

ФИНАНСЫ И НАЛОГООБЛОЖЕНИЕ

УДК 336.763.35

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ В СИСТЕМЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО БАНКИНГА

канд. экон. наук С.В. БОСЛОВЯК
(Полоцкий государственный университет)

На основе выявленной тенденции снижения роли банков в финансировании капиталобразующих инвестиций обоснована необходимость развития ими услуг инвестиционного банкинга, в том числе консультативно-посреднической деятельности по размещению, обращению и погашению облигаций других юридических лиц. Проведен анализ структуры и динамики объемов ценных бумаг, обращааемых в торговой системе ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа», в том числе облигаций юридических лиц. На основе анализа текущего уровня процентных ставок по различным сегментам финансового рынка сделан вывод о перспективности размещения корпоративных облигаций, номинированных в свободноконвертируемой валюте. Представлены пути развития рынка корпоративных облигаций: популяризация вложений в облигации юридических лиц в рамках повышения финансовой грамотности, расширение спектра услуг инвестиционного банкинга, использование гибридных форм финансирования инвестиций.

Ключевые слова: инвестиции, инвестиционный банкинг, корпоративные облигации, эмиссия.

Реальное инвестирование как процесс организации и финансирования капитальных вложений, является одной из важнейших детерминант экономического развития. Роль инвестиций в воспроизводственном процессе проявляется, с одной стороны, в трансформации свободных денежных средств физических лиц и субъектов хозяйствования в финансовые ресурсы инвестиционной деятельности, с другой – в поддержке и развитии строительной и сопутствующих отраслей.

Однако в 2015–2016 году в Беларуси сформировалась негативная тенденция объемов инвестиций в основной капитал: в 2015 году размер таких инвестиций в фактически действовавших ценах составил 92% к уровню в 2014 года, в 2016 году – 90,3% к уровню 2015 года. В сопоставимых ценах темп снижения в 2015 году составил 81,2%, в 2016 году – 82,6% к уровню предыдущего года [1]. Таким образом, реальная инвестиционная активность в республике «просела» за эти два года практически на треть. Удельный вес реальных инвестиций в стоимости валового внутреннего продукта (ВВП) сократился с 28% в 2014 году до 19,7% в 2016 году [1]. Ситуация несколько улучшилась в 2017 году, когда рост капиталобразующих инвестиций в сопоставимых ценах составил 105,1% к уровню 2016 года. Однако объем инвестиций за этот год в фактически действовавших ценах составил лишь 93,4% к уровню 2014 года [2].

При этом доля участия банков в финансировании реальных инвестиций за последние 4 года сократилась более чем в 2 раза: с 26,6% в 2014 году до 12,9% в 2017 году [2]. В последние годы кредитные ресурсы белорусских банков выступили основным источником финансовой поддержки государственных программ правительства Беларуси по модернизации системообразующих отраслей экономики, в связи с чем банковская система в значительной степени приняла на себя риски и функции контроля реализации таких инвестиционных проектов. На фоне слабой генерации выручки от реализации продукции большинства заемщиков в условиях существенного снижения спроса на нее это привело к высокой закредитованности субъектов хозяйствования, что существенно ухудшает их финансовую стабильность и блокирует экономический рост. В свою очередь, такие процессы негативно сказываются на финансовой устойчивости отдельных банков и банковской системы в целом.

Все это свидетельствует о снижении роли банков в финансировании реальных инвестиций и необходимости диверсификации и переориентации их деятельности в инвестиционном процессе. Так, многие ученые-экономисты разделяют мнение, что к числу важнейших факторов инновационного развития экономики, помимо развития информационно-коммуникационных технологий, возобновляемой энергетики, человеческого капитала, относятся степень развитости финансового рынка и эффективность его работы, детерминированные механизмом взаимодействия инвесторов и реципиентов инвестиций [3; 4]. Обеспечение результативности этого механизма и минимизация издержек его субъектов являются задачами различных финансовых посредников, в том числе финансовых институтов – профессиональных участников финансового рынка. Объективно протекающие процессы расширения финансового инструментария обеспечения инвестиционной деятельности организаций-реципиентов необходимо поддержать, в том числе и адекватным развитием инвестиционного банкинга.

