

В настоящее время российская металлургия - одна из наиболее динамично развивающихся отраслей страны. В то же время ценные бумаги металлургических компаний практически отсутствуют на фондовом рынке. Почему же российские производители металлов не стремятся выйти на рынок ценных бумаг? Причин несколько. В нашем тематическом разделе мы остановимся на главных, с нашей точки зрения, обстоятельствах, которые затрудняют выход российских металлургических компаний на фондовый рынок.

Почему металлургические компании не выходят на рынок ценных бумаг?

В экономике Советского Союза основной упор делался на развитие металлоемких отраслей. Преобладание в промышленности предприятий тяжелого машиностроения и военно-промышленного комплекса привело к тому, что металлургия стала ключевой отраслью страны. Этому способствовало и наличие богатой минерально-сырьевой базы, которая включала все компоненты, необходимые в технологической цепочке производства металлов и сплавов. В результате в середине 80-х годов СССР занимал лидирующие позиции в мире по объемам выплавки чугуна и стали. После распада Союза и перехода к рыночной экономике металлургическая отрасль получила в наследство изношенные основные фонды и разрыв связей с потребителями и поставщиками сырья. Производство нуждалось в инвестициях, которые не могли быть обеспечены ни государством, ни частными и зарубежными инвесторами, участие которых было крайне ограничено. Решить данную проблему должна была приватизация предприятий, однако и она на первоначальном этапе не дала положительных результатов. В то время существовало много разрозненных металлургических предприятий, работавших по бартерным схемам в условиях острейшего дефицита реальных денежных потоков, из-за этого акции предприятий были непривлекательными для потенциальных инвесторов.

Даже в период расцвета российской фондового рынка в 1996-97 гг. ценные бумаги отечественных металлургических компаний мало интересовали и российских, и зарубежных инвесторов, несмотря на то стоили дешево и фондовый рынок позволял получать не сопоставимые ни с валютным, ни с рынком государственных облигаций прибыли. Те, кто приобрел тогда акции "Норильского никеля" или "Северстали", смогли через короткий период времени получить рост вложений в несколько сот процентов. Но акции большинства предприятий так и не вышли на фондовый рынок.

Впоследствии, когда российская экономика восстанавливалась после финансового кризиса 1998 г., производители металлов оказались в выигрышном положении. В результате девальвации себестоимость продукции резко подешевела, металлургические компании стали наращивать экспорт и, как следствие, свои прибыли. Но и тогда активной торговли акциями металлургических компаний на фондовом рынке не наблюдалось.

Сейчас металлургия - одна из наиболее динамично развивающихся отраслей российской промышленности. На сегодняшний день в России достаточно много крупных производственных компаний, которые даже по западным меркам могут считаться гигантами и при этом имеют неплохое финансовое положение. В то же время для поддержания своей конкурентоспособности металлургическим предприятиям необходимо вкладывать значительные суммы в совершенствование производства, развитие и разработку новых технологий. Наибольшую долю в инвестициях занимают собственные средства, тем более что доходы предприятий позволяют направлять часть прибыли на модернизацию производства. Вторым источником по объемам привлекаемых средств являются банковские кредиты. Но опять-таки, предприятия металлургии не горят желанием выходить на рынок ценных бумаг.

В частности, в системе РТС из 233 эмитентов, акции которых включены в котировальные листы системы, только 15 - металлургические компании. Объем сделок, проведенных с акциями данных эмитентов за 2001 г. и I квартал 2002 г., составил всего 6,7%, от общего объема зарегистрированных сделок за тот же период, где подавляющая доля принадлежит бумагам "Норильского никеля".

На другой фондовой площадке - ММВБ - в список торгуемых инструментов включены ценные бумаги 6 металлургических компаний, из которых 5 являются эмитентами облигаций. Следует отметить, что на основных фондовых площадках наиболее ликвидны акции ограниченного числа предприятий (например, в РТС 86% объема торгов обеспечивают всего 7 предприятий, в которые входит "Норильский никель"). И на РТС, и на ММВБ подавляющую долю в общем объеме сделок с бумагами металлургических компаний составляют операции с акциями РАО и ГМК "Норильский никель". При этом для ММВБ доля сделок с бумагами металлургических компаний составила еще более низкую величину - порядка 1%.

На мировых фондовых биржах на долю операций с акциями металлургических компаний приходится 7-15% от общего оборота. Такая небольшая доля в объеме торговли

объясняется тем, что котировки ценных бумаг металлургических предприятий более стабильны в отличие от акций нефтяных компаний, поэтому доля спекулятивных сделок с данными бумагами низкая. Инвесторы предпочитают иметь в портфеле акции металлургических компаний как резерв, продавая их лишь в крайнем случае. По нашим оценкам, капитализация металлургических компаний США в сумме с привлеченными средствами через выпуск корпоративных облигаций на сегодняшний день приближается к 2 трлн долл.

Кроме того, стоимость акций на мировых рынках является индикатором, отражающим ожидания инвесторов относительно дальнейшего состояния отрасли или отдельной компании. Примером может служить реакция фондового рынка на события на американском рынке стали. Так, акции сталелитейных компаний США в 2001 г. потеряли до 30% стоимости и отыграли падение обратно при объявлении о введении запретительных пошлин на импорт стальной продукции. (После публикации новостей об инициативе президента Буша курс акций Nucor Corp., второй по величине сталелитейной компании США, вырос на 8,02%; акции лидера рынка - компании USX-US Steel Group - повысились в цене на 8,48%, в то время как котировки акций Bethlehem Steel Corp. выросли на 38,8%.) В свою очередь, капитализация компании влияет на ее кредитный рейтинг, что отражается на инвестиционных возможностях. Таким образом, рынок акций является для предприятий не только одним из вариантов привлечения средств, но и инструментом имиджевой политики компании.

Тем более странным кажется тот факт, что акции металлургических компаний практически отсутствуют на российском фондовом рынке. Следует отметить, что объем средств, который обращается на рынке, весьма невелик для масштабов нашей страны и большая часть этих средств - это иностранный капитал. Таким образом, ликвидность ценных бумаг того или иного предприятия определяется интересом, проявляемым к предприятию со стороны иностранных инвесторов. Почему же зарубежные инвесторы так неохотно приобретают ценные бумаги российских металлургических компаний? Казалось бы, сейчас, когда неблагоприятная конъюнктура на мировом рынке металлов снизила стоимость акций, а аналитики предсказывают повышение спроса на продукцию уже в ближайшей перспективе, и есть наиболее удачное время для вложения средств в металлургические производства. Однако никаких существенных покупок акций мы не наблюдаем. Складывается впечатление, что ценные бумаги металлургических компаний интересуют исключительно российских инвесторов. Отчасти это так, и не потому, что

иностранные инвесторы не хотят покупать данные бумаги, а потому что российские эмитенты делают все возможное, чтобы этого не произошло.

Почему же российские производители металлов не стремятся выйти на фондовый рынок? Причин несколько. Остановимся на главных, с нашей точки зрения, обстоятельствах, которые затрудняют выход российских металлургических компаний на рынок ценных бумаг.

Распределение собственности и другие факторы

При анализе структуры собственности в металлургической отрасли России следует разделить все предприятия черной и цветной металлургии на крупные, средние и мелкие. Рассмотрим сначала наиболее интересную и значимую группу предприятий - крупные компании с большим объемом реализации продукции и высокой рентабельностью производства.

Существующее распределение собственности в российских металлургических компаниях начало формироваться с приватизации. И здесь необходимо вспомнить, каким образом происходил переход права собственности от государства к частному сектору. Во-первых, это "ваучерная" приватизация, заключавшаