

МЕЖДУНАРОДНЫЙ БИЗНЕС: КОНКУРЕНЦИЯ НА ГЛОБАЛЬНОМ РЫНКЕ

Глобальный рынок капитала
Часть 2

Глава 3. Глобальная торговая и инвестиционная среда



Глобальный рынок облигаций

Глобальный рынок облигаций быстро рос в 1980-1990-х гг. и продолжает расти и в наше время. Облигации являются важным инструментом получения средств для многих компаний. Наиболее распространенным типом облигаций является облигация с фиксированной процентной ставкой. Инвестор, покупающий облигацию с фиксированной процентной ставкой, получает несколько фиксированных выплат. Каждый год до момента погашения облигации инвестор получает процентный доход, а после погашения ему возвращается ее номинальная стоимость.

Международные облигации бывают двух типов: заграничные облигации и еврооблигации. Заграничные облигации продаются за пределами страны регистрации заемщика и деноминируются в валюте той страны, в которой они эмитируются. Так, когда Dow Chemicals выпускает облигации в японских иенах и продает их в Японии, эмитируя заграничные облигации. Многие заграничные облигации имеют свои прозвища: в США их называют «янки»; в Японии, – «самураями»; в Великобритании, – «бульдогоми». Компании выпускают заграничные облигации, если они уверены, что это снизит для них стоимость получения капитала. Например, в конце 1990-х – начале 2000-х гг. многие компании выпускали в Японии облигации «самураи», чтобы воспользоваться выгодой от низкой процентной ставки в этой стране. В начале 2001 г. десятилетняя японская государственная облигация приносила доход в 1,24-6%, в то время как схожие по параметрам облигации американского правительства приносили доход в 5%. В таких условиях компании полагали, что они могут осуществлять заимствования в Японии по меньшей ставке, чем в США.

Еврооблигации обычно имеют андеррайтера в лице международного синдиката банков и размещаются в разных странах, за исключением той, в валюте которой они деноминированы. Например, облигация может быть выпущена немецкой корпорацией, деноминирована в долларах США и продаваться инвесторам за пределами США усилиями международного синдиката банков. Евробонды обычно выпускаются транснациональными корпорациями, крупными отечественными корпорациями, правительствами суверенных государств и международными институтами. Обычно они предлагаются одновременно на нескольких национальных рынках капитала, но не на рынке капитала страны и не резидентам той страны, в валюте которой они деноминированы. Традиционно евробонды составляли львиную долю эмиссий зарубежных облигаций, однако в последнее время они все чаще уступают позиции заграничным облигациям.

Привлекательность рынка евробондов

Три особенности рынка евробондов делают его привлекательной альтернативой большинству крупных рынков отечественных облигаций:

1. Отсутствие вмешательства регуляторов.
2. Менее строгие требования к раскрытию информации, чем на большинстве рынков отечественных облигаций.
3. Благоприятный налоговый статус.

Вмешательство регуляторов

Национальные правительства часто осуществляют контроль за отечественными и зарубежными эмиссиями облигаций, деноминированных в местной валюте и продаваемых на территории страны. Эти меры контроля часто приводят к повышению издержек эмитирования облигаций. Однако ограничения, накладываемые государством, оказываются менее строгими для ценных бумаг, деноминированных в иностранных валютах и продаваемых владельцам средств в соответствующих валютах.



Требования к раскрытию информации

Требования раскрытию информации являются менее строгими, чем требования некоторых правительств. Например, если фирма хочет эмитировать деноминированные в долларах облигации в США, то она, в первую очередь, выполнит требования к раскрытию информации, установленные комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC). Фирма должна предоставить подробную информацию о направлениях своей деятельности, об окладах и премиях топ-менеджеров, о сделках с акциями, совершенных руководителями фирмы, и т. д. Кроме того, фирма-эмитент должна предоставить финансовые отчеты в полном соответствии со стандартами, принятыми в США. Для неамериканских фирм переделка отчетов с целью приведения их в соответствие с американскими стандартами может оказаться крайне трудоемким и дорогостоящим делом. Поэтому многие фирмы обнаруживают, что им дешевле выпускать евробонды, в том числе и деноминированные в долларах, чем деноминированные в долларах облигации на территории США.

