка

© 2009 Д.А. Кольцов

Осуществляется оценка роли консолидации ресурсов банков с помощью механизмов фондового рынка (публичное размещение акций, субординированные займы, гибридные ценные бумаги, секьюритизация активов и др.). Анализируются современные тенденции развития фондового рынка. Рассматриваются новые механизмы привлечения ресурсов на фондовый рынок и в банковскую систему, меры по нейтрализации кризисных ситуаций.

Ключевые слова: фондовый рынок, консолидация ресурсов банка, публичное размещение акций, субординированные займы, гибридные ценные бумаги, секьюритизация активов, эмиссия долговых ценных бумаг, институты коллективного инвестирования.

С развитием и углублением системы финансового посредничества фондовый рынок начинает играть все более заметную роль в процессах консолидации банковских ресурсов, привлечении кредитными организациями долгосрочных пассивов, росте их финансовой устойчивости и конкурентоспособности. Выход кредитных организаций на фондовый рынок способствует повышению прозрачности и открытости банковского бизнеса, увеличению притока инвестиций в банковский сектор, существенному расширению масштабов финансирования банками национальной экономики¹.

Анализ общемировых тенденций позволяет выделить следующие основные формы консолидации банковских ресурсов на фондовом рынке: публичное размещение акций, привлечение субординированных займов, выпуск гибридных инструментов, эмиссия долгосрочных долговых ценных бумаг, секьюритизация банковских активов и, наконец, аккумуляция средств в фондах коллективных инвестиций.

Финансовые ресурсы, консолидируемые банками в ходе *публичных размещений акций*, позволяют им не только быстрее нарастить объемы кредитования национальной экономики, но и активнее развивать региональную банковскую инфраструктуру.

Считается, что для успешного первичного публичного размещения акций его объем должен составлять не менее 100 млн. долл. В противном случае расходы по организации выпуска и размещению акций, а также совершенствованию системы корпоративного управления окажутся для кредитной организации гораздо выше, чем при других формах консолидации банковских ресурсов.

Другой широко распространенной формой консолидации банковских ресурсов на фондовом рынке является *выпуск субординированных зай-*

мов, выступающих основным источником повышения уровня достаточности капитала для кредитных организаций, не готовых или не заинтересованных в публичном размещении акций.

Банки прибегают к размещению субординированных займов гораздо чаще, чем к проведению публичных размещений акций. Так, в 2007 г. кредитные организации разместили во всем мире субординированных долговых бумаг на сумму более 120 млрд. долл. - в 3 раза больше, чем посредством публичных размещений акций. Совокупные объемы привлечения банками субординированных займов выросли за последние семь лет в 4 раза, сегодня они превышают 600 млрд. долл. и на них приходится примерно шестая часть всего имеющегося у банков капитала. Представим преимущества и недостатки консолидации банковских ресурсов в ходе публичных размещений акций и выпуска субординированных займов (см. таблицу).

Большое количество финансовых инструментов, применяемых кредитными организациями для консолидации ресурсов на фондовом рынке, относится к классу *гибридных ценных бумаг*, сочетающих в себе свойства акций и облигаций. Несмотря на то, что гибридные ценные бумаги существенно различаются между собой, они имеют общие, присущие только им черты. Так, эти бумаги являются необеспеченными и субординированными, не подлежат выкупу по инициативе заемщика, могут использоваться для покрытия убытков, предполагают отсрочку выплаты процентных доходов или дивидендов, если она может привести к возникновению убытков у кредитной организации².

Объем выпуска банками гибридных ценных бумаг увеличился за последние пять лет более чем в 3 раза и превышает в настоящее время 60 млрд. долл. в год.

¹ Report On Consolidation in the Financial Sector. Group of Ten. January. 2001.

² International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. Basle Capital Accord. 1998. P. 14-16.

