

ОБЛИГАЦИИ С ПЕРЕМЕННЫМ КУПОНОМ КАК АЛЬТЕРНАТИВНЫЙ ИСТОЧНИК ГОСУДАРСТВЕННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ НЕФТЕГАЗОВОЙ ОТРАСЛИ

В. А. Зайцев

Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова,
Москва, Россия

В статье рассматривается проблема поиска финансирования компаниями нефтегазовой отрасли. С одной стороны, проекты в данной отрасли могут быть высокодоходными при положительной макроэкономической конъюнктуре, с другой стороны, такие проекты требуют значительного финансирования на этапе инвестиционной фазы. Цель данного исследования – разработка альтернативного механизма финансирования нефтегазовой отрасли посредством облигаций с переменной купонной ставкой, в основе которой лежат размер ключевой ставки Центрального банка Российской Федерации, текущие цены на нефть марки Urals, базовая цена на нефть, определенная в соответствии с Бюджетным кодексом Российской Федерации, а также фактический уровень добычи нефти. В результате исследования создан механизм плавающего купона облигаций, который не ограничен по величине в случае высоких цен на нефть. Базисом такого механизма является текущая ключевая ставка. При этом отсутствуют безвозмездные потери бюджета бюджетной системы в случае предоставления стандартных инвестиционных льгот для нефтегазовых проектов. Более того, при положительной конъюнктуре цены на нефть государство сможет получать повышенную купонную доходность по таким облигациям. Предлагаемый вид облигаций представляет собой альтернативный источник финансирования нефтегазовых проектов со стороны государства.

Ключевые слова: облигации, государственное финансирование, бюджетное правило, купон, нефтегазовая отрасль.

BONDS WITH VARIABLE COUPON AS ALTERNATIVE SOURCE OF STATE FINANCING FOR OIL AND GAS INDUSTRY

Vladislav A. Zaitsev

Plekhanov Russian University of Economics,
Moscow, Russia

The article studies the problem of searching for financing by companies of oil and gas industry. On the one hand, projects in the industry can be highly beneficial in case of positive macro-economic situation, on the other hand, such projects require serious financing on the investment stage. The goal of the research is to develop an alternative mechanism of financing oil and gas industry by bonds with variable coupon rate, which is based on the interest rate of the Central Bank of the Russian Federation, current prices on crude oil of the Urals brand, base price on crude oil fixed in accordance with the Budget Code of the Russian Federation and actual level of oil production. As a result of the research a mechanism of the floating bond coupon was developed, which is not limited in size in case of high oil prices. This mechanism is based on the current interest rate. Unrecoverable budget losses in the budget system are absent in case of granting standard investment privileges for oil and gas projects. Moreover, if situation in oil prices is positive, state can get higher coupon profit on such bonds. The given type of bonds is an alternative source of financing oil and gas projects on the part of state.

Keywords: bonds, state financing, budget rule, coupon oil and gas industry.

Введение

Разработка механизма переменной купонной доходности по облигациям является универсальным инструментом государственного финансирования нефтегазовой отрасли. Механизм основывается на предложении формирования новых условий бюджетного правила, при которых Фонд национального благосостояния России (ФНБ) отказывается от инвестирования в иностранные ценные бумаги и валюту. С одной стороны, мы создаем условия для финансирования нефтегазовой отрасли, что зачастую требуется компаниям на инвестиционной фазе проектов, а с другой – позволяем государству участвовать в качестве инвестора таких проектов с получением купонной доходности. Также механизм призван стимулировать нефтегазовые компании добывать больше нефти, не откладывая реализацию проектов, поскольку в механизм образования купона заложена обратная зависимость от фактических объемов нефти, которые должны превышать базовые объемы, определенные государством. В таком случае компании будут нести меньше затрат по купону, однако государство при этом не потеряет доходы, поскольку при увеличении добычи доход государства будет перераспределяться в сторону налога на добычу полезных ископаемых (НДПИ). Таким образом, механизм является универсальным, позволяет получать альтернативную доходность государству и обеспечивать компании нефтегазовой отрасли необходимым финансированием для реализации проектов, что в свою очередь ведет к повышению ВВП за счет дополнительного инвестирования и привлечения людей для реализации проектов.

Методология данного исследования основывается на публикациях в области финансовых инструментов, данных Московской биржи (МОЕХ), Центрального банка Российской Федерации (ЦБ РФ), Бюджетного кодекса Российской Федерации (БК РФ). В ходе исследования применялись методы обобщения, систематизации, логики.

В общей сложности были проанализированы 68 типов облигаций компаний нефтегазовой отрасли: «Газпрома», «Роснефти» и «Лукойла». Анализировался текущий механизм бюджетного правила, а также публикации в СМИ относительно возможных изменений в таком правиле.

