

ФИНАНСОВАЯ, НАЛОГОВАЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

И. А. АЛЕКСЕЕВА

кандидат экономических наук, доцент

А. Л. БУТОРИН

аспирант

ОСОБЕННОСТИ ФОРМИРОВАНИЯ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Сегодня рынок корпоративных облигаций представляет собой один из самых динамично развивающихся секторов фондового рынка России. Своим рождением рынок корпоративных облигаций во многом «обязан» дефолту по государственным обязательствам в 1998 г. После кризиса крупнейшие российские компании (РАО «Газпром», ОАО «НК ЛУКОЙЛ», ОАО «Тюменская нефтяная компания») начали размещать свои облигации в расчете на нерезидентов — обладателей средств на счетах типа «С». Иностранцам покупка этих бумаг давала возможность вывести замороженные денежные средства.

Облигации размещались с доходностью 5–7% годовых в валюте. Позднее эмитенты начали устанавливать и рублевую доходность, но она также была далека от рыночной; в результате бумаги в основном размещались среди аффилированных лиц, через которые нерезиденты репатриировали средства, используя простую схему: российский эмитент выпускал облигации, которые иностранный инвестор выкупал за рубли со счетов типа «С». При этом доходность для него не имела значения, поскольку за границей его дочерняя компания выполняла зеркальную сделку в валюте с контрагентом, аффилированным с эмитентом. Результатом организации данной цепочки становился вывод денежных средств за пределы Российской Федерации без контроля со стороны Банка России. Однако уже в марте 2001 г. он запретил нерезидентам участвовать в подобных схемах — появились ограничения на приобретение корпоративных облигаций ОАО «Балтфинагентство», ОАО «Инкор-

финанс» и ЗАО «Кремний». В то же время именно такие облигационные выпуски послужили стимулом для реализации первых эмиссионных программ, рассчитанных на широкий круг инвесторов.

В настоящий момент рыночные выпуски корпоративных облигаций вступили в реальную конкуренцию с государственными ценными бумагами. По совокупному номинальному объему выпуск облигаций корпоративными эмитентами приблизился к 90 млрд р., что составляет более 46% капитализации рынка ГКО-ОФЗ. Можно предположить, что в ближайшем будущем крупные корпорации потеснят государство с рынка краткосрочных заимствований.

Как показывает практика, большая часть размещенных сегодня выпусков ГКО-ОФЗ остается до погашения в инвестиционных портфелях кредиторов и не попадает на вторичный рынок. Доходность облигаций явно не устраивает большинство участников рынка, которые поэтому практически не участвуют в размещениях Министерства финансов РФ, в связи с чем на последних аукционах и дополнительных размещениях государство было вынуждено реализовать большую часть своих обязательств Сбергательному банку РФ и Пенсионному фонду РФ.

Свободные рублевые средства уходят либо на валютный рынок, жестко регламентированный Банком России, либо в сектор корпоративных ценных бумаг. Так, большую часть последних выпусков корпоративных облигаций (90–95% эмиссий) выкупали коммерческие банки, негосударственные пенсионные фонды и паевые инвестиционные фонды. Для таких крупных институциональных

инвесторов привлекательны, прежде всего, хорошо структурированные выпуски корпоративных облигаций.

Для повышения привлекательности выпущенных облигаций эмитенты идут на разные меры. В настоящее время предприятия, осуществляющие финансирование путем выпуска корпоративных облигаций, реализуют программы, направленные как на повышение их доходности, так и на организацию их вторичного рынка. Эмитенты сами или через своих агентов (их называют андеррайтерами, как правило, это банки или инвестиционные компании, одновременно аккредитованные на разных биржах) обязуются выкупать ценные бумаги через каждые три–шесть месяцев по заранее оговоренной цене.

Впервые схему выпуска облигаций со встроенной офертой предложил Внешэкономбанк РФ еще два года назад, и в настоящее время редкий выпуск корпоративных облигаций обходится без нее. Кроме того, агенты привлекаются эмитентом и для поддержания твердых котировок на вторичном рынке. Причем спред по корпоративным облигациям, т.е. разница между ценами покупки и продажи, сопоставим с аналогичным показателем по ОФЗ, он составляет доли процентного пункта. В результате обороты по облигациям некоторых эмитентов (ОАО «КС Ферст Бостон капитал», ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат») приближаются к оборотам по некоторым выпускам ОФЗ.

В настоящее время кредитные организации остаются наиболее важной группой инвесторов: потенциальный объем их инвестирования в виде ресурсов, размещенных на депозитах в Банке России, остатков на корсчетах и вложениях в ценные бумаги оценивается в сумме не менее 667 млрд р., или 22,2 млрд дол. Однако если раньше банки были практически единственными участниками корпоративного облигационного рынка, то сейчас, помимо банков, на рынке присутствуют страховые компании (потенциальный объем инвестирования — не менее 86,1 млрд р., или 2,87 млрд дол.), негосударственные

пенсионные фонды (не менее 30 млрд р., или 1 млрд дол.), институты коллективного инвестирования — инвестиционные фонды (не менее 6,6 млрд р., или 0,22 млрд дол.), корпоративные клиенты. И совсем немного частных инвесторов, участие которых ощущается лишь при размещении облигаций региональных компаний (как правило, это близкие эмитентам лица). Они могли бы придать рынку стабильность, объем и качество, однако, скорее всего, не сделают этого, по крайней мере, в ближайшее время.

