



## Корпоративные облигации: игрушка для банков

Ростислав Кулак,

Департамент проектов на финансовых рынках, КБ «ГУТА-БАНК»

*Деятельность предприятий неизбежно связана с привлечением дополнительных ресурсов для расширения производства, увеличения объемов оборотных средств и т.п. Активно развивающимся инструментом привлечения финансовых ресурсов в последние три года стали корпоративные облигации. Несмотря на бурный рост этого сегмента российского финансового рынка, количество эмитентов, готовых привлечь денежные ресурсы через выпуск облигаций, ограничено в силу разных причин (незнание эмитентом инструмента заимствования, наличие собственных источников финансирования и т.д.).*

*А вот банков, предоставляющих услуги организации и андеррайтинга выпусков облигаций, становится все больше и больше. Желание заработать на андеррайтинге заставляет их гарантировать потенциальным эмитентам успешность размещения «на заранее определенных условиях», т.е. в установленном объеме и по оговоренной ставке. Сложилась ситуация, когда стоимость заемных средств, привлекаемых эмитентами через выпуск облигаций, зависит не от их финансового состояния, а от договоренности с организаторами и андеррайтерами выпусков. Предпосылкой такой ситуации стало явное превышение инвестиционных ресурсов банков над потребностью эмитентов облигаций в привлечении ресурсов. Причем это условие вполне вероятно сохранится еще в течение двух-трех лет, пока рынок корпоративных облигаций не перерастет возможности банков.*

### Финансовое состояние эмитента не влияет на стоимость рыночного фондирования

Эксперты рынка рублевых корпоративных облигаций постоянно отмечают отсутствие взаимосвязи между стоимостью заемных средств для эмитента и его реальным финансовым положением. Для проверки этого утверждения был проведен анализ результатов первичных размещений рублевых корпоративных облигаций (за исключением выпусков кредитных организаций), прошедших в 2001 г. Рассматривалась способность эмитента обслуживать собственные обязательства с горизонтом в один год. Такое ограничение вызвано тем, что российская бухгалтерская отчетность не позволяет учитывать изменение срочности долгосрочных обязательств.

Финансовое состояние эмитента при анализе описывалось следующими коэффициентами:

- доля текущих выплат по выпуску облигаций в чистой прибыли до уплаты налогов:

$$\frac{\text{текущие выплаты по выпуску облигаций}}{\text{прибыль до выплаты налогов}}$$

Показатель характеризует способность эмитента обслуживать текущие платежи по долговым обязательствам, не привлекая новых займов. Отнесение процентных расходов по обязательствам на себестоимость компании само по себе предполагает, что эмитент будет выплачивать купоны за счет результатов текущей деятельности, а не привлекать дополнительные заемные ресурсы. Увеличение объема обязательств с целью по-

крыть за их счет купонные платежи приведет, во-первых, к увеличению размера долговой части пассивов, а, во-вторых, к увеличению нагрузки на бюджет эмитента в части процентных расходов;

- покрытие суммы займа за счет чистых текущих активов:

$$\frac{\text{сумма займа}}{\text{чистые активы}}$$

Возврат основной суммы долга в случае, если долг является краткосрочным (менее 1 года, а по сути все рыночные выпуски корпоративных облигаций имеют срочность менее 1 года за счет безотзывных ofert на досрочный выкуп), не предполагает погашения его за счет прибыли. Заемные средства, вложенные в деятельность предприятия, возвращаются путем изъятия из оборота некоторой части текущих активов. При этом важно соблюсти принцип непрерывности производственного цикла. Определить такую возможность позволяет указанный коэффициент;

- коэффициент быстрой ликвидности:

$$\frac{\text{текущие активы} - \text{запасы}}{\text{текущие пассивы}}$$

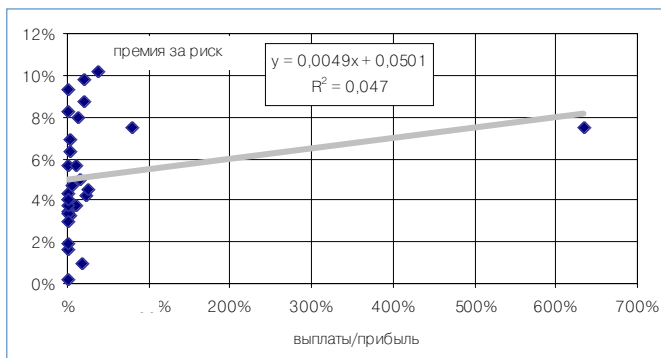
Этот показатель дополняет предыдущий, показывая долю в текущих пассивах высоколиквидных активов, которые могут быть реализованы практически без потери своей балансовой стоимости. В отличие от них прочие текущие активы в реальности реализуются с дисконтом до 50% от балансовой стоимости. Аналогом коэффициента быстрой ликвидности в применении к на-

шему анализу можно считать коэффициент покрытия объема займа высоколиквидными активами, но поскольку он не является «стандартным», то использовать его мы не будем.