Перечисленные методы в рамках темы исследования помогают провести качественный анализ данных и информации, разработать механизм и методику формирования облигаций с плавающим купоном на основе цены на нефть.

Результаты

Бюджетная политика государства оказывает значительное влияние на все сферы экономики: ликвидность банковского сектора, макроэкономические показатели, темп роста экономики, принимаемые в расчет страновые риски.

Одной из ключевых составляющих бюджетной политики является применяемое бюджетное правило.

Бюджетное правило – разработанный механизм отчислений части нефтегазовых доходов государства в Фонд национального благосостояния. Бюджетное правило позволяет нивелировать волатильность макроэкономических показателей, в том числе корректировать курс валюты и спрос в экономике. В свою очередь перечисленные факторы могут влиять и на монетарную политику, проводимую Центральным банком Российской Федерации, в результате чего корректируется вся банковская система. Банк России производит таргетирование инфляции с помощью плавающей ключевой ставки, которая является таргетом для всех коммерческих банков.

Таким образом, бюджетное правило выступает в роли демпфирующего механизма в российской экономике, с помощью которого во время профицита бюджета формируется ФНБ, а при дефиците бюджета позволяет компенсировать выпадающие доходы за счет средств ФНБ.

Исполнение условий бюджетного правила в рамках покупки иностранной валю-

ты и золота и размещения их на счетах Банка России курирует Минфин России. При этом в компетенции ЦБ РФ входит и временная приостановка операций на валютном рынке в случае возникновения угроз для финансовой системы извне и существенной волатильности на внутреннем рынке.

Проводимая государством бюджетная политика оказывает значительное влияние и на спрос в экономике, что в свою очередь определяет инфляцию. Излишняя мягкость бюджетной политики может создавать повышенные инфляционные риски, в то время как излишняя консолидация бюджета, напротив, приводит к дефляции. Своевременная и целесообразная монетарная политика Банка России позволяет нивелировать риски излишней волатильности инфляции.

Вышеперечисленные факторы и параметры бюджетной политики напрямую зависят от нефтегазовых доходов государства и внешнеэкономической конъюнктуры – цены на нефть. Чем выше цена на нефть, тем больше средств будет направлено на пополнение ФНБ – резервной подушки государства. Вместе с тем при повышении цен на нефть компаниям нефтегазовой отрасли также приходится перечислять нефтяные сверхдоходы в пользу бюджета. Такой механизм взаимосвязи цен на нефть, сверхдоходов нефтегазовых компаний и государства достигается путем налога на добычу полезных ископаемых. НДС предполагает применение повышающих коэффициентов в зависимости от цены на нефть. В соответствии с этим при высоких ценах на нефть марки Urals применяются и повышенные коэффициенты к налоговым ставкам по НДС.

Важно отметить, что формирование бюджета и взимание НДС происходят на основе цен на нефть марки Urals, которые могут существенно отличаться от биржевых котировок на нефть марок Brent или Texas. Применяемый дисконт является следствием отличия марок нефти по своему качеству, т. е. содержанию примесей.

Однако в последнее время дисконт к цене на нефть марки Urals зачастую стал принимать политический подтекст.

Финансирование энергетических проектов оказалось привлекательным новым классом активов для альтернативных инвесторов, таких как страховые компании и пенсионные фонды, которые хотят диверсифицировать и обеспечить прибыльность своих портфелей [2]. За последние пять лет небанковские инвесторы значительно увеличили свои портфели инструментами финансирования энергетики, учитывая долгосрочный характер обязательств для многих типов институциональных инвесторов в сочетании со значительной политической поддержкой чистой энергетики. Это особенно распространено среди устойчивых технологий использования возобновляемых источников энергии, где риски относительно прозрачны, а государственные субсидии стимулируют инвестиции [1; 3; 5–7; 10]. В результате за последние несколько лет увеличился объем инвестиций небанковских кредиторов (особенно в Европе) как на рынках государственных облигаций, так и в частных размещениях. Большинство крупных энергетических компаний в настоящее время финансируются, по крайней мере частично, за счет корпоративных облигаций.

Исторически сложилось так, что высокодоходные облигации часто используются при финансировании строительства, рефинансировании или расширении финансирования крупных проектов в области сжиженного природного газа, трубопроводов и нефтехимии [4; 8; 9]. Однако существует растущий потенциал рынка высокодоходного капитала в качестве оказания поддержки независимому нефтегазовому сектору, а также проектам в области возобновляемых источников энергии.