Вместе с тем в настоящее время в экономической литературе и практике не сложилось единого подхода к определению категории «инвестиционный банкинг». На наш взгляд, одно из наиболее полных и обоснованных из них представлено у А.Ю. Бурковой: «Инвестиционный банкинг – деятельность финансовой организации, основными функциями которой являются содействие клиентам в реализации их инвестиционных намерений, в том числе на рынке ценных бумаг, производных финансовых инструментов, структурированных финансовых продуктов, на рынке слияний, поглощений и реструктуризаций, консультационных и аналитических услуг» [5, с. 40].

Услуги инвестиционного банкинга постепенно занимают свое место в деятельности ведущих белорусских кредитно-финансовых организаций, которые в его рамках предоставляют следующие виды услуг:

- 1) организация корпоративного финансирования клиентов – комплекс услуг по организации эмиссии, размещению и обслуживанию обращения ценных бумаг клиентов на международном и внутреннем рынках;
- 2) профессиональная деятельность по ценным бумагам – брокерская и дилерская деятельность, депозитарная деятельность, доверительное управление ценными бумагами;
- 3) доверительное управление денежными средствами (индивидуальное и коллективное);
- 4) сопровождение сделок слияния и поглощения, оптимизация структуры собственников;
- 5) инвестиционное финансирование (проектное финансирование, синдицированное и консорциальное кредитование);
- 6) торговля финансовыми инструментами срочных сделок на организованном и неорганизованном рынках;
- 7) консультационные услуги.

Кроме того, расширилось участие банков в проектном финансировании, при котором банки самостоятельно занимаются подготовкой инвестиционного проекта или обеспечивают клиентам консультирование, оплачивают расходы по осуществлению проекта, нередко банки становятся совладельцами акций создаваемых предприятий. Однако, несмотря на широкий перечень анонсируемых инвестиционно-банковских услуг, фактический уровень их реализации в Беларуси остается невысоким.

Вместе с тем именно банки как субъекты экономики, наиболее продвинутые в профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, должны выступить главными маркетмейкерами в процессе привлечения инвестиционных ресурсов субъектами реального сектора экономики посредством использования современных финансовых инструментов.

Следует отметить, что «выделение инвестиционных банков как особого вида финансового института предполагает высокую степень развития рынка ценных бумаг» [3, с. 36]. Соответственно, в конкретной экономической системе инвестиционный банкинг имеет наибольшие перспективы на более развитых сегментах рынка ценных бумаг. В частности, для Республики Беларусь одним из таких направлений является финансирование инвестиционных проектов на основе выпуска корпоративных облигаций.

Следует отметить, что сегмент облигаций юридических лиц занимает в настоящее время достойное место на отечественном биржевом рынке, о чем свидетельствуют представленные в таблице данные.

Динамика и структура сделок в торговой системе ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» за 2016–2017 годы

Показатели	2016 год				2017 год			
	Количество сделок		Объем сделок		Количество сделок		Объем сделок	
	шт.	уд. вес, %	млн руб.	уд. вес, %	шт.	уд. вес, %	млн руб.	уд. вес, %
Сделки с акциями	2805	36,3	50,3	0,5	3622	30,1	84,3	1,1
Сделки с облигациями	4926	63,7	9577,4	99,5	8414	69,9	7809,7	98,9
в том числе:								
с государственными облигациями	2385	30,8	5941,0	61,7	2765	23,0	2828,3	35,8
с облигациями Национального банка Республики Беларусь	474	6,1	974,7	10,1	1713	14,2	2152,6	27,3
с облигациями местных займов	25	0,3	151,2	1,6	91	0,8	679,5	8,6
с облигациями юридических лиц	2042	26,4	2510,5	26,1	3845	31,9	2149,3	27,2
Итого сделок в торговой системе ОАО «БВФБ»	7731	100,0	9627,7	100,0	12036	100,0	7894,0	100,0

Источник: информация о деятельности профессионального участника рынка ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» (www.bcse.by).

Как видно из таблицы, несмотря на некоторое снижение объема сделок с облигациями юридических лиц, их удельный вес возрос до 27,2% всего объема сделок в торговой системе ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа».

