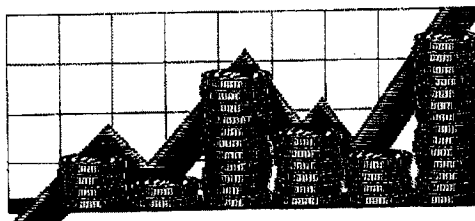


## ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР ЭКОНОМИКИ



**В.А. КОТОВА**

### КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ В НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКЕ: МОДЕЛЬ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА

Корпоративные облигации являются одним из неотъемлемых и наиболее динамично развивающихся сегментов возникающих рынков капитала в странах, осуществляющих структурную и институциональную трансформацию. В той или иной степени рынки облигаций представлены в настоящее время практически во всех странах СНГ. Среди них Республика Беларусь пока занимает более чем скромную позицию (в отличие от России, Украины и Казахстана), практически не обладая ни соответствующими количественными характеристиками рынка, ни качественным разнообразием обращающихся долговых инструментов, в частности, корпоративных облигаций. Тем не менее именно они способны со временем как выступить в роли одной из наиболее привлекательных финансовых альтернатив, предлагаемых отечественному институциональному инвестору, так и реализовать себя в качестве оптимального инвестиционного решения, приемлемого для индивидуальных сберегателей финансовых ресурсов. Более того, по нашему мнению, становление сегмента корпоративных облигаций является не просто одним из возможных вариантов развития финансового рынка в национальной экономике Республики Беларусь, но и в некотором смысле приоритетным вариантом.

По сравнению с альтернативными вариантами привлечения средств (выпуск векселей, получение банковских кредитов) выпуск корпоративных облигаций имеет следующие основные преимущества: 1) позволяет привлекать на открытом рынке средства одновременно многих и разных кредиторов, что обеспечивает снижение стоимости заемных ресурсов; 2) не ставит предприятие в зависимость от одного или двух кредиторов и, соответственно, не подвергает компанию риску проникновения в органы ее управления; 3) предусматривает возможность использовать более гибкие формы обеспечения займов, в том числе за счет гарантий третьих лиц; 4) дает возможность предприятию сформировать публичную кредитную историю, что в будущем позволяет снижать стоимость заемных ресурсов и обеспечивает доступ на международные рынки капитала.

Рынок корпоративных облигаций оказывает положительное влияние на экономику в целом. В перспективе, конкурируя с кредитами, он постепенно позволяет удешевить стоимость заимствований, тем самым способствуя более быстрому развитию реального сектора экономики.

---

*Виктория Анатольевна КОТОВА, кандидат экономических наук, докторант кафедры экономики и управления Белорусского государственного экономического университета.*

В настоящее время в Республике Беларусь сложились как никогда благоприятные предпосылки для ускоренного развития рынка корпоративных облигаций:

- улучшение финансовых результатов деятельности предприятий различных отраслей экономики непосредственно влияет на подъем их спроса на инвестиции;
- стабилизация валютного курса способствует долгосрочным заимствованиям;
- снижение ставки рефинансирования приводит к снижению процентных ставок на долгом рынке и стоимости обслуживания долга;
- Министерство финансов ведет умеренную политику заимствований на внутреннем финансовом рынке, отказавшись от крупномасштабных заимствований под любые проценты;
- население обладает значительным инвестиционным потенциалом, предпочитая хранить накопления в наличных долларах или на депозитах в банках;
- создана эффективная инфраструктура фондового рынка, включающая: Белорусскую валютно-фондовую биржу; двухуровневую депозитарную систему, состоящую из Республиканского центрального депозитария ценных бумаг, депозитария Национального банка и 53 депозитариев второго уровня; профессиональных участников рынка ценных бумаг; органы государственного управления. Эта инфраструктура способна обеспечить переток финансовых ресурсов на предприятия реального сектора при относительно низких транзакционных издержках и рисках для инвесторов и эмитентов корпоративных облигаций.

Таким образом, в сложившейся ситуации появляются уникальные возможности для финансирования реального сектора национальной экономики посредством создания ликвидного рынка корпоративных облигаций. В настоящее время спектр причин, сдерживающих развитие данного рынка, коренится, в значительной степени, в макроэкономической плоскости, затрагивая, в первую очередь, неадекватное состояние нормативно-правовой базы, препятствующей появлению облигационных займов, способных сформировать публичную кредитную историю белорусских предприятий.