Благоприятный налоговый статус

До 1984 г. корпорации США, выпускавшие евробонды, обязаны были удерживать до 30% платежей, выплачиваемых иностранцам, в соответствии с американским налоговым законодательством. Это не стимулировало иностранцев к покупке облигаций, эмитированных американскими корпорациями. В то время подобное налоговое законодательство действовало во многих странах, что ограничивало рыночный спрос на евробонды. В 1984 г. американское законодательство отменило любые налоговые удержания для зарубежных владельцев облигаций, выпущенных корпорациями США. В результате корпорации США могли напрямую продавать евробонды иностранцам. Изменения в законодательстве США побудили правительства других стран, в частности Франции, Германии и Японии, либерализовать свои законы сходным образом, чтобы избежать оттока капитала со своих рынков. Результатом этих действий стал рост спроса на евробонды со стороны инвесторов, желавших воспользоваться налоговой выгодой, ассоциируемой с этими ценными бумагами.

Глобальный рынок акций

Серьезные регуляторные барьеры традиционно разделяли национальные рынки акций разных стран. Нередко компаниям было трудно не только выводить капитал из страны и инвестировать его где-то в другом месте, иногда у них даже не было возможности котировать свои акции на зарубежных фондовых рынках. Такие законодательные барьеры мешали корпорациям привлекать капиталы зарубежных инвесторов. Однако эти барьеры стали быстро разрушаться в 1980-1990-х гг. К середине 1990-х гг. стал формироваться глобальный рынок акций. Такой рынок давал фирмам возможность привлекать капитал зарубежных инвесторов, котировать свои акции на разных биржах и собирать средства по всему миру за счет эмитирования своих акций и облигаций. Например, в 1994 г. Daimler-Benz, крупнейшая промышленная компания Германии, собрала \$300 млн за счет новой эмиссии своих акций не в Германии, а в Сингапуре. Подобным образом в 1996 г. немецкий провайдер коммуникационных услуг Deutsche Telekom собрал около \$13,3 млрд за счет одновременной продажи своих акций на биржах Франкфурта, Лондона, Нью-Йорка и Токио. Названные немецкие компании решили увеличить свой акционерный капитал через зарубежные рынки, поскольку, по их мнению, отечественный рынок был слишком мал, для того чтобы предоставить требуемые средства по разумной цене. Для снижения стоимости своих заимствований, они вышли на крупный и высоколиквидный глобальный рынок капитала. К середине 2000-х около \$6,5 трлн капитала ежегодно пересекало национальные границы, и в дальнейшем эта цифра росла на 11% в год.



Хотя мы говорим о глобальном рынке акций, строго говоря, такого рынка не существует в том смысле, в каком существуют международные рынки валюты и облигаций. Точнее будет сказать, что многие страны имеют собственные рынки акций, на которых торгуются акции корпораций. Крупнейшие из таких национальных рынков акций находятся в США, Великобритании и Японии. Хотя на каждом из таких отечественных рынков по-прежнему доминируют инвесторы, являющиеся гражданами данной страны, и компании, базирующиеся в данной стране, постепенно происходит интернационализация мирового рынка акций. Инвесторы направляют большие средства на зарубежные рынки акций с целью диверсификации своих портфелей. Эта тенденция, стимулируемая процессами дерегулирования и развитием информационных технологий, по-видимому, сохранится и в будущем.

Интересным следствием тенденции к международным инвестициям в акции является интернационализация владения корпорациями. Сегодня по-прежнему можно говорить об американских, британских и японских корпорациях главным образом потому, что большинство акционеров (собственников) этих корпораций находятся в соответствующей стране. Однако такое положение дел меняется. Все чаще граждане США покупают акции компаний, зарегистрированных за рубежом, а иностранцы – акции компаний, зарегистрированных в США. Заглядывая в будущее, Роберт Рейч как-то в шутку обратил внимание на «предстоящую утрату значения национальности корпораций».