Еще более впечатляющая динамика наблюдается по объемам эмиссии корпоративных облигаций. По данным Национального банка Республики Беларусь [6] за 9 месяцев 2018 объем эмиссии облигаций юридических лиц, номинированных в белорусских рублях, составил 1241 млн руб. против 698,9 млн руб. за аналогичный период 2017 года (рост в 1,77 раза). По облигациям, номинированным в долларах США, объем эмиссии за 9 месяцев 2018 года составил 1125,7 млн долл. против 645,4 млн долл. за аналогичный период 2017 года (рост в 1,74 раза), в евро: 285,5 млн евро против 92 млн евро (рост в 3,1 раза).

Накопленный объем допущенных к обращению облигаций юридических лиц достиг к 01.10.2018 следующих значений: 7 млрд руб. по облигациям в белорусских рублях (6,3 млрд руб. на 01.01.2018), 2,6 млрд долл. по облигациям, номинированным в долларах США (2,2 млрд долл. на 01.01.2018), 0,9 млрд евро по облигациям, номинированным в евро (0,8 млрд евро на 01.01.2018).

При размещении юридических лиц облигаций следует учитывать, что нижняя граница их доходности связана с экономическими интересами инвестора и ограничивается доходностью альтернативных инструментов для вложения свободных денежных средств инвесторов (например, процентные ставки по депозитам). Верхняя граница доходности облигаций юридических лиц связана с экономическими интересами эмитента и определяется процентной ставкой альтернативных инструментов привлечения денежных средств, в первую очередь, банковских кредитов. Поэтому на функционирующем рынке доходность облигаций юридических лиц должна находиться внутри этих границ, т.е. не быть ниже доходности схожих альтернативных вариантов вложения средств инвесторов и не превышать процентную ставку по банковским кредитам.

Для определения целевой группы инвесторов в корпоративные облигации проведем такие сопоставления по последним данным Национального банка Республики Беларусь в открытом доступе [6]. По состоянию на сентябрь 2018 года средняя процентная ставка по вновь выдаваемым кредитам юридическим лицам в свободноконвертируемой валюте составила 5,22%, в то время как доходность по государственным долгосрочным облигациям составила 4,19% в долларах США и 3,66% в евро, а доходность краткосрочных облигаций Национального банка в долларах США – 3,9%. Следует заметить, что доступ к таким облигациям имеют в основном профессиональные участники рынка ценных бумаг (прежде всего банки и страховые организации).

Столь низкий «спрэд» по представленным процентным ставкам во многом объясняет узкое поле для размещения корпоративных облигаций среди юридических лиц. При этом далеко не у всех организаций реального сектора экономики есть свободные денежные средства для вложения в облигации других юридических лиц.

Гораздо более оптимистична ситуация с перспективами размещения валютных корпоративных облигаций среди физических лиц. По данным этого же обзора средняя процентная ставка по валютным депозитам за сентябрь 2018 года составила всего 1,01% при максимальном значении для депозитов на срок свыше 3 лет в 2,19% [6].

Для аналогичных сопоставлений в национальной валюте характерна совершенно другая ситуация: средняя процентная ставка по новым кредитам юридическим лицам по итогам сентября 2018 года сложилась на уровне 11,08%, а средняя процентная ставка по депозитам физических лиц за этот же период – 9,73%. Доходность краткосрочных облигаций Национального банка в национальной валюте сложилась в сентябре 2017 года на уровне 9,98%. То есть при рассмотрении в качестве потенциальных инвесторов профессиональных участников рынка ценных бумаг «спрэд» процентных ставок составляет всего 1,1 п. п., для потенциальных инвесторов-физических лиц – 1,35 п. п.

Таким образом, текущая ситуация на финансовом рынке наиболее благоприятствует к размещению облигаций, номинированных в свободноконвертируемой валюте, и в первую очередь среди физических лиц.