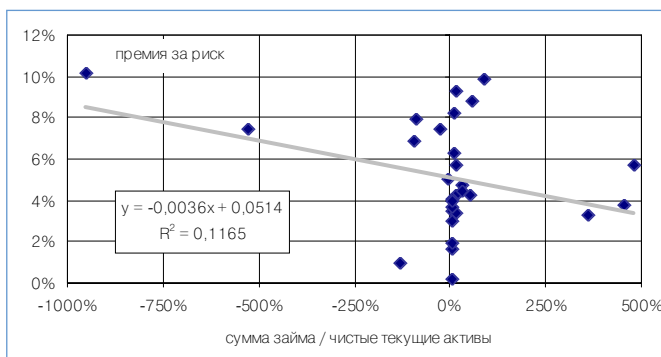
Расчет выбранных коэффициентов проводился на основе последней бухгалтерской отчетности эмитентов, представленной в проспекте эмиссии конкретного выпуска. Для исключения сезонности в динамике ставок на финансовом рынке как характеристику результата размещения рублевых корпоративных облигаций будем рассматривать не доходность, а превышение доходности над ставками на рынке ГКО-ОФЗ по инструментам с соответствующими сроками.

По результатам расчетов коэффициентов и доходности были построены графики (рис. 1-3). Кроме того, для каждой зависимости была построена линейная регрессия и рассчитан коэффициент детерминации R-квадрат, указывающий долю случаев, объяснимых построенной регрессией. Чем больше значение коэффициента детерминации, тем регрессия значимее с точки зрения объяснения зависимости. Расчетные значения коэффициента детерминации приведены в таблице.

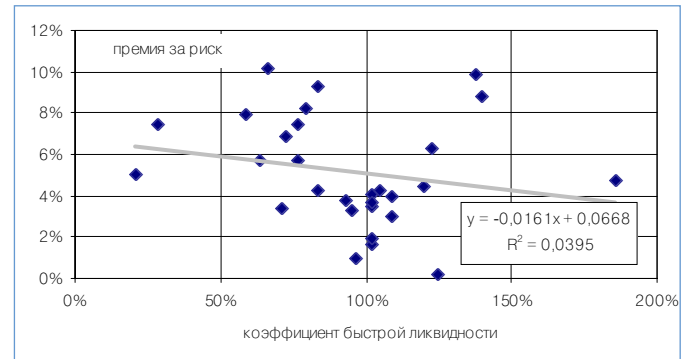
**Рис. 1 Зависимость стоимости облигационного займа на первичном рынке для эмитента от доли текущих выплат по займу в прибыли до налогообложения**



**Рис. 2 Зависимость стоимости облигационного займа на первичном рынке для эмитента от доли объема займа в чистых текущих активах**



**Рис. 3 Зависимость стоимости облигационного займа на первичном рынке для эмитента от ликвидности его активов**



**Таблица 1 Коэффициент детерминации зависимости стоимости облигационного займа на первичном рынке от финансовых показателей эмитента**

Коэффициент	Оценка зависимости
Доля текущих выплат по выпуску облигаций в чистой прибыли до уплаты налогов	0,047
Покрывание суммы займа за счет чистых текущих активов	0,1165
Коэффициент быстрой ликвидности	0,0395

Как видно из графиков и исходя из значений коэффициентов детерминации, никакой зависимости между стоимостью заемных средств при первичном размещении облигаций эмитента и его финансовыми показателями не существует.

### Борьба за эмитента

Несмотря на бурный рост рынка корпоративных облигаций, за три года своего существования число компаний, решившихся на привлечение средств через выпуск рублевых долговых эмиссионных бумаг, не превысило двух десятков. При этом организация и андеррайтинг выпусков облигаций уже привлекли многие банки и финансовые компании, поскольку позволяют им удовлетворять свои амбиции «инвестиционных банков» и надеяться на рост рынка в будущем. Превышение доходности корпоративных облигаций над доходностью госбумаг и отсутствие до сих пор прецедентов дефолтов по корпоративным облигациям заставляют банки искать новых эмитентов, гарантируя им успех размещения облигаций за счет покупки значительной части (или всей) эмиссии. Неразвитость рынка корпоративных облигаций в сочетании с амбициями банков создают возможность эмитентам привлекать вполне серьезные денежные ресурсы, по ставкам и в объемах не всегда соответствующих их реальному финансовому положению.

Описанную ситуацию иллюстрирует анализ статистики размещений корпоративных облигаций, прошедших в 2001 г.