За период существования белорусского фондового рынка было зарегистрировано несколько выпусков корпоративных облигационных займов: в 1997 г. — СП «Белпаркет», в 2002 г. — ПС ЗАО «Трест Промстрой», в 2004–2005 гг. — ОАО «Беларусбанк» (для физических лиц). Главными причинами неразвитости белорусского рынка корпоративных облигаций являются несовершенство налогового законодательства и высокая ставка налога на доход по корпоративным облигациям. Поэтому определение оптимального режима налогообложения корпоративных облигаций, при котором государство получает максимальную экономическую выгоду, является актуальной проблемой для белорусского фондового рынка.

**Модель функционирования рынка.** В классической теории рынка финансовых активов модель рынка заемных средств позволяет определить равновесное значение ставки процента при помощи анализа спроса и предложения облигаций [1]. Альтернативная модель, разработанная Дж. М. Кейнсом и известная как теория предпочтения ликвидности, позволяет сделать это через спрос и предложение денег [2]. Анализ предпочтения ликвидности на рынке денег тесно связан с моделью рынка заемных средств и рынка облигаций, а также необходимостью государственного вмешательства в национальную экономику при сохранении ее рыночного статуса. В обоих случаях центральным местом является анализ спроса и предложения облигаций (в первом случае) или денег (во втором случае) [3; 4].

Главный недостаток существующих финансово-экономических теорий заключается в том, что они являются равновесными и исходят из предположения равенства спроса и предложения. Однако реальные рынки являются открытыми, нелинейными, неравновесными системами, поскольку количество

участников торгов, объемы резервируемых средств и активов для участия в торгах постоянно изменяются как в течение одной торговой сессии, так и при переходе от одной торговой сессии к другой. Для рынков характерно также неравенство спроса и предложения, которое выражается в неодинаковых параметрах и в разном количестве заявок, выставляемых на покупку и продажу, что приводит к постоянному изменению цены или доходности заключаемых сделок. Таким образом, реальный рынок является гораздо более сложной системой, чем те представления, которые были положены в основу существующих финансово-экономических теорий, моделей и методов.

В настоящей статье развит нелинейный подход применительно к исследованию рынка корпоративных облигаций, который заключается в сочетании интересов эмитента, инвестора и государства, когда рынок корпоративных облигаций функционирует, а интересы государства учтены в максимальной степени. Отличительные особенности предлагаемого подхода следующие: учитываются интересы всех участников рынка, государство рассматривается как один из участников рынка, интересы государства имеют приоритет по отношению к интересам остальных участников рынка. Все отмеченные особенности анализируются в нелинейной взаимосвязи друг с другом. Классический анализ спроса-предложения в этом подходе рассматривается как элемент решения задачи в более общей нелинейной постановке.

Важнейшим условием функционирования рынка корпоративных облигаций является соблюдение интересов всех участников рынка — эмитента, инвестора и государства.

Интересы эмитента корпоративных облигаций заключаются в том, что он стремится получить заем под возможно более низкую ставку процента на длительный срок. Облигация — весьма жесткое долговое обязательство: осуществляя эмиссию облигаций, эмитент несет определенные риски, и всегда существует вероятность того, что облигационный заем не будет успешным, т.е. сам факт эмиссии облигаций еще не гарантирует их размещения на разработанных эмитентом условиях. Поэтому эмитент стремится, с одной стороны, компенсировать риски, связанные с размещением облигаций, а с другой стороны, получить заем под более низкую ставку процента по сравнению с альтернативными источниками финансирования.

Инвестор заинтересован в том, чтобы вложить деньги под возможно более высокий процент с минимальным риском. Для него привлекательны облигации с правом досрочного погашения, качественным обеспечением гарантии по облигациям и ликвидным вторичным рынком облигаций.

Интересы государства на рынке корпоративных облигаций заключаются в том, чтобы, с одной стороны, максимизировать налоговые поступления в процессе выпуска, обращения и погашения корпоративных облигаций, а с другой стороны, обеспечить возможность нормального инвестиционного процесса в реальный сектор экономики, способствуя тем самым увеличению налоговых поступлений. Государство — особый субъект экономики. Эта особенность определяется тем, что государство является институтом политической системы общества, и интересы его стоят выше интересов остальных участников рынка.