Основные преимущества и недостатки привлечения финансирования на фондовом рынке посредством проведения публичного размещения акций и размещения субординированных облигационных займов

Форма консолидации	Преимущества	Недостатки
Публичное размещение акций	<p>Позволяет привлечь в капитал на безвозвратной основе значительные финансовые ресурсы</p> <p>Обеспечивает существенный прирост рыночной капитализации</p> <p>Снижает стоимость привлечения заимствований и позволяет заметно увеличить их объемы</p> <p>Улучшает имидж</p> <p>Формирует достаточный запас финансовой прочности для наращивания банковских операций</p>	<p>Размывает долю существующих акционеров</p> <p>Не имеет гарантированного результата</p> <p>Устанавливает жесткие требования к раскрытию информации и качеству корпоративного управления</p> <p>Требует большой подготовительной работы (процедура вывода акций занимает не менее полугода)</p> <p>Является "разовым" инструментом</p> <p>Имеет высокие издержки</p>
Выпуск субординированных облигационных займов	<p>Позволяет привлекать крупные и долгосрочные финансовые ресурсы без обеспечения</p> <p>Является серийным инструментом и может использоваться несколько раз в течение года</p> <p>Не предполагает досрочный выкуп в течение первых пяти лет с момента выпуска</p> <p>Сохраняет неизменным состав акционеров и сложившуюся систему контроля за бизнесом</p> <p>Требует меньших издержек при размещении в сравнении с публичным выпуском акций</p>	<p>Требует регулярной выплаты процентов и погашения по истечении срока обращения</p> <p>Относится на регулятивный капитал только в размере 50% от основного капитала банка</p> <p>Является высокочувствительным к финансовому состоянию заемщика инструментом</p>

Консолидация банковских ресурсов на фондовом рынке происходит не только посредством выпуска ценных бумаг, пополняющих капитальную базу кредитных организаций, но и путем привлечения банками долгосрочных заимствований.

Опыт развитых стран свидетельствует о том, что *эмиссия долговых ценных бумаг* выступает одним из наиболее эффективных способов привлечения западными банками долгосрочных пасивов.

В настоящее время совокупный объем долговых заимствований банков и иных финансовых институтов на национальном и международном фондовых рынках оценивается более чем в 40 трлн. долл., а их ежегодный прирост превышает 6,5 трлн. долл.³ Посредством размещения долговых бумаг на национальном и международных фондовых рынках банки консолидируют ресурсы, эквивалентные одной трети всего мирового ВВП⁴.

В 2000-е гг. широкое распространение получила такая форма консолидации банковских ресурсов на фондовом рынке, как *секьюритизация активов*, осуществляемая посредством выпуска долговых ценных бумаг, обеспеченных раз-

личными видами покрытия, в частности ипотечной жилой и коммерческой недвижимостью (mortgage-backed securities), потребительскими кредитами и лизинговыми платежами (asset-backed securities). В результате удается не только отделить риски по секьюритизируемым активам от риска банкротства сформировавшего их банка, но и структурировать бумаги таким образом, чтобы они максимально полно отвечали запросам инвесторов⁵. Сегодня мировой рынок секьюритизированных банковских активов оценивается более чем в 7 трлн. долл., из которых около половины приходится на США. Механизм секьюритизации банковских активов уже признан многими специалистами важнейшей финансовой инновацией последних десятилетий.

Быстрое развитие фондового рынка во второй половине XX в. положило начало процессу *дезинтермедиации банковской деятельности*, характеризующегося замещением классического кредитования финансированием, основанным на выпуске ценных бумаг, и повышением роли фондов как институтов финансового посредничества, обеспечивающих трансформацию сбережений в инвестиции⁶.

³ International Banking and Financial Market Developments // BIS Quarterly Review. June. 2008.

⁴ Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness // Global Financial Stability Report. April. 2008.

⁵ Энциклопедия российской секьюритизации. 2008. М., 2008. С. 27-38.

⁶ Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. М., 2007. С. 77-80.

Формирование финансово-банковских конгломератов способствовало превращению *институтов коллективного инвестирования* в значимый источник консолидации банками ресурсов на фондовом рынке. Объем средств, аккумулируемых банками посредством фондов коллективных инвестиций, увеличился за последние пять лет более чем вдвое и превышает в настоящее время 5 трлн. долл. Наиболее крупным институтом коллективного инвестирования на фондовом рынке являются *взаимные фонды (mutual funds)*, представляющие собой имущественный комплекс, сформированный посредством выпуска ценных бумаг (акций, паев, инвестиционных сертификатов и т.п.) и переданный для профессионального инвестирования управляющей компании.

Анализ общемировой практики консолидации банковских ресурсов на фондовом рынке позволяет сделать следующие выводы.