Вторая тенденция, способствующая интернационализации мирового рынка акций, заключается в том, что компании с историческими корнями в одной стране расширяют круг собственников акций, выводя свои акции на фондовые рынки других стран. Причина здесь главным образом финансовая. Допуск акций на зарубежный рынок часто оказывается прелюдией к эмиссии акций на этом рынке с целью получения капитала. Идея заключается в том, чтобы воспользоваться ликвидностью зарубежных рынков и таким образом увеличить объем средств, которые могут использоваться для инвестиций, и снизить для фирмы стоимость капитала. Кроме того, фирмы часто добиваются допуска своих акций на зарубежный рынок, чтобы в будущем облегчить приобретение иностранных компаний. Другие причины для включения акций фирмы в листинг иностранных бирж заключаются в том, что акции фирмы и опционы на эти акции могут использоваться для вознаграждения отечественных менеджеров и работников, в том, что это усиливает желание местных инвесторов приобретать акции фирмы, и в том, что это повышает значимость фирмы в глазах местных работников, покупателей-поставщиков и банкиров. Хотя фирмы из промышленно развитых стран первыми начали котировать свои акции на иностранных биржах, фирмы из развивающихся стран, рост которых ограничивается низкой ликвидностью отечественных рынков капитала, также стремятся использовать такую возможность. Например, фирмы из Чехии вышли на Лондонскую фондовую биржу с целью получения капитала за счет продажи своих акций.

Поиск капитала в Чехии

После краха идей коммунизма и перехода к системе, в большей степени ориентированной на рынок, Чехия быстро стала одной из самых динамично развивающихся рыночных экономик Восточной Европы. Однако к началу 1998 г. нехватка капитала стала серьезно тормозить экономическое развитие Чешской Республики. Проблема заключалась в макроэкономических условиях и неэффективной работе некоторых экономических институтов.

На макроэкономическом фронте в 1997 г. произошло несколько неблагоприятных событий, включая повышение инфляции, рост государственного дефицита и активизацию спекулятивных атак на чешскую валюту, что вынудило правительство отказаться от политики фиксированного курса и перейти к системе плавающего курса валюты. После перехода к плавающей системе курса, чешская валюта подешевела на 10% относительно немецкой марки и на 15% относительно доллара США. Поскольку многие сырьевые товары, в частности нефть, продавались по цене в долларах, то девальвация валюты еще больше повысила темпы инфляции в Чехии. Правительство отреагировало ужесточением кредитно-денежной политики, повысив процентную ставку до 16%.



Эти макроэкономические проблемы оказали предсказуемый негативный эффект на чешский фондовый рынок. Индекс PX 50 – основной индекс чешских акций, включенных в листинг Пражской фондовой биржи, – снизился к июню 1998 г. с 520 до 430 пунктов. Значительная часть этого снижения была обусловлена выводом из страны иностранного инвестиционного капитала, который нашел более благоприятные инвестиционные возможности в соседних Венгрии и Польше, где макроэкономические условия были более благоприятными и где местные рынки акций демонстрировали лучшие результаты.

Но это не было единственной проблемой чешского рынка акций. Многие западные инвесторы не хотели больше инвестировать в чешские акции из-за плохой репутации Пражской биржи. Этот институт имел печальную славу из-за махинаций своих инсайдеров, сделок между ними, которые были бы признаны незаконными на рынках большинства развитых стран, отсутствия защиты интересов миноритарных акционеров, недостоверной корпоративной отчетности и откровенного мошенничества. К тому же большинство бывших государственных чешских предприятий были приватизированы по ваучерной схеме, которая позволила сосредоточить власть над акционированными предприятиями в руках институтов и групп, больше всего озабоченных сохранением своего контроля над вновь образованными компаниями, и противившихся любым попыткам увеличения акционерного капитала за счет новых эмиссий акций. Все эти факторы способствовали повышению стоимости капитала для чешских предприятий.

Традиционно многие чешские фирмы устанавливали прочные связи с банками и брали у них кредиты. Но в условиях, когда процентная ставка достигла 16% и банки не демонстрировали былой щедрости, заимствования денег становились для чешских компаний все более дорогостоящими. Что касается чешского фондового рынка, то его плохая репутация и низкая ликвидность делали его практически непригодным для получения капитала за счет выпуска новых акций. В середине 1997 г. Bonton, одно из наиболее динамично развивающихся и наиболее прибыльных чешских предприятий, попыталось собрать от \$30 млн до \$40 млн за счет открытого публичного размещения своих акции на Пражской бирже. Это было всего второе IPO в истории Пражской биржи и единственное, которое могло бы иметь сколько-нибудь существенное значение. Успешное IPO помогло бы легитимизировать рынок, но Bonton отказался от проведения IPO после того, как пражский рынок продемонстрировал самые низкие показатели торгов за год после начала финансового кризиса в Азии.