Многолетний анализ доходности корпоративных облигаций показывает, что она является довольно низкой, присущей инструментам с малым риском. Средняя доходность различных ценных бумаг за 70 лет наблюдений на рынках США имеет следующие значения: обыкновенные акции — 12,3%; долгосрочные облигации корпораций — 5,9; краткосрочные облигации корпораций — 5,4; краткосрочные государственные облигации — 3,7; инфляция — 3,2% [5]. Корпоративные облигации обладают большей степенью риска по сравнению с государственными ценными бумагами, но в то же время являются менее рискованными финансовыми инструментами, чем акции. Кроме того, при анализе потенциальных рисков недостаточно учитывать только риски, связанные с долговыми инструментами, необходимо всесторонне изучать фи-

нансовое состояние компании. Все это говорит о том, что на фондовом рынке корпоративные облигации занимают свою нишу, а их доходность лежит в определенных пределах — между верхней и нижней границами доходности альтернативных инструментов.

Нижняя граница доходности корпоративных облигаций определяется доходностью государственных ценных бумаг. По сравнению с последними корпоративные облигации должны быть более привлекательны по своей доходности, так как представляют собой инструмент с более высоким уровнем риска. Конкретный размер премии за риск определяется исходя из трех основных факторов: уровня кредитоспособности (кредитной истории) эмитента, срока обращения облигаций, конъюнктуры рынка долговых обязательств.

Оценка риска может некоторое время не соответствовать реальному уровню, но со временем риск будет объективно оценен рынком, и реальный уровень доходности корпоративной облигации найдет отражение в ее цене. Это произойдет тем быстрее, чем ликвидней будет вторичный рынок корпоративных облигаций. Низколиквидный выпуск облигаций ввиду отсутствия рыночных котировок скорее всего будет переоценен рынком, и эмитент будет переплачивать за привлеченные средства.

На основе анализа иерархии доходности, сложившейся на рынках развитых стран, можно дать ориентиры премии за риск по корпоративным облигациям относительно государственных облигаций (табл. 1) [6].

Таблица 1. Премия за риск по корпоративным облигациям, % годовых

Срок до погашения	Уровень риска		
	низкий	средний	повышенный
Полгода	1,5	3,2	4,2
Один год	2,3	4,0	5,3
Два года	4,1	6,0	7,6

Например, в настоящее время на российском рынке ценных бумаг премия к доходности ГКО/ОФЗ по корпоративным облигациям с аналогичными сроками обращения составляет 2–6 % годовых.

Зная доходность государственных ценных бумаг, премию за риск и ставку налога на доход, можно определить доходность корпоративной облигации, которую должен предложить эмитент, чтобы инвестору эту облигацию было выгодно покупать

$$D_{КО} = (D_{ГЦБ} + D_{и}) / (1 - Н), \quad (1)$$

где  $D_{КО}$  — доходность корпоративной облигации;  $D_{ГЦБ}$  — доходность государственной ценной бумаги за период, соответствующий периоду обращения корпоративной облигации;  $D_{и}$  — премия инвестору за риск;  $Н$  — ставка налога на доход по корпоративной облигации.

**Пример.** Если  $D_{ГЦБ} = 27$  % годовых,  $D_{и} = 3$  % годовых,  $Н = 40$  %, то

$$D_{КО} = (0,27 + 0,03) / (1 - 0,4) = 50 \text{ \%}$$

Формула (1) в целом правильно описывает основные взаимосвязи, которые отражают интересы инвестора и государства. Однако в ней не учтены интересы третьей стороны — эмитента. Поэтому она не позволяет найти оптимальную ставку налога на доход по корпоративной облигации. Для этого необходимо учесть верхнюю границу доходности корпоративной облигации, связанную с интересами эмитента.

Верхняя граница доходности на рынке корпоративных облигаций определяется процентной ставкой по банковским кредитам. Для эмитента доходность

корпоративной облигации должна быть более привлекательной по сравнению с процентной ставкой по банковским кредитам, чтобы ему было выгодно размещать облигационный заем, а не брать банковские кредиты.

Таким образом, банковский кредит рассматривается как альтернатива облигационному займу, а государственные ценные бумаги как альтернатива корпоративным облигациям. Поэтому доходность последних ограничена сверху ставкой процента по банковскому кредиту, а снизу доходностью государственных ценных бумаг с соответствующими параметрами и сроками обращения.

