

А. И. Зайцев (4 курс, каф. МБ), А.А. Миролюбов, к.э.н., доц.

## ИНСТРУМЕНТЫ МЕЖДУНАРОДНОГО ФОНДОВОГО РЫНКА

Международный фондовый рынок включает в себя следующие финансовые инструменты:

1. Иностранные ценные бумаги, выпускаемые эмитентом-нерезидентом на рынке какой-либо страны в ее национальной валюте. Обращение этих видов ценных бумаг ограничено национальным рынком и подвержено регулированию в соответствии с законодательством данного государства.

2. Ценные бумаги в иностранной валюте, выпускаемые эмитентом-резидентом на своем национальном фондовом рынке. Обращение ценных бумаг также ограничено одним рынком.

3. Евробумаги, которые выпускаются в международном масштабе и одновременно обращаются на нескольких национальных рынках.

К евробумагам относятся еврооблигации, евроакции и коммерческие ценные бумаги. Наиболее объемным и развитым является рынок еврооблигаций, доля которых на рынке евробумаг составляет более 90 %. В настоящее время совокупная стоимость находящихся в обращении еврооблигационных займов составляет примерно 3,5 трлн. долл.

Зарождение рынка еврооблигаций относится к концу 50-х – началу 60-х годов XX в. Наиболее бурное его развитие наблюдалось в конце 60-х – начале 70-х годов и выражало реакцию участников финансовых рынков на законодательные ограничения, введенные правительством США на вывоз капитала и привлечение иностранными эмитентами средств на американском фондовом рынке, а также ужесточение налогового режима для инвесторов по доходам, полученным от зарубежных облигаций типа “янки”. Все это послужило непосредственным толчком к перемещению финансовых операций с американского фондового рынка на европейский. Безусловно, развитию рынка еврооблигаций способствовали и другие факторы, в частности, мягкая система регулирования выпуска и обращения еврооблигаций, возможность страхования от валютных рисков, стремление инвесторов к приобретению высококачественных ценных бумаг, низкие процентные ставки по ним.

В результате к сегодняшнему дню сложился объемный, высоколиквидный и надежный рынок еврооблигаций. Вот характерные признаки, отличающие его от других международных облигационных рынков:

- Еврооблигации одновременно размещаются на рынках нескольких стран, в результате чего они не подвержены системам национального регулирования.

- Отсутствуют ограничения по объемам заимствования.

- Стоимость облигаций выражается в любой валюте по выбору эмитента. При этом валюта не обязательно является денежной единицей страны регистрации эмитента или страны размещения облигационного займа. Наибольшей популярностью пользуются валюты США, Великобритании, Германии и Японии. На долю этих валют приходится более 70 % от общего объема выпусков еврооблигаций.

- Для выпуска еврооблигаций требуются гарантии размещения займа со стороны эмиссионного синдиката, в который входят несколько банков из различных стран.

К выпуску еврооблигаций прибегают самые разнообразные заемщики от суверенных правительств до частных предприятий. Современная структура эмитентов этого рынка выглядит следующим образом: наднациональные институты – 10 %, государственные институты – 30 %, частные финансовые институты – 37 %, корпорации – 23 %. Отличительной чертой рынка еврооблигаций является надежность заемщиков. Их репутация и кредитоспособ-

ность не должна вызывать сомнений. Только тогда существует гарантия размещения выпуска. Наибольшим авторитетом на рынке пользуются наднациональные институты, к которым принадлежат Всемирный банк, Европейский инвестиционный банк и другие аналогичные структуры, имеющие наивысший рейтинг <AAA>.

Наиболее крупными эмитентами на рынке еврооблигаций являются финансовые институты, среди которых присутствуют и российские банки. В период с июля по сентябрь 1997 г. Альфа-банк, СБС-Агро, ОНЭКСИМ Банк, Внешторгбанк, "Российский кредит" выпустили 3-годовые облигации на общую сумму 1,025 млрд. долл. В 1997-1998 гг. акционерные общества Татнефть, МГТС, Мосэнерго, Иркутскэнерго и Сибнефть также разместили еврозаймы почти на 0,9 млрд. долл. (табл. 1). Конечно, указанный объем заимствований несопоставим с выпусками других эмитентов. Например, компания "Форд" в тот же период разместила еврооблигации в размере более 17 млрд. долл.