Несмотря на эти проблемы, большинство экспертов сошлись в том, что чешскую экономику ждет ясное будущее. Однако этого будущего невозможно было бы достичь, если бы чешские компании не могли бы получать капитал, необходимый для инвестирования в производственные мощности. В 1998 г. несколько известных чешских компаний объявили о намерении осуществить международные эмиссии акций. В начале 1997 г. только две чешские компании могли продавать свои акции на зарубежных биржах, и обе эти компании были крупными банками. Однако еще пять компаний попытались добиться включения своих акций в листинг Лондонской фондовой биржи в 1998 г. Первой этого удалось добиться Ceske Radiokomunikase, государственной радио-телевизионной и телекоммуникационной компании, которая успешно собрала \$134 млн акционерного капитала благодаря допуску своих глобальных депозитарных расписок на Лондонскую фондовую биржу. Это позволило компании увеличить свой акционерный капитал на 36% и снизить в нем долю государства до 51%.

Валютный риск и стоимость капитала

Неоднократно подчеркивалось, что фирма может заимствовать средства на глобальном рынке капитала по более низкой стоимости, чем на отечественном рынке. Однако мы также отмечали, что в условиях плавающего валютного курса существование валютного риска приводит к усложнению этой картины. Неблагоприятные изменения валютных курсов могут значительно повысить стоимость кредитов в иностранной валюте, отчего и пострадали многие азиатские компании в период азиатского финансового кризиса 1997-1998 гг.



Рассмотрим южнокорейскую фирму, которая хочет заимствовать 1 млрд корейских вон на один год для финансирования капитального инвестиционного проекта. Компания может взять эти деньги у южно-корейского банка под 10% годовых и через год вернуть банку кредит плюс процентный доход в сумме \$1,1 млрд. Или фирма может заимствовать доллары у международного банка под 6% годовых. При среднем курсе \$1 = W1000 фирма может заимствовать \$1 млн, в результате чего общая стоимость заимствования составит \$1,06 млн, или \$1,06 млрд. Заимствуя доллары, фирма может снизить стоимость капитала на 4%, или на \$40 млн. Однако эта экономия достижима при условии, что курс доллара к вону в течение года не изменится. Теперь представим, что вон резко подешевел относительно доллара и с конца года ее курс упал до уровня \$1 = W1500. Фирма по-прежнему должна будет заплатить международному банку \$1,06 млн, но теперь общие затраты компании составят уже \$1,59 млрд. В результате обесценивания вон стоимость заимствований в долларах США выросла для фирмы с 6 до 59%. Хотя эта ситуация может показаться нетипичной, именно в таких условиях оказались многие южнокорейские фирмы в 1997 г. на пике азиатского финансового кризиса. Неудивительно, что многим из них пришлось объявить технический дефолт по полученным ссудам.

Непредсказуемые колебания валютных курсов могут повысить рискованность заимствований в иностранной валюте, превратив кредит, казавшийся сначала относительно дешевым, в гораздо более дорогой. Заемщик может хеджировать такую возможность, заключив форвардный контракт на покупку в момент возврата кредита, требуемого количества валюты по заранее оговоренному курсу. Хотя это повышает для заемщика стоимость капитала, дополнительная страховка ограничивает риск, ассоциируемый с такой транзакцией. К сожалению, многие азиатские заемщики не хеджировали свои деноминированные в долларах краткосрочные долги, и поэтому, когда в 1997 г. местные валюты резко обесценились относительно доллара, многие из них столкнулись с ростом стоимости заимствованного капитала.