Приемлемым для участников рынка является уровень доходности корпоративной облигации, когда эмитент с целью заинтересовать фондовый рынок предлагает более высокую доходность для инвестора по сравнению с имеющимися рыночными альтернативами, но при этом занимает по ставкам ниже, чем у имеющихся источников банковского кредитования. Для оценки приемлемого уровня доходности корпоративных облигаций необходимо проанализировать два основных индикатора: уровень процентных ставок банковского кредитования и среднюю доходность государственных ценных бумаг.

Доходность корпоративной облигации ограничена сверху и снизу соответственно доходностью государственных облигаций и процентной ставкой по банковским кредитам. Причем, если нижняя граница доходности корпоративной облигации связана с интересами инвестора, то верхняя ее граница — с интересами эмитента. Реальная доходность корпоративной облигации должна находиться внутри этих границ, что можно выразить следующим неравенством:

$$D_{ГЦБ} \leq D_{КО} \leq P_{БК}, \quad (2)$$

где  $D_{ГЦБ}$  — доходность государственных ценных бумаг;  $D_{КО}$  — доходность корпоративных облигаций;  $P_{БК}$  — ставка процента по банковскому кредиту. Неравенство (2) говорит, что в нормальных условиях функционирования рынка доходность корпоративных облигаций не может быть ниже доходности государственных ценных бумаг и выше процентной ставки по банковскому кредиту, поскольку в первом случае инвесторы будут покупать более доходные, надежные и ликвидные государственные ценные бумаги, а во втором — эмитенту будет выгоднее брать банковский кредит вместо размещения корпоративных облигаций.

Неравенство (2) является нестрогим, так как возможен вариант, когда для инвестора диверсификация портфеля настолько важна, что он может отказаться от премии за риск, т.е. его будет устраивать вариант, когда  $D_{ГЦБ} = D_{КО}$ . В то же время возможен случай, когда эмитент готов разместить облигации с доходностью, равной процентной ставке банковского кредита, т.е.  $D_{КО} = P_{БК}$ . Такие случаи встречаются довольно часто тогда, когда эмитент только выходит на рынок корпоративных облигаций.

Важным в неравенстве (2) является то, что в нем учтены интересы всех трех сторон, инвестора ( $D_{ГЦБ} \leq D_{КО}$ ), эмитента ( $D_{КО} \leq P_{БК}$ ) и государства ( $D_{КО}$  рассчитывается по формуле (1), в которую входит ставка налога на доход по корпоративной облигации).

На практике встречаются случаи, когда доходность корпоративных облигаций ниже доходности государственных ценных бумаг ( $D_{КО} < D_{ГЦБ}$ ) или выше процентной ставки по банковскому кредиту ( $D_{КО} > P_{БК}$ ), например, при выпуске корпоративных облигаций по договоренности эмитента с аффилированными лицами, которые выкупают этот выпуск. Однако такие случаи нетипичны, не связаны с функционированием рынка и в данной модели не учитываются.

Таким образом, для функционирования рынка корпоративных облигаций необходимо, чтобы доходность корпоративных облигаций была выше доходности государственных ценных бумаг с соответствующими параметрами и

сроком обращения, но ниже процентной ставки по банковскому кредиту. При этом интересы государства и инвестора сдвигают доходность корпоративных облигаций в большую сторону, тогда как интересы эмитента сдвигают ее в противоположную, меньшую сторону. По аналогии с классическим экономическим анализом спроса-предложения можно было бы сказать, что точка, в которой совпадут интересы противоположных сторон, является оптимальной доходностью корпоративной облигации. Однако это не так, поскольку статус всех сторон различен. Юридический статус государства выше, оно устанавливает “правила игры”, и поэтому его интересы будут выше интересов эмитента и инвестора. Следует исходить из того, что доходность корпоративной облигации — это точка в диапазоне доходностей, в которой интересы государства учтены в максимальной степени, а рынок при этом еще функционирует. Другими словами, ставка налога на доход по корпоративным облигациям должна быть настолько максимально возможной, когда инвесторам еще выгодно покупать, а эмитентам еще выгодно размещать корпоративные облигации.

**Структура процентных ставок.** Для измерения экономической выгоды всех основных участников рынка корпоративных облигаций (эмитент, инвестор и государство) воспользуемся понятием “доходность”. Под доходностью инвестора ( $D_{и}$ ) будем понимать часть доходности корпоративной облигации, которую должен получить инвестор в качестве премии за риск, приобретая корпоративную облигацию в противовес покупке государственной ценной бумаги. Под доходностью эмитента ( $D_{э}$ ) будем понимать доходность в виде премии за риск, которую должен получить эмитент, размещая выпуск корпоративных облигаций вместо привлечения банковского кредита. Под доходностью государства ( $D_{г}$ ) будем понимать часть доходности корпоративной облигации, которую государство изымет в виде налога на доход по корпоративной облигации.