На сегодняшний день широкое распространение высокодоходные облигации получили в сфере финансирования проектов альтернативной энергетики.

В целом крупные энергетические проекты можно разделить на три фазы: пла-

нирования, строительства и эксплуатации. Наиболее часто используемые виды финансирования для каждого из этапов перечислены в табл. 1.

Т а б л и ц а 1

Основные источники финансирования энергетических проектов на различных стадиях разработки*

Планирование (предварительная разработка, включая разведку в контексте добычи нефти и газа)	Разработка/строительство	Полностью действующий проект
Собственные денежные средства	Кредитование с использованием залога	Высокодоходные облигации (публичное или частное размещение)
Частный капитал	Высокодоходные облигации (публичное или частное размещение)	Банковские кредиты
IPO	Розничные облигации	Денежный поток от операций
Банковские кредиты	Проектное финансирование	Инфраструктурные фонды
Проектное финансирование	Многосторонние банки развития	Поступления от продажи активов

* Составлено по: [11; 12].

Из-за отсутствия денежных потоков для обслуживания долга и высокого риска незавершения на этапе планирования реализации проекта выпуск высокодоходных облигаций не является популярным средством финансирования энергетических проектов. Зачастую рынки капитала недоступны для поддержки проектов развития, не имеющих широкую огласку. Облигации часто направлены на рефинансирование существующей задолженности после ввода проекта в эксплуатацию, а не на этапе финансирования проекта в ходе его реализации.

Облигационное финансирование приобретает еще большее значение на этапе строительства, где складывается некое понимание сроков завершения проекта и прогнозируются будущие денежные потоки. Все большее число энергетических проектов рефинансируется высокодоходными облигациями на этапе строительства, и именно здесь открываются новые возможности для облигаций, связанных с энергетикой.

Зеленые облигации – это корпоративные, проектные или субгосударственные облигации, направленные на реализацию

зеленых проектов. С точки зрения финансовых рынков зеленые облигации ничем не отличаются от обычных облигаций. Корпорации как в западных, так и в развивающихся странах обращают пристальное внимание на зеленые облигации.

Исторически высокодоходные облигации чаще всего использовались на этапе эксплуатации актива, т. е. в период времени после того, как строительный риск закончился и актив начинает генерировать положительный денежный поток, а первоначальные банковские кредиты рефинансируются. При стабильных базовых денежных потоках на этапе эксплуатации энергетические проекты сродни ценным бумагам с фиксированным доходом, поэтому облигационное финансирование является естественным и экономически целесообразным инструментом финансирования таких проектов.

Вместо того чтобы нести риски отдельного проекта, высокодоходные корпоративные облигации несут риск юридического лица-эмитента. Таким образом, кредитоспособность определяется общей способностью эмитента обслуживать долг, что делает высокодоходные облигации менее

рискованными по сравнению с проектными облигациями. Рыночные цены на такие выпуски являются доступными для инвесторов, а кредитное качество выпусков независимо отслеживается многими участниками рынка. Высокодоходные облигации могут быть выпущены либо проектной компанией, либо отдельной (обычно дочерней) компанией, зарегистрированной для выпуска облигаций и последующего предоставления доходов проектной компании.

Одной из особенностей финансирования высокодоходными облигациями, которая обычно упоминается как его недостаток, являются трудоемкие и дорогостоящие нормативные требования к листингу, публичному раскрытию информации, рейтингам, планированию и внедрению маркетингового процесса, подготовке окончательной документации по сделке и размещению. В рамках публичного раскрытия информации участники рынка обычно ожидают предоставление аудированной финансовой отчетности за два-три года. Однако эти особенности сильно смягчаются в контексте частного размещения, где стороны могут на двусторонней основе договориться об объеме предоставляемого раскрытия. Более того, даже в контексте публичных облигаций часто эмитенты не возражают против бремени составления дополнительной документации, раскрытия информации и регулярной публичной отчетности, особенно если компания рассматривает последующее увеличение акционерного капитала, IPO или другую сделку на рынках долгового или акционерного капитала в качестве следующего шага своего роста и капитализации.

В статье в качестве инструмента финансирования нефтегазовых компаний рассмотрим высокодоходные облигации нефтегазовых компаний с плавающим купоном. При этом мы самостоятельно разработаем плавающий купон в зависимости от величины определенных индексов.

Купон облигаций с плавающей ставкой определяется по формуле

$$\text{Купон} = \text{ЦБ} + y\%,$$

где ЦБ – ключевая ставка ЦБ РФ, определенная за период;

$y\%$ – премия за превышение цены на нефть над базовой ценой на нефть в рамках бюджетного правила.