На это есть определенные причины. Это и проблема недостаточной осведомленности инвесторов об эмитентах и их рисках (не только из-за отсутствия рейтинга, но и непрозрачности бизнеса эмитентов, особенно характерная для не самых крупных заемщиков), новизна и непривычность инструмента, дороговизна депозитарного обслуживания, сводящего к нулю прибыль от торговли, и удерживающая частного инвестора от активности на вторичном рынке. Но будущее рынка — за ними, средними и мелкими инвесторами. И им, как более чувствительным к проблеме ликвидности, в большей степени нужен ликвидный рынок.

В перспективе наряду со стабилизацией политического и экономического положения России возможно появление на рынке еще одной, самой мощной группы инвесторов, представленной иностранными институтами, а также западными компаниями, располагающими средствами российского происхождения.

Частные инвесторы, несмотря на высокий потенциальный спрос, «зажаты» установленными лимитами, нормативами и иными ограничениями. Так, банки не имеют достаточно «длинных» рублевых пассивов для покупки корпоративных облигаций с длительными сроками обращения. Низкая инвестиционная активность другой группы инвесторов — открытых инвестиционных и паевых инвестиционных фондов — вызвана существенными ограничениями на вложения в ценные бумаги, не имеющих признанных рыночных котировок, которые накладывают правила размещения активов на эти институты.

В настоящий момент доходность ликвидных выпусков корпоративных облигаций со сроком обращения до года составляет 18–22% годовых. Такой уровень доходности в условиях существующей инфляции и низких темпов роста курса доллара становится привлекательным и для такого значимого класса инвесторов, как страховые компании. Как показывают аналитические материалы ЦЭА «Интерфакс», они начинают наращивать вложения в облигации предприятий и паи ПИФов.

По данным за первое полугодие 2002 г., основным инструментом для российских страховщиков являются «финансовые вложения в другие организации», или покупка корпоративных облигаций и акций. Доля этих вложений за первую половину года почти не изменилась, она составляет около 62%, в то время как доля средств, размещенных страховщиками в банковские депозиты, сократилась с начала года с 22 до 17%, кроме того, продолжает сокращаться доля вложений в государственные ценные бумаги — она упала с 4,2 до 3%. Наибольший рост в структуре инвестиций 100 крупнейших страховых компаний показали «прочие инвестиции» — за полгода они выросли с 2,1 млрд р. до 12,6 млрд р., или с 3,3 до 12,6%. По мнению экспертов ЦЭА «Интерфакс», причиной такого роста стали вложения страховых компаний в ПИФы.

При сохранении текущей конъюнктуры макроэкономических показателей можно предположить, что рынок корпоративных

облигаций продолжит свое динамичное развитие, что позволит активизировать фондовый рынок как один из важнейших механизмов привлечения инвестиций в реальный сектор экономики. При этом основным условием создания эффективного рынка корпоративных ценных бумаг станет создание достоверных прогнозных оценок надежности выпущенных обязательств.

По нашему мнению, подобные оценки могут быть использованы инвесторами в качестве средства защиты собственных интересов. Количественное выражение надежности выпуска корпоративных облигаций может проводиться на основании всестороннего анализа различных аспектов облигационного займа и формулироваться в виде комплексного показателя.

Дополнительным стимулом для этого может стать принятие среднесрочной программы развития рынка капиталов, ставящей в качестве основных целей:

- увеличение капитализации российского рынка, по меньшей мере, в пять раз;
- создание разнообразных финансовых инструментов, номинированных в национальной валюте;
- принятие реальных мер по стимулированию предприятий выпускать свои ценные бумаги на внутреннем рынке, а инвесторов — вкладывать в них свои денежные накопления;
- курс на стабильность национальной валюты как главную предпосылку радикального улучшения внутреннего инвестиционного климата.

М. Г. ЧУРИНА

кандидат экономических наук, доцент

А. Ю. РАЧКЕВИЧ

студент

РЕГИОНАЛЬНЫЕ БАНКИ: ПУТИ РАЗВИТИЯ

Существующее состояние российского банковского сектора во многом определяется процессами, происшедшими в экономике после финансово-экономического кризиса 1998 г. Уровень развития российской банковской системы отражает степень развития

экономики, состояние финансовой сферы, системы налогообложения и правового регулирования.

Накопленный российскими банками за годы реформ опыт деятельности на кредитном рынке показал невысокую рентабельность предприятий реального