Вместе с тем при размещении облигаций юридическим лицам приходится сталкиваться со следующими проблемами:

1) для финансирования инвестиций необходимы так называемые «длинные» деньги, т.е. долгосрочные заимствования, в то время как спрос на долгосрочные корпоративные облигации со стороны потенциальных инвесторов ограничен: для юридических лиц-профессиональных участников рынка ценных бумаг – по причине «замораживания» активов на длительный срок, для юридических лиц нефинансового сектора – по причине отсутствия свободных денежных средств, для физических лиц – по причине повышенного риска;

2) в сравнении с банковскими депозитами инвестирование в облигации сопряжено с более высокой степенью риска, так как в случае неисполнения эмитентом своих обязательств отсутствуют надежные гарантии возврата вложенных средств. Если при возникновении проблем с возвратом банковского

депозита автоматически включается механизм возмещения ГУ «Агентство по гарантированному возмещению банковских вкладов (депозитов) физических лиц», то чистые активы эмитента и даже предоставленное в залог имущество не всегда являются достаточно ликвидными для быстрой выплаты номинальной стоимости облигаций и процентов по ним.

Решение первой проблемы в настоящее время видится через реализацию стимулирующей функции рынка. Так, в настоящее время на данном сегменте рынка есть корпоративные облигации с высокой процентной доходностью. Например, в 2018 году эмиссию облигаций с доходностью 7,5% годовых в долларах США (выше процентных ставок по вновь выдаваемым кредитам) осуществляли ООО «Арлекс», ООО «Производственная компания Ромакс». Важно отметить, что в настоящее время на рынке корпоративных облигаций преобладает предложение со стороны их эмитентов. В ряде случаев именно высокие ставки становятся решающим фактором для потенциальных инвесторов. Такие детерминанты, как деловая репутация и устойчивость финансового состояния эмитентов, часто не являются определяющими. Поэтому одной из первоочередной задач в развитии рынка корпоративных облигаций является повышение финансовой грамотности физических лиц. Это позволит сформировать уровень конкуренции со стороны спроса, а также будет способствовать принятию инвесторами более взвешенных решений и установлению более приемлемых процентных ставок для эмитентов.

Одним из способов решения второй проблемы может выступить предоставление обслуживающими банками гарантий по эмитируемым их клиентами облигациям. Однако для эмитента при этом возрастёт стоимость привлекаемого капитала. Снижению трансакционных и эмиссионных издержек может способствовать оказание банками комплекса услуг в рамках инвестиционного банкинга: доверительное управление временно свободными денежными средствами потенциальных инвесторов в корпоративные облигации, содействие эмитентам в рациональном целевом финансировании инвестиционной деятельности, консультационные услуги. Это позволит преодолеть, в том числе, достаточно высокий уровень конкуренции со стороны инвестиционных компаний и других профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Кроме того, перспективным направлением инвестиционного банкинга в Республике Беларусь являются оказание посреднических услуг по организации первичного публичного размещения акций (ИРО). Существенным является и потенциал краудфандинга, в частности, одного из его направлений – краудинвестинга, который отличается своей направленностью на финансирование коммерческих проектов на возмездной основе. Такое финансирование является по сути одной из форм вложения инвестиций в венчурные проекты, на начальных стадиях развития которых в силу высокой рискованности их инициаторы не могут рассчитывать на привлечение финансирования в форме традиционных источников (кредитов банков, облигационных и иных долгосрочных займов). В совокупности с развитием рынка корпоративных облигаций это будет способствовать ускорению трансформации сбережений физических лиц в финансовые ресурсы инвестиционной деятельности организаций реального сектора и развитию гибридных форм инвестиционного финансирования (например, краудинвестинг с выпуском облигаций, смешанное финансирование и т.д.).

В результате проведенного исследования сделаны следующие *выводы*:

1) инвестиционный банкинг в Беларуси пока недостаточно развит, что во многом обусловлено несовершенством существующих механизмов взаимодействия потенциальных инвесторов и реципиентов инвестиций;

2) выпуск корпоративных облигаций становится в настоящее время действенной альтернативной банковским кредитам в привлечении средств как на краткосрочной, так и на долгосрочной основе. Наибольшие перспективы имеет выпуск корпоративных облигаций, номинированных в свободноконвертируемой валюте (прежде всего, в долларах США), направленных на размещение среди физических лиц;

3) эмитенты пытаются компенсировать более высокие риски, возникающие при выпуске необеспеченных облигаций и привлечении средств на длительный период, за счет установления повышенных процентных ставок, что приводит к увеличению стоимости привлекаемого капитала;

4) при оказании посреднических услуг по размещению, обращению и погашению облигаций банки испытывают достаточно высокую конкуренцию со стороны инвестиционных компаний и других профессиональных участников рынка ценных бумаг, для преодоления которой необходимо расширять спектр услуг, оказываемых в рамках инвестиционного банкинга.