Привязка процентной ставки к цене на нефть и бюджетному правилу происходит исходя из того, что государство выделяет средства из ФНБ, наполнение которого обеспечивается превышением фактической цены на нефть над установленной Бюджетным кодексом Российской Федерации ценой на нефть.

Предлагаем следующий расчет значения компоненты $y\%$ для определения значения купона по облигациям:

$$\text{Купон} = ((\text{Ц}_{\text{факт}} - \text{Ц}_{\text{баз}}) \cdot \frac{Q_{\text{баз}}}{Q_{\text{факт}}}) \cdot K_{\text{об}} + \text{ЦБ},$$

где $\text{Ц}_{\text{факт}}$ – средняя фактическая цена на нефть марки Urals, определяемая по итогам полугодия;

$\text{Ц}_{\text{баз}}$ – базовая цена на нефть, устанавливаемая статьей 96.6 Бюджетного кодекса Российской Федерации;

$Q_{\text{баз}}$ – базовый уровень суточной добычи нефти, планируемый к установке в рамках бюджетного правила;

$Q_{\text{факт}}$ – средняя фактическая суточная добыча нефти марки Urals;

$K_{\text{об}}$ – облигационный коэффициент, равный 0,001;

ЦБ – средняя ключевая ставка Банка России, определяемая по итогам полугодия.

Рассчитаем надбавку к ставке ЦБ по формуле

$$((\text{Ц}_{\text{факт}} - \text{Ц}_{\text{баз}}) \cdot \frac{Q_{\text{баз}}}{Q_{\text{факт}}}) \cdot K_{\text{об}}.$$

Для проведения расчета нам понадобятся прогнозные данные Минэкономразвития России до 2025 г., далее мы фиксируем значения и используем их флэтом до 2054 г. Окончание срока анализа в 2054 г. обусловлено максимальным сроком обращения облигаций – 30 лет (табл. 2).

Таблица 2

**Прогноз макроэкономических показателей
согласно данным Минэкономразвития России, БК РФ, Банка России***

Год	Цена нефти марки Urals, долл./барр.	Прогнозная добыча, млн т	Прогнозная добыча, млн барр. в сутки	Базовый суточный объем добычи, млн барр. – новое бюджетное правило	ЦБ, %	Базовая цена на нефть, долл./барр.
2023	70,11	490	9,8	9,5	7,5	45,05
2024	67,53	495	9,9	9,5	7,5	45,95
2025	64,97	505	10,1	9,5	7,5	46,87
2026	64,97	505	10,1	9,5	7,5	47,80
2027	64,97	505	10,1	9,5	7,5	48,76
2028	64,97	505	10,1	9,5	7,5	49,73
2029	64,97	505	10,1	9,5	7,5	50,73
2030	64,97	505	10,1	9,5	7,5	51,74
2031	64,97	505	10,1	9,5	7,5	52,78
2032	64,97	505	10,1	9,5	7,5	53,83
2033	64,97	505	10,1	9,5	7,5	54,91
2034	64,97	505	10,1	9,5	7,5	56,01
2035	64,97	505	10,1	9,5	7,5	57,13
2036	64,97	505	10,1	9,5	7,5	58,27
2037	64,97	505	10,1	9,5	7,5	59,44
2038	64,97	505	10,1	9,5	7,5	60,63
2039	64,97	505	10,1	9,5	7,5	61,84
2040	64,97	505	10,1	9,5	7,5	63,08
2041	64,97	505	10,1	9,5	7,5	64,34
2042	64,97	505	10,1	9,5	7,5	65,62
2043	64,97	505	10,1	9,5	7,5	66,94
2044	64,97	505	10,1	9,5	7,5	68,28
2045	64,97	505	10,1	9,5	7,5	69,64
2046	64,97	505	10,1	9,5	7,5	71,03
2047	64,97	505	10,1	9,5	7,5	72,45
2048	64,97	505	10,1	9,5	7,5	73,90
2049	64,97	505	10,1	9,5	7,5	75,38
2050	64,97	505	10,1	9,5	7,5	76,89
2051	64,97	505	10,1	9,5	7,5	78,43
2052	64,97	505	10,1	9,5	7,5	80,00
2053	64,97	505	10,1	9,5	7,5	81,60
2054	64,97	505	10,1	9,5	7,5	83,23

* Составлено по данным Минэкономразвития России, Бюджетного кодекса Российской Федерации и Банка России.

Базовая цена на нефть определена согласно статье 96.6 «Нефтегазовые доходы федерального бюджета» БК РФ с учетом ежегодной индексации с 2017 г. в размере

2% от цены на нефть, равной 40 долларам за баррель (табл. 2).