Особое место среди государственных институтов на рынке еврооблигаций занимают органы региональной власти. К настоящему времени самостоятельно вышли на этот рынок лишь три российских региона. Москва осуществила три выпуска, Нижний Новгород и Санкт-Петербург по одному (табл. 2).

Табл. 1. Выпуск еврооблигаций российскими предприятиями

Эмитент	Объем выпуска	Дата размещения	Срок, лет	Консультант	%
Сибнефть	\$150 млн.	август 1997	3	Salomon Brothers	Libor +4%, раз в квартал
Татнефть	\$300 млн.	октябрь 1997	5	Дрезднер Клейн-ворт Бенсон	9%, раз в полгода
Мосэнерго	\$200 млн.	октябрь 1997	5	Salomon Brothers	8,37%, раз в полгода
Лукойл (конвертируемые)	\$200 млн.	апрель 1997	5		
Лукойл (конвертируемые)	\$350 млн.	октябрь 1997	6		
Московская ГТС	\$150 млн.	март 1998	3		12,5%
Иркутскэнерго	DEM 125 млн.	апрель 1998	3	SBSWarburg	12,5%

Табл. 2. Выпуски еврооблигаций регионов Российской Федерации

Эмитент	Дата выпуска	Дата погашения	Валюта выпуска	Объем выпуска, млн.	Купонная ставка, %	Число купонных выплат в год	Цена размещения, %
Москва	31 мая 1997 г.	31 мая 2000 г.	USD	500	9,5	2	99,8
	9 апреля 1998 г.	9 апреля 2001 г.	DEM	500	9,125	1	99,83
	18 мая 1998 г.	18 мая 2001 г.	ITL	400000	9,875	1	99,64
Санкт-Петербург	18 июня 1997 г.	18 июня 2002 г.	USD	300	9,5	2	99,536
Нижний Новгород	3 октября 1997 г.	3 октября 2002 г.	USD	100	8,75	2	99,742

Все выпуски субъектов РФ были осуществлены на более выгодных условиях по сравнению с эмиссиями российских еврооблигаций, проводившихся примерно в одни и те же сроки. Это достаточно редкий случай для еврооблигаций. Обычно считается, что региональ-

ные выпуски более рискованы, чем правительственные. Не случайно покупатели требуют компенсации за повышенный риск путем установления более высокой купонной ставки или снижения цены размещения. В случае с московским выпуском купонная ставка не опускалась ниже 9,125 % годовых при близкой к номиналу цене размещения, что свидетельствует о высоком доверии рынка к данному заемщику.

*Выводы.* Еврооблигации продолжают оставаться эффективными инструментами международного фондового рынка. Перспективность еврооблигационных займов для российских эмитентов очевидна: только на еврорынке они реально могут привлекать долгосрочные и сравнительно дешевые финансовые ресурсы. Важным преимуществом еврооблигационных займов является также гибкость в определении сроков, сумм и цены заимствований, позволяющая соблюсти баланс между интересами эмитента и инвесторов.

Активное участие России в размещении еврооблигаций, в том числе последняя реструктуризация части российских долгов Парижскому и Лондонскому клубам в еврооблигациях, свидетельствует о глубокой интеграции России в мировое экономическое пространство. Недавно Россия представила кредиторам в Лондоне предложения по реструктуризации коммерческой задолженности, сделанной во времена бывшего СССР советскими внешнеторговыми организациями. Размер задолженности разглашен не был, но по различным оценкам ее сумма составляет от \$1 до \$5 млрд. (в 1998 г. Михаил Касьянов называл сумму \$4 млрд.). Сделанные кредиторам предложения соответствуют соглашениям, достигнутым Внешэкономбанком с кредиторами, которые опоздали к подписанию реструктуризации долгов Лондонскому клубу в 1997 г. Министерство финансов также напоминает о том, что по соглашению с Лондонским клубом Россия сделает два выпуска долларовых еврооблигаций – в 2006 г. с погашением в 2010 г. и в 2007 г. с погашением в 2030 г.