Во-первых, во всем мире наблюдается устойчивая тенденция роста объемов привлечения банками финансовых ресурсов посредством использования инструментов фондового рынка и повышения их доли в структуре банковских пассивов. В будущем эта тенденция будет только усиливаться. Совокупная величина ресурсов, консолидированных банками развитых и развивающихся стран посредством публичного размещения акций, привлечения субординированных займов, выпуска гибридных инструментов, эмиссии долгосрочных долговых ценных бумаг, секьюритизации банковских активов и аккумуляции средств в фондах коллективных инвестиций, уже превысила 20 трлн. долл. Сегодня через фондовый рынок банки привлекают в экономику более 4,5 трлн. долл. в год, перераспределяя почти десятую часть мирового ВВП.

Во-вторых, в последние годы объемы и темпы прироста банковских операций на международном фондовом рынке значительно опережали объемы и темпы их прироста на внутреннем. Сегодня величина финансовых ресурсов, консолидируемых банками на международном фондовом рынке, удваивается каждые четыре года, тогда как на национальном - каждые семь-восемь лет.

В-третьих, несмотря на то, что кредитные организации развивающихся стран все активнее используют инструменты фондового рынка для консолидации банковских ресурсов, их отставание от банков из развитых государств по-прежнему велико. Так, если в развитых странах посредством фондового рынка банковские институты ежегодно консолидируют ресурсы в размере не менее 5% ВВП, то в развивающихся государствах - около 1% ВВП.

Тенденции развития российского фондового рынка и его влияние на процесс консолидации банковских ресурсов. Высокие темпы роста отечественной экономики, повышение внутреннего спроса, быстрое увеличение доходов предприятий и населения и усиление деловой активности в стране способствовали ускоренному развитию национального фондового рынка и расширению участия банков в инвестиционном процессе. Объем российского фондового рынка вырос с 2000 г. в 30 раз (до 1,5 трлн. долл.) и достиг 115% ВВП. Капитализация отечественного рынка акций в последние годы ежегодно увеличивалась в среднем на 60%, демонстрируя лучшую динамику не только по сравнению с развитыми странами, но и динамично растущими фондовыми рынками Индии и Китая. В результате удельный вес России в совокупной капитализации мировых рынков акций за последние три года практически утроился. По темпам роста капитализации Россия сегодня входит в пятерку наиболее быстро растущих рынков мира⁷. Представим динамику эмитентов на российском фондовом рынке в 1995-2007 гг. (см. рисунок).

За последние три года существенно окреп российский рынок корпоративных облигаций. Его объем в минувшем году вырос на треть и превзошел рынок государственных долговых обязательств. За счет эмиссии долговых ценных бумаг отечественные корпорации и банки привлекли в 2007 г. почти 500 млрд. руб., что эквивалентно 1/10 от общего объема капиталовложений в отечественной экономике. С начала 2008 г. рынок корпоративных облигаций вырос еще на 20%. Все это говорит о том, что отечественный фондовый и долговой рынки постепенно превращаются в важный источник финансирования экономического роста страны, а акции и облигации наших компаний все более широко используются как эффективный инструмент для осуществления значительных капиталовложений, даже в условиях обостряющейся кризисной ситуации в экономике.

Уверенный рост объемов рынка секьюритизации активов в России в 2006 г. - первой половине 2008 г. позволял специалистам сделать радужные прогнозы о дальнейших перспективах его развития. Однако ипотечный кризис в США, разразившийся в середине 2007 г., привел к повсеместному падению спроса инвесторов на структурированные ценные бумаги.

⁷ Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка на долгосрочную перспективу (до 2020 года). М., 2008.