С учетом проведенного анализа (табл. 3) можно сделать вывод, что поскольку про-

гнозная цена на нефть с 2025 г. неизменна, а базовая цена нефти с каждым годом индексировается на 2%, то наибольший доход обеспечивают краткосрочные облигации.

Таблица 3

Расчет купонной доходности по облигациям с плавающим купоном по расчетному индексу

Год	Ставка ЦБ РФ, %	Надбавка к ставке ЦБ РФ, %	Купон, %
2023	7,5	2,4	9,9
2024	7,5	2,1	9,6
2025	7,5	1,7	9,2
2026	7,5	1,6	9,1
2027	7,5	1,5	9,0
2028	7,5	1,4	8,9
2029	7,5	1,3	8,8
2030	7,5	1,2	8,7
2031	7,5	1,1	8,6
2032	7,5	1,0	8,5
2033	7,5	0,9	8,4
2034	7,5	0,8	8,3
2035	7,5	0,7	8,2
2036	7,5	0,6	8,1
2037	7,5	0,5	8,0
2038	7,5	0,4	7,9
2039	7,5	0,3	7,8
2040	7,5	0,2	7,7
2041	7,5	0,1	7,6
2042	7,5	-0,1	7,4
2043	7,5	-0,2	7,3
2044	7,5	-0,3	7,2
2045	7,5	-0,4	7,1
2046	7,5	-0,6	6,9
2047	7,5	-0,7	6,8
2048	7,5	-0,8	6,7
2049	7,5	-1,0	6,5
2050	7,5	-1,1	6,4
2051	7,5	-1,3	6,2
2052	7,5	-1,4	6,1

Сравним полученную доходность по облигациям с плавающим купоном со среднерыночной доходностью по облигациям. Для этого проведем анализ рынка облигаций с переменным купоном по компаниям нефтегазовой отрасли согласно данным МОЕХ. Поскольку МОЕХ не груп-

пирует все облигации, относящиеся именно к нефтегазовой отрасли, то для анализа купонных ставок проанализируем все облигации, находящиеся в обращении отдельно по основным компаниям отрасли, а именно компаниям «Роснефть» и «Газпром» (табл. 4).

Т а б л и ц а 4

Сравнение купонной доходности облигаций с переменной ставкой купона в обращении и расчетной доходностью по предлагаемым механизмам

Срок обращения, лет	Купон компании «Роснефть», %	Купон компании «Газпром», %	Средний расчетный купон, %
3	-	-	9,57
5	-	-	9,37
10	8,51	7,73	9,06
20	-	-	8,51
30	-	8,10	7,91

Средний расчетный купон является среднеарифметическим значением купонных ставок, приведенных в табл. 3, с учетом срока обращения.

Табл. 4 показывает, что доходность по облигациям с расчетным купоном в среднесрочной перспективе выше текущих облигаций в обращении, что делает такие облигации перспективными для инвесторов, с одной стороны, и является эффективным инструментом привлечения финансирования для компаний нефтегазовой отрасли – с другой. При размещении облигаций на 30 лет мы видим преимущества в обращении предлагаемых нами облигаций, что обусловлено ежегодным ростом

базовой цены на нефть и фиксированным значением прогнозной цены после 2025 г.

Для подтверждения работоспособности представленного механизма в части возможности компаний нефтегазовой отрасли осуществлять дополнительные выплаты по купонам в случае превышения цен на нефть базовых уровней осуществим расчеты на примере компании «Роснефть».

Для расчета изменения себестоимости добычи нефти, а также выручки за последние три года необходимы макропараметры, а именно данные по цене нефти Urals и среднему курсу доллара США к рублю. Данные взяты из отчетов Минэкономразвития России (табл. 5).

Т а б л и ц а 5

Макроэкономические показатели для оценки влияния на финансовое состояние компаний

Показатель	2019	2020	2021
Средняя цена нефти Urals, долл./барр.	64,59	42,73	70,00
Курс доллара США к рублю	64,7	71,9	73,6

Из финансовой отчетности компании «Роснефть» выделим необходимые показатели для работы (табл. 6). Расчетные методы исчисления выручки не совпали со значениями показателей компании по отчетности. Расчет НДСП – сложный и трудоемкий процесс, поскольку он включает в себя ряд понижающих коэффициентов, а отчетность компании «Роснефть» консолидирована согласно стандартам МСФО. Мы провели расчет НДСП согласно НК РФ без использования понижающих коэффициентов, чтобы оценить возмож-

ность использования такого метода расчета для нашего исследования (табл. 7).