Исходя из вышесказанного, первоочередное внимание должно уделяться обоснованному сокращению трансакционных и прочих издержек по размещению, обращению и погашению облигаций, повышению финансовой грамотности физических лиц через популяризацию расширения их инвестиционных возможностей за счет инвестирования в корпоративные облигации, а также налаживанию эффективных механизмов взаимодействия между реципиентами и инвесторами с учетом возрастания значимости посреднической функции банков в этом процессе. Всё это позволит оптимизировать затраты эмитентов и финансовых посредников, сформировать определенный уровень конкуренции среди потенциальных инвесторов и будет способствовать приближению процентных ставок по корпоративным облигациям к обо-

значенному экономически обоснованному диапазону значений. При этом следует учитывать финансово-экономические интересы реципиентов инвестиций. Для этого может быть использован авторский финансовый механизм управления инвестиционным потенциалом организации, позволяющий регулировать уровень инвестиционной активности и своевременно корректировать инвестиционную политику организации-реципиента [7]. Ключевая роль в нем отводится алгоритму обоснования минимально необходимого уровня рентабельности дополнительно привлекаемых инвестиций [8], применение которого позволяет обоснованно и своевременно принимать решения об отказе от реализации инвестиционных проектов, эффективность которых недостаточна высока для обеспечения выплат по обслуживанию привлекаемых источников финансирования.

ЛИТЕРАТУРА

1. Инвестиции и строительство в Республике Беларусь. Статистический сборник. – Минск : Нац. стат. комитет Респ. Беларусь, 2017. – 213 с.
2. Статистический ежегодник Республики Беларусь, 2018. – Минск : Нац. стат. комитет Респ. Беларусь, 2018. – 489 с.
3. Максимчик, А. Инвестиционный банкинг и проблемы привлечения инвестиций в экономику Беларуси / А. Максимчик, С. Черенкевич // Банкаўскі веснік. – 2017. – № 6. – С. 33–42.
4. Бословяк, С.В. Инвестиционная привлекательность в контексте гармонизации финансовых интересов инвестора и предприятия-реципиента / С.В. Бословяк // Современные технологии управления [Электронный ресурс]. – 2015. – № 7 (55). – Режим доступа: <http://sovman.ru/article/5502/>.
5. Буркова, А.Ю. Трансформация понятия «Инвестиционный банкинг» / А.Ю. Буркова // Банковские технологии. – 2011. – № 3 (45). – С. 37–40.
6. Статистический бюл. Нац. банка Респ. Беларусь. – 2018. – № 9 (231) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.nbrb.by/publications/bulletin/Stat_Bulletin_2018_09.pdf. – Дата доступа: 15.10.2018.
7. Богатырёва, В.В. Финансовый механизм управления инвестиционным потенциалом организации: элементы, концептуальный базис функционирования / В.В. Богатырёва, С.В. Бословяк // Вестник Полоцкого государственного университета. Сер. Д, Экон. и юрид. науки. – 2016. – № 6. – С. 99–107.
8. Бословяк, С.В. Аналитическое обеспечение алгоритма обоснования минимально необходимого уровня рентабельности дополнительно привлекаемых инвестиций / С.В. Бословяк // Бухгалтерский учет и анализ. – 2016. – № 3 (231). – С. 19–25.

Поступила 17.10.2018

CORPORATE BONDS IN THE SYSTEM OF INVESTMENT BANKING

S. BOSLOVYAK

The necessity of investment banking development (including consulting and intermediary services concerning issuance and circulation of corporate bonds) is grounded on the basis of revealed tendency of decreasing the role of banks in financing of capital investments. The analysis of structure and dynamics of securities' volumes in the trade system of Belarusian Currency and Stock Exchange (including corporate bonds) is carried out. On the basis of analysis of current level of interest rates for different sectors of financial market the conclusion about perspectivity of issuing the corporate bonds nominated in freely convertible currencies is given. The ways of corporate bonds' market development are presented: the popularization of corporate bonds in the framework of increasing of financial literacy, the extension of the range of investment banking services, the usage of hybrid forms of investment financing.

Keywords: investments, investment banking, corporate bonds, issuance.