Когда фирма заимствует средства на глобальном рынке капитала, ей нужно соотнести выгоду от более низкой процентной ставки с риском повышения реальной стоимости капитала вследствие неблагоприятных изменений валютных курсов. Хотя использование форвардного валютного рынка может снизить валютный риск краткосрочных заимствований, оно не может устранить риск целиком. Еще важнее то, что форвардный валютный рынок не обеспечивает адекватного страхового покрытия долгосрочных заимствований.

Рост рынка глобального капитала создал благоприятные возможности для международных фирм, которые хотят заимствовать и инвестировать деньги. Что касается заимствований, то, используя глобальный рынок капитала, фирмы часто могут получать средства под более низкий процент, чем это возможно на чисто внутреннем рынке капитала страны. Данный вывод справедлив для любого типа заимствований, используемого фирмой: акций, облигаций или денежных ссуд. Более низкая стоимость капитала на глобальном рынке отражает большую ликвидность этого рынка и общее отсутствие государственного регулирования. Государственное регулирование приводит к повышению стоимости заимствований на большинстве отечественных рынков капитала. Глобальный рынок, будучи транснациональным, не подвержен государственному регулированию. Однако наряду с выгодой существует валютный риск, ассоциируемый с заимствованиями в иностранной валюте.

Что касается инвестиций, то рост глобального рынка капитала предоставляет фирмам, институтам и индивидам возможность диверсифицировать свои инвестиции с целью минимизации риска. Приобретая акции и облигации разных стран, инвесторы могут сделать совокупный риск своего инвестиционного портфеля меньшим, чем в случае формирования портфеля исключительно из отечественных ценных бумаг.

Однако и здесь валютный риск является осложняющим фактором.

Тенденции, отмеченные в этой главе, по-видимому, сохранятся и в следующем десятилетии, так как глобальный рынок неизбежно будет становиться все более крупным и



интегрированным. Возможно, наиболее важным событием к концу десятилетия станет появление унифицированного рынка капитала и единой валюты в ЕС, в результате продвижения европейских стран к созданию экономического и денежного союза. Так как европейские рынки капитала в настоящее время являются фрагментированными и интроспективными (за исключением британского), такое событие могло бы проложить путь к еще более быстрой интернационализации глобального рынка капитала в ближайшие годы. Если это событие произойдет, то его последствия для бизнеса, вероятно, окажутся позитивными.

Выводы

1. Глобальный рынок облигаций существует в двух формах: рынка заграничных облигаций и рынка евробондов. Заграничные облигации продаются за пределами страны регистрации заемщика и деноминируются в валюте той страны, в которой они эмитируются. Гарантированным размещением эмиссии евробондов обычно занимается международный синдикат банков, и евробонды продают в разных странах, за исключением той, в валюте которой они деноминированы. Евробонды составляют львиную долю эмиссий заграничных облигаций.

2. Использование рынка евробондов является для компаний привлекательным способом сбора средств по причине отсутствия на этом рынке вмешательства государства, наличия менее жестких требований к раскрытию информации и более привлекательного налогового статуса евробондов.

3. Зарубежные вкладчики инвестируют в рынки акций других стран для снижения риска посредством международной диверсификации своих инвестиционных портфелей.

4. Многие компании добиваются допуска своих акций на рынки других стран, главным образом, в качестве прелюдии к размещению акций на этих рынках для сбора дополнительного капитала. Другими причинами стремления к включению акций в листинги иностранных бирж являются: желание облегчить проведение будущих свопов с акциями; получение возможности использовать акции и опционы для вознаграждения местных менеджеров и работников; удовлетворение местной потребности во владении акциями; повышение внимания местных работников, покупателей, поставщиков и банкиров к компании.

5. При заимствовании средств на глобальном рынке капитала компания должна соотносить выгоду более низкой процентной ставки с риском получения более высокой стоимости капитала из-за неблагоприятных колебаний валютных курсов.

6. Одно из главных значений глобального рынка капитала для международного бизнеса состоит в том, что компании часто могут заимствовать средства по более низкой стоимости капитала на международном рынке капитала, чем на рынке капитала своей страны.

7. Глобальный рынок капитала предоставляет больше возможностей фирмам и индивидуумам для формирования по-настоящему диверсифицированных портфелей международных инвестиций в финансовые активы – портфелей, снижающих риск инвестирования.