Расчетные значения НДСП превышают значения показателя табл. 6 практически вдвое, что не позволяет провести оценку влияния повышения стоимости нефти на финансовые показатели компании расчетным путем в сравнении с данными по отчетности компании. Выделим в финансовой отчетности в составе финансовых расходов отдельно расходы компаний на погашение процентов (табл. 8 и 9).

Таблица 6

**Финансовые показатели компании «Роснефть» (в млрд руб.)
и фактический годовой объем добычи нефти**

Показатель	2019	2020	2021
Объем добычи нефти, млн т	230,2	204,5	192,1
Выручка	8 490	5 628	8 561
Операционные расходы	7 371	5 379	7 257
НДПИ	2 185	1 315	2 250
Операционные расходы без НДПИ	5 186	4 064	5 007
Операционная прибыль	1 305	378	1 504
Финансовые расходы	227	220	229
Налог на прибыль	-192	19	-240
Чистая прибыль	805	166	1 012

Таблица 7

Определение размера уплаченного НДПИ расчетным путем

Показатель	2019	2020	2021
Ставка НДПИ на нефть без льгот, руб./т	17 197	12 897	21 718
НДПИ, млрд руб.	3 959	2 637	4 172

Таблица 8

**Соотношение расходов по выплате процентов к операционной прибыли
по компании «Роснефть»* (в %)**

Показатель	2019	2020	2021
Процентные расходы по кредитам и займам	111	113	123
Удельно к выручке	1,31	2,01	1,44
Удельно к операционной прибыли	8,51	29,89	8,18

* Составлено по данным финансовой отчетности ПАО «Роснефть».

Таблица 9

**Соотношение расходов по выплате процентов к операционной прибыли
по компании «Лукойл»***

Показатель	2019	2020	2021
Расходы по процентам, млн руб.	39 145	37 333	31 609
Удельно к выручке, %	0,50	0,66	0,34
Удельно к операционной прибыли, %	4,77	13,25	3,23

* Составлено по данным финансовой отчетности ПАО «Лукойл».

Исходя из отчетности компаний «Роснефть» и «Лукойл», удельная доля расходов по процентам составляет в среднем около 8,5% для компании «Роснефть» и

около 4% для компании «Лукойл». 2020 г. из анализа исключаем, поскольку это год расцвета пандемии коронавируса и сред-

ние за год цены на нефть были ниже базовых значений.

Данный анализ показывает, что у компаний нефтегазовой отрасли есть существенный запас прочности по выплате процентов или купонов по облигациям.

Таким образом, предложенный механизм выпуска облигаций, направленных на инвестора в лице государства, является альтернативным механизмом поддержки и финансирования нефтегазовой отрасли, т. е. альтернативой налоговым мерам поддержки или инвестиционным налоговым льготам, запрашиваемым компаниями для реализации новых проектов или модернизации существующих.

Основное преимущество механизма над поддержкой в виде налоговых преференций заключается в платности и возвратности денежных средств. В случае успешной реализации проекта по истечении инвестиционной фазы компании обязуются погасить облигации с соответствующими купонными выплатами.

В случае если проект успешно реализуется и показывает положительные финансовые результаты, то компания получает «дорогие» деньги, которые направляются в ФНБ. В случае если проект низкорентабельный, то деньги для компании «дешевые».

При превышении фактической цены на нефть марки Urals над базовым значением, установленным в Бюджетном кодексе Российской Федерации, компании нефтегазовой отрасли выплачивают большую купонную доходность, поскольку получают сверхдоходы. И наоборот, в случае превышения базовой цены на нефть над фактическим ее уровнем компания выплачивает пониженный купон.

На размер выплачиваемого купона также оказывает влияние фактический объем добываемой нефти. В случае если компании добывают больше нефти, чем это прогнозировалось бюджетным правилом, то они выплачивают пониженный купон. Такое правило стимулирует компании добывать больше нефти, что положительно ска-

зывается на доходах бюджета за счет дополнительных поступлений от НДСП.

Возникает вопрос: а какие существуют риски для компаний и государства?

Риск для государства заключается в том, что компания может намеренно выпускать облигации и получать «дешевые» деньги от государства на реализацию проектов, результаты деятельности которых являются убыточными. В таком случае со стороны государства необходимы дополнительный контроль над целевым использованием денежных средств, а также детальное изучение финансово-экономических моделей проектов с точной верификацией производственных и макроэкономических предпосылок, после чего следует подтвердить прогнозируемые чистые денежные потоки от проекта и внутреннюю норму доходности.

Также предлагаемые нефтегазовые облигации могут выступать в роли инструмента для инвестирования средств ФНБ, т. е. корректировки бюджетного правила в части покупки валюты и золота и размещения их на счетах Центрального банка Российской Федерации.