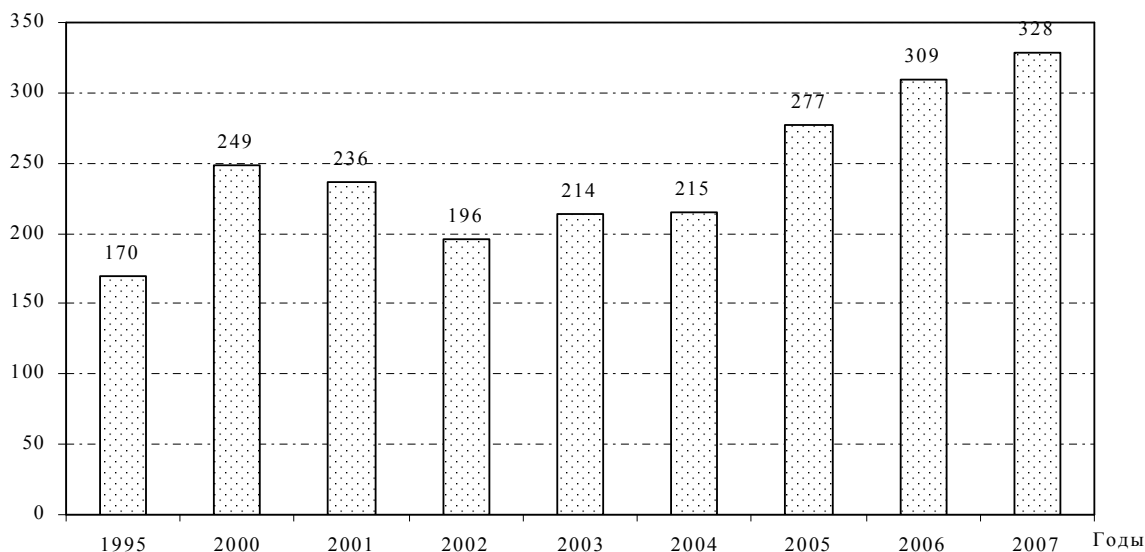


Рис. Количество эмитентов акций на российском фондовом рынке в 1995–2007 гг.

Источник. Рассчитано по данным НАУФОР.

Ни банки, ни предприятия пока не рассматривают инструменты фондового рынка в качестве основного механизма привлечения инвестиций в экономику⁸. Общий объем долгосрочных ресурсов, привлеченных ими на внутреннем рынке посредством выпуска долговых бумаг, не превышает 5% ВВП, в то время как в Китае и Бразилии этот показатель составляет более 10% ВВП, а в развитых странах - в среднем около 90% ВВП⁹. Объемы финансирования российскими предприятиями и банками инвестиций в основной капитал посредством публичного размещения акций также незначительны и составляют менее 15% в год, в 1,5–2 раза меньше, чем за рубежом. Несмотря на организацию специальных фондовых площадок, российский рынок ценных бумаг по-прежнему недоступен для малого и среднего бизнеса.

В настоящее время из более чем тысячи кредитных организаций лишь у шестидесяти акции котируются на отечественном фондовом рынке. При этом из тридцати ведущих банков страны только каждый третий вывел свои акции на биржу. Публичное размещение акций осуществили всего четыре российских кредитных организации: Сбербанк, ВТБ, банки «Возрождение» и «Санкт-Петербург».

Международный кризис ликвидности не только обозначил проблему дефицита собственных источников финансирования экономичес-

кого роста, продемонстрировав структурную слабость отечественного фондового рынка и банковского сектора, но и обнаружил всю несостоятельность государственной финансовой и денежно-кредитной политики, призванной содействовать их устойчивому и сбалансированному развитию. Отдавая должное Банку России за оперативность и своевременность мер, предпринимаемых для борьбы с растущим дефицитом ликвидности в банковском секторе, тем не менее приходится констатировать, что они, по сути, носят пожарный характер. Эти меры способны поддержать банки на плаву, но не решают главной проблемы - отсутствия на внутреннем рынке источников долгосрочного фондирования их операций.

На фоне растущего дефицита инвестиционных ресурсов внутри страны и все большего использования внешних заимствований для финансирования экономического роста значительные денежные средства изымаются государством из обращения и «замораживаются» в низкодоходных иностранных активах. При этом руководители экономических ведомств, в один голос заявляющие об опасности быстрого роста внешней задолженности страны, отказываются пересматривать подходы к проводимой политике, утверждая, что стерилизация денежного предложения в государственных финансовых резервах, достигших к середине 2008 г. 160 млрд. долл., является эффективным способом борьбы с инфляцией и ограничения темпов роста реального курса рубля¹⁰.

⁸ Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 годы. Утв. распоряжением Правительства Российской Федерации от 1 июня 2006 г. □ 793-р. С. 1.

⁹ International Banking and Financial Market Developments // BIS Quarterly Review. June. 2008.