Понятие “доходность государства” введено для того, чтобы можно было сопоставить интересы эмитента, инвестора и государства на единой основе, так как сопоставлять ставку налога на доход с доходностью эмитента или инвестора некорректно. Кроме того, понятие “доходность государства” является логичным и занимает свое место в общей понятийной структуре доходностей рынка корпоративных облигаций.

Понятие “доходность инвестора” подразумевает наличие общей доходности инвестора, включающей одну часть доходности корпоративной облигации, которую он получает в виде премии за риск, и другую часть, — равную доходности государственной ценной бумаги. Ее также получает инвестор.

Доходность корпоративной облигации равна сумме доходностей государственной ценной бумаги, эмитента и государства:

$$D_{ко} = D_{гцб} + D_{и} + D_{г}. \quad (3)$$

В то же время доходность корпоративной облигации определяется выражением:

$$D_{ко} = P_{бк} - D_{э}. \quad (4)$$

Приравняв правые части (3) и (4) после переносов  $D_{гцб}$  и  $D_{э}$  соответственно в левую и правую части нового уравнения получаем:

$$P_{бк} - D_{гцб} = D_{и} + D_{г} + D_{э}. \quad (5)$$

Левая часть уравнения (5) настолько важна для последующего исследования, что для нее введен специальный термин “спред доходности корпоративной облигации” ( $СД$ ):

$$СД = П_{БК} - Д_{ГЦБ}. \quad (6)$$

*Спрэд доходности корпоративной облигации равен разности между максимально и минимально возможной ее доходностью. В уравнении (6) принято, что минимально возможная доходность корпоративной облигации равна доходности государственных ценных бумаг, а максимально возможная — процентной ставке по банковскому кредиту.*

Подставляя (6) в (5) получаем:

$$СД = Д_{и} + Д_{г} + Д_{э}. \quad (7)$$

Другими словами, спрэд доходности корпоративной облигации является мерой общей экономической выгоды от выпуска корпоративной облигации, которую должны разделить между собой эмитент, инвестор и государство: эмитент получает выгоду в виде скидки доходности размещаемых облигаций по отношению к процентной ставке по банковскому кредиту; инвестор — в виде премии за риск по отношению к государственным ценным бумагам; государство — в виде налоговых изъятий. Никто из участников рынка корпоративных облигаций в самом благоприятном для него случае не может получить выгоду большую, чем спрэд доходности корпоративных облигаций. Если же кто-то из участников рынка получит большую выгоду, то это может произойти только за счет других участников рынка. В этом заключается *принцип сохранения общей экономической выгоды и сохранения спреда доходности как меры общей экономической выгоды на рынке корпоративных облигаций.*

Наилучшим подтверждением принципа сохранения общей экономической выгоды является существующее положение вещей на белорусском фондовом рынке, когда государству, установившему непомерно высокую ставку налога на доход по операциям с ценными бумагами, достается весь спрэд доходности на рынке корпоративных облигаций. В итоге, данное обстоятельство привело к отсутствию самого рынка корпоративных облигаций, так как на таком рынке нет выгоды ни для эмитента, ни для инвестора.

Таким образом, доходности инвестора, государства и эмитента представляют собой части спреда доходности корпоративной облигации, разделенные соответственно между ними, причем эти части в значительной степени зависят от принятой ставки налога на доход по облигации.

Разработанная модель функционирования рынка корпоративных облигаций и структура процентных ставок на этом рынке позволяют в перспективе решать прикладные задачи определения оптимальных режимов налогообложения на рынке капитала в национальной экономике Республики Беларусь.

## Литература

1. Мишкин Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. М., 1999.
2. Кейнс Дж. М. *Общая теория занятости, процента и денег* // Антология экон. классики. М., 1992. Т. 2.
3. Макконнелл К.Р., Брю С.Л. *Экономикс: принципы, проблемы и политика*. М., 2004.
4. Фишер С., Дорнбуш Р., Шмалензи Р. *Экономика*. М., 2004.
5. Абрамов А.Е. *Инвестиционные фонды: Доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России*. М., 2005.
6. Фабоцци Ф. *Управление инвестициями* / Пер. с англ. М., 2000.