Риск для компаний заключается в получении «дорогих» денег в случае успешного запуска проектов, а также излишней зависимости от государства. Однако данное обстоятельство зависит от реальных прогнозируемых денежных потоков проектов.

Возникает дискуссионный вопрос: почему компаниям просто не взять деньги у банка? Ответ состоит в том, что процесс получения кредитов весьма затруднителен. В случае неуспешной реализации проекта долг придется отдавать также по высоким процентным ставкам.

Важным вопросом для обсуждения является возможность государства самостоятельно менять значения базовых объемов добычи нефти в соответствии с договоренностями ОПЕК+. В таком случае Бюджетный кодекс Российской Федерации должен своевременно учитывать такие изменения, поскольку компании могут искусственно ограничиваться в добыче нефти, а купон

при этом они будут выплачивать повышенный.

Также встает вопрос о применении разработанного механизма по отношению к небольшим компаниям, чья добыча не может повлиять на общий тренд добычи нефти в России. Соответственно, механизм стимулирования повышения объемов добычи для таких компаний не применим.

Как для небольших, так и для крупных нефтегазовых компаний существует риск невозврата денежных средств по облигациям при отрицательных результатах геологоразведки. В таком случае компания не реализует проект. Мы предлагаем использовать механизм государственного финансирования начиная с фазы эксплуатационного бурения и обустройства месторождения для новых проектов.

Заключение

Использование разработанного механизма нефтегазовых облигаций может послужить альтернативной мерой поддержки от государства новых или текущих нефтегазовых проектов. Поскольку нефте-

газовые проекты на этапе инвестиционной фазы, как правило, не генерируют положительные денежные потоки в связи со значительными капитальными затратами, компаниям необходимы либо поддержка государства в виде налоговых преференций, либо займы в коммерческих банках на льготных условиях. Однако данные инструменты могут быть недоступны. В таком случае компании могут привлечь денежные средства путем выпуска облигаций с переменной купонной ставкой в зависимости от фактической цены на нефть и среднесуточной добычей нефти и привлечь в качестве инвестора государство. Такой механизм мог бы лечь в основу нового бюджетного правила, когда ФНБ отказывается от покупки иностранной валюты, но при этом в качестве инвестиций вкладывается в облигации нефтегазовых компаний. В этом случае компания получает требуемое финансирование, а государство не имеет недополученных доходов бюджета бюджетной системы.

Список литературы

1. Дамианова А., Гуттиэрез Э., Левитанская Е., Минасян Г., Немова В. «Зеленое финансирование» в России: создание возможностей для «зеленых» инвестиций. – М., 2018. – URL: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/699051540925687477/pdf/131516-RUSSIAN-PN-P168296-P164837-PUBLIC-Green-finance-Note.pdf> (дата обращения: 16.07.2021).
2. Международные рынки капитала ответственного финансирования – точка синергии для эмитентов и инвесторов. – URL: <https://roscongress.org/sessions/spief-2021-mezhdunarodnye-rynki-kapitala-otvetstvennogo-finansirova...> (дата обращения: 20.10.2021).
3. Фадеева А. КPMG оценила ущерб для России от введения углеродного налога в ЕС. – URL: <https://www.rbc.ru/business/07/07/2020/5f0339a39a79470b2fdb51be> (дата обращения: 16.07.2021).
4. Albuquerque R., Koskinen Y., Zhang C. Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence // Management Science. – 2018. – N 65 (10). – P. 4451–4469.
5. Borodin A., Panaedova G., Frumina S., Kairbekuly A., Shchegolevatykh N. Modeling the Business Environment of an Energy Holding in the Formation of a Financial Strategy // Energies. – 2021. – N 14 (23). – URL: <https://doi.org/10.3390/en14238107>
6. Borodin A., Tvaronavičienė M., Vygodcyikova I., Kulikov A., Panaedova G. Optimization of the Structure of the Investment Portfolio of High-Tech Companies Based on the Minimax Criterion // Energies. – 2021. – N 14 (15). – URL: <https://doi.org/10.3390/en14154647>
7. Borodin A., Tvaronavičienė M., Vygodcyikova I., Kulikov A., Skuratova M., Shchegolevatykh N. Improving the Development Technology of an Oil and Gas Company Using the Minimax

Optimality Criterion // *Energies*. – 2021. – N 14 (11). – URL: <https://doi.org/10.3390/en14113177>

8. Huang D. Z. Environmental, Social and Governance (ESG) Activity and Firm Performance: a Review and Consolidation // *Accounting and Finance*. – 2019. – N 61 (1). – P. 335–360.

9. Jo H., Harjoto M. A. Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility // *Journal of Business Ethics*. – 2011. – N 103 (3). – P. 351–383.