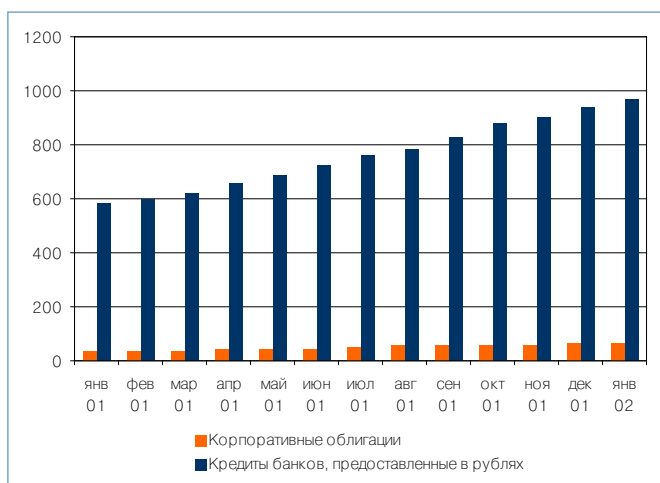
**Рынок-«карлик».** На конец 2001 г. объем рынка рублевых корпоративных облигаций составлял немногим более 67 млрд. руб., при этом рыночные выпуски (обращающиеся на рынке и имеющие двусторонние котировки на бирже) составляли примерно половину. Чтобы оценить порядок и значимость этих величин, достаточно сопоставить их с объемом кредитов, выданных российскими кредитными организациями в рублях. Сравнение представлено на рис. 4, из которого следует, что объем кредитования банками почти в 15 раз превышает объем всего рынка корпоративных облигаций. Таким образом, рынок корпоративных облигаций пока не предъявляет должного спроса на денежные ресурсы, чтобы занять значительное место в структуре активов российской банковской системы.

**Банки — крупнейшие инвесторы рынка корпоративных облигаций.** Банки при размещении облигационных займов покупают до 50% объема выпусков в собственные портфели. Подтверждение этому можно найти в статистике вложений банков в ценные бумаги, которую публикует Банк России в ежемесячном издании «Бюллетень банковской статистики». Сопоставление объемов размещения новых выпусков корпоративных облигаций и прирост банковского портфеля долговых обязательств показано на рис. 5.

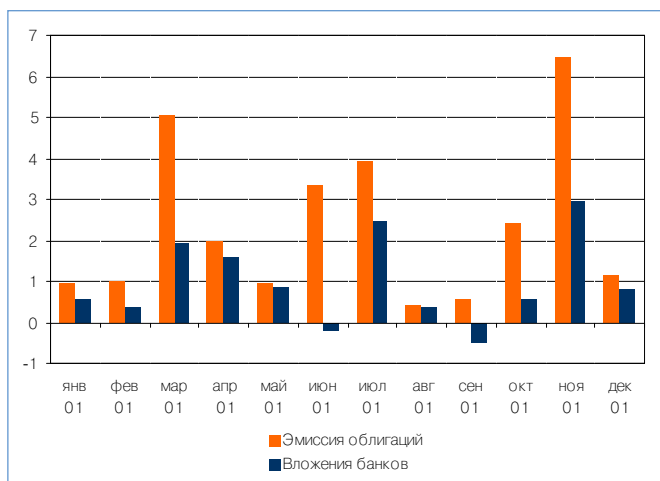
Описанные предпосылки позволяют подтвердить сделанные ранее выводы о причинах ситуации, когда эмитенты привлекают денежные ресурсы, не особенно соотнося это со своим финансовым состоянием.

**Сохранение дисбаланса между значительными возможностями банковской системы по инвестированию в облигации и ограниченной потребностью крупных и средних компаний в выпуске долговых эмиссионных бумаг на текущий момент является причиной того, что доходность по корпоративным облигациям пока не стала индикатором способности эмитента обслуживать свои рыночные обязательства.**

**Рис. 4** Динамика составляющих рублевых пассивов российской экономики, млн. руб.



**Рис. 5** Объемные показатели рынка рублевых корпоративных облигаций, млрд. руб.



### Вниманию руководителей инвестиционных компаний и банков, подразделений операций с ценными бумагами и руководителей бэк-офисов!

ООО «АСК—программное обеспечение» в рамках совместного проекта с ММВБ предлагает Вам **БЕСПЛАТНО** приобрести ПП «АСКИНА 1», предназначенный для ведения внутреннего учета операций с ЦБ на любых торговых площадках компании и банка — профессионального участника рынка ценных бумаг в соответствии с требованиями ФКЦБ и НАУФОР, по тарифному плану «экономичный»: взимается только абонентская плата и плата за подключение к базе данных учета.

Лиц, заинтересованных в сотрудничестве, просим направлять запросы по E-mail: [mmvb@asksoft.ru](mailto:mmvb@asksoft.ru)



**программное  
обеспечение**

Данный документ не является офертой.  
Срок действия предложения ограничен.

<http://www.asksoft.ru>