¹⁰ См., в частности: Кудрин А.Л. Стабилизационный фонд: зарубежный и российский опыт // Вопр. экономики. 2006. □ 2. С. 28–46.

Слабость капитальной и ресурсной базы отечественных банков дополняется низким уровнем концентрации банковского бизнеса в России. Так, удельный вес пяти крупнейших российских банков в совокупных активах банковской системы составляет около 45%, что существенно ниже уровня в 60-70%, характерного для многих развитых государств. Из-за чрезмерной распыленности активов среди множества мелких кредитных организаций по средней величине активов банков российская банковская система существенно уступает не только развитым государствам, но и многим развивающимся странам.

Анализ современных тенденций развития российского фондового рынка и его участия в процессе консолидации банковских ресурсов позволяет сделать следующие выводы.

Во-первых, несмотря на впечатляющие темпы роста, отечественный фондовый рынок не смог превратиться в полноценный источник привлечения финансовых ресурсов в национальную экономику.

Во-вторых, главной структурной слабостью отечественного фондового рынка является отсутствие на нем широкого класса институциональных и частных инвесторов, способных обеспечить его долгосрочными ресурсами.

В-третьих, мировой опыт учит, что экономический рост должен опираться, в первую очередь, на внутренние источники финансирования, тогда как внешние должны играть подчиненную роль.

Рассмотрим особенности кризиса на фондовом рынке.

Кредитный кризис, разразившийся на мировых рынках в 2007-2008 гг., привел к огромным потерям крупнейших финансовых институтов и создал угрозу обрушения мировой финансовой системы.

Основными проявлениями кризиса на международном финансовом рынке стали:

- резкое сжатие ликвидности;
- банкротства инвестиционных банков;
- снижение ведущих фондовых индексов, рост волатильности;
- ухудшение качества банковских активов, в первую очередь ипотечных ценных бумаг.

Случись кризисные события лет пять-семь лет назад, возможно, кризис затронул бы Россию в меньшей степени. В современных условиях Россия должна активно участвовать в разработке новых правил игры в мировой экономике в целях продвижения новой идеологии, обеспечивающей демократичность и устойчивость глобальной финансовой архитектуры.

Россия не изолирована от мировой финансовой системы, последние 15 лет страна стреми-

лась стать ее интегральной частью, и неудивительно, что получила те же проблемы, что и мировая экономика. При этом кризис и меры, принимаемые государством, создают значительный риск для складывающейся институциональной структуры российского фондового рынка, **риск формирования модели с бедным набором финансовых инструментов.**

Стремительное падение российского фондового рынка привело к переоценке ценных бумаг, находящихся в инвестиционных портфелях. В сентябре 2008 г. индекс ММВБ потерял 24%, в октябре снижение индекса составило 29%, в ноябре - 25%. По мнению участников рынка и аналитиков, восстановление фондового рынка вряд ли начнется раньше второй половины 2009 г. При этом можно прогнозировать, что сначала покупатели придут в рублевые корпоративные и муниципальные облигации, потом - в акции первого эшелона, затем - в акции второго эшелона.

За 2008 г. рыночная капитализация российских компаний сократилась более чем в 3 раза. В сентябре 2008 г., когда российский фондовый рынок пережил серию самых крупных падений, ФСФР закрыла биржевые торги на несколько дней и с тех пор неоднократно прибегала к приостановке биржевых операций, а также временно запрещала маргинальную торговлю ценными бумагами, чтобы минимизировать массивные продажи акций.

Сложившаяся ситуация на фондовом рынке возникла не осенью 2008 г.: падение рынка (менее резкое) происходило с конца 2007 г. - начала 2008 г. Лето 2007 г. можно считать началом кризиса, так как именно в этот период в мировой экономике произошли достаточно большие потрясения.

В начале осени 2008 г. монетарные власти заявляли, что пик кризиса на российском финансовом рынке уже пройден, однако проблемы с ликвидностью могут сохраняться еще в течение 15 месяцев¹¹. Вопрос о том, достигнута ли осенью 2008 г. точка максимального падения, как это было осенью 1998 г., остается открытым. Анализируя историю финансовых кризисов последних двадцати-тридцати лет, можно заключить, что подобное падение рынка редко быстро отыгрывается, необходимы внешние катализаторы. В российской ситуации в качестве таких катализаторов в краткосрочной перспективе, очевидно, могут выступить цены на нефть и сырьевые ресурсы.