10. Legasio V., Cucri N. Corporate Governance and Environmental Social Governance Disclosure: A meta-analytical review // *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. – 2019. – N 26 (4). – P. 710–711. – URL: <https://doi.org/10.1002/csr.1716>

11. Orlitzky M., Schmidt F. L., Rynes, S. L. Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis // *Organization Studies*. – 2003. – N 24 (3). – P. 403–441. – URL: <https://doi.org/10.1177/0170840603024003910>

12. Reddy K., Gordon L. W. The Effect of Sustainability Reporting on Financial Performance: An Empirical Study Using Listed Companies // *Journal of Asia Entrepreneurship and Sustainability*. – 2010. – N 6 (2). – P. 19–42.

References

1. Damianova A., Gutierrez E., Levitanskaya E., Minasyan G., Nemova V. «Zelenoe finansirovanie» v Rossii: sozdanie vozmozhnostey dlya «zelenykh» investitsiy [‘Green Financing’ in Russia: Creating Opportunities for ‘Green’ Investment]. Moscow, 2018. (In Russ.). Available at: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/699051540925687477/pdf/131516-RUSSIAN-PN-P168296-P164837-PUBLIC-Green-finance-Note.pdf> (accessed 16.07.2021).

2. Mezhdunarodnye rynki kapitala otvetstvennogo finansirovaniya – tochka sinergii dlya emitentov i investorov [International Markets of Responsible Financing Capital – Synergy Spot for Issuers and Investors]. (In Russ.). Available at: <https://roscongress.org/sessions/spief-2021-mezhdunarodnye-rynki-kapitala-otvetstvennogo-finansirova...> (accessed 20.10.2021).

3. Fadeeva A. KPMG otsenila ushcherb dlya Rossii ot vvedeniya uglerodnogo naloga v ES [KPMG Estimated Losses of Russia due to Introduction of Carbon Tax in the EC]. (In Russ.). Available at: <https://www.rbc.ru/business/07/07/2020/5f0339a39a79470b2fdb51be> (accessed 16.07.2021).

4. Albuquerque R., Koskinen Y., Zhang C. Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence. *Management Science*, 2018, No. 65 (10), pp. 4451–4469.

5. Borodin A., Panaedova G., Frumina S., Kairbekuly A., Shchegolevatykh N. Modeling the Business Environment of an Energy Holding in the Formation of a Financial Strategy. *Energies*, 2021, No. 14 (23). Available at: <https://doi.org/10.3390/en14238107>

6. Borodin A., Tvaronavičienė M., Vygodcyikova I., Kulikov A., Panaedova G. Optimization of the Structure of the Investment Portfolio of High-Tech Companies Based on the Minimax Criterion. *Energies*, 2021, No. 14 (15). Available at: <https://doi.org/10.3390/en14154647>

7. Borodin A., Tvaronavičienė M., Vygodcyikova I., Kulikov A., Skuratova M., Shchegolevatykh N. Improving the Development Technology of an Oil and Gas Company Using the Minimax Optimality Criterion. *Energies*, 2021, No. 14 (11). Available at: <https://doi.org/10.3390/en14113177>

8. Huang D. Z. Environmental, Social and Governance (ESG) Activity and Firm Performance: a Review and Consolidation. *Accounting and Finance*, 2019, No. 61 (1), pp. 335–360.

9. Jo H., Harjoto M. A. Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 2011, No. 103 (3), pp. 351–383.

10. Legasio V., Cucri N. Corporate Governance and Environmental Social Governance Disclosure: A meta-analytical review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2019, No. 26 (4), pp. 710–711. Available at: <https://doi.org/10.1002/csr.1716>

11. Orlitzky M., Schmidt F. L., Rynes, S. L. Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Organization Studies*, 2003, No. 24 (3), pp. 403–441. Available at: <https://doi.org/10.1177/0170840603024003910>

12. Reddy K., Gordon L. W. The Effect of Sustainability Reporting on Financial Performance: An Empirical Study Using Listed Companies. *Journal of Asia Entrepreneurship and Sustainability*, 2010, No. 6 (2), pp. 19–42.

Сведения об авторе

Владислав Александрович Зайцев
аспирант кафедры финансового менеджмента РЭУ им. Г. В. Плеханова.
Адрес: ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова», 117997, Москва, Стремянный пер., д. 36.
E-mail: vladz2210@mail.ru

Information about the author

Vladislav A. Zaitsev
Post-Graduate Student of the Department for Financial Management of the PRUE.
Address: Plekhanov Russian University of Economics, 36 Stremyanny Lane, Moscow, 117997, Russian Federation.
E-mail: vladz2210@mail.ru