Очевидно, что российский финансовый рынок нуждается в скоординированных действиях властей. В этой связи можно позитивно оце-

¹¹ Кризис затягивается // РБК Дейли. 2008. 2 окт.

нить, что в Кремле был сформирован антикризисный штаб¹², включающий представителей финансовых властей, а также ФСБ и МВД. Можно предположить, что новый совет имеет шансы стать антикризисным штабом власти, а высокий уровень совета поможет правительству и монетарным властям быстрее определиться, как регулировать фондовый рынок.

Новые механизмы привлечения долгосрочных ресурсов на фондовый рынок и в банковскую систему. Стимулирование государством ускоренного развития национального фондового рынка и создание условий для аккумуляции на нем долгосрочных ресурсов должно строиться, прежде всего, на основе налоговых механизмов, которые уже успели доказать свою высокую эффективность в других странах¹³. Использование налоговых механизмов предполагает введение льгот по налогу на доходы и прибыль, получаемые от вложения средств индивидуальными и институциональными инвесторами в ценные бумаги.

Для обеспечения глобальной конкурентоспособности национального фондового рынка необходимо, прежде всего, ускорить процесс консолидации его инфраструктуры за счет объединения товарных и фондовых биржевых площадок. Это позволит существенно повысить уровень ликвидности рынка, снизить стоимость проведения сделок, унифицировать технические платформы и стандарты, добиться экономии на масштабе операций. Консолидация инфраструктуры биржевого рынка ускорит также процесс создания в России *института центрального депозитария и единого клирингового центра*. Создание централизованной учетной системы, связанной с международными депозитариями, обеспечит возможность доступа на российский рынок новых инвестиционных институтов. При этом представляется необходимой защита российской инфраструктуры от ее поглощения иностранным капиталом, для чего в законодательство должны быть внесены соответствующие ограничения.

Специальный набор мер должен быть направлен на стимулирование выпуска ценных бумаг российскими эмитентами. Так, для стимулирования проведения первичных размещений акций следовало бы упростить процедуру эмиссии, максимально приблизив ее к международным стандартам, посредством:

- введения уведомительного порядка регистрации выпусков ценных бумаг с возложением предварительного контроля на биржи или саморегулируемые организации, объединяющие инвестиционные банки;

- освобождения эмитентов от обязанности вносить изменения в устав по результатам эмиссии акций;

- упрощения проспекта ценных бумаг и освобождения от проспекта размещений, предусматривающих привлечение совсем небольших средств.

Упрощению процедуры и снижению издержек по проведению первичного размещения акций, а также ускорению их вывода на фондовый рынок способствовала бы также отмена требования об обязательной предварительной оплате размещаемых акций при наличии гарантий их оплаты со стороны инвестиционного банка.

Для скорейшего развития в России рынка секьюритизации активов основные усилия государства должны быть направлены, в первую очередь:

- на совершенствование его правового регулирования, в том числе принятие закона о секьюритизации, определяющего единые правила и порядок выпуска структурированных ценных бумаг и регламентирующего деятельность ключевого института посредничества при секьюритизации - компаний специального назначения, принимающих на баланс секьюритизируемые активы и выпускающих под их обеспечение облигационные займы;

- регламентацию правового режима сделок по секьюритизации активов и выпуску обеспеченных облигаций при банкротстве осуществившего их банка;

- снятие ограничений на приобретение структурированных ценных бумаг отечественными инвестиционными и пенсионными фондами.

Наряду с вышеперечисленными мерами по развитию национального фондового рынка, притоку долгосрочных ресурсов в экономику и расширению возможностей банков по их консолидации путем выпуска ценных бумаг будут способствовать усилия государства по улучшению инвестиционного климата в стране и преодолению кризисных тенденций.

Поступила в редакцию 05.01.2009 г.

¹² Совет по развитию финансового рынка был создан Указом Президента РФ. В положении о совете сказано, что он является совещательным органом и будет готовить президенту предложения о защите прав инвесторов и о предотвращении кризисов на финансовом рынке.

¹³ Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка на долгосрочную перспективу (до 2020 года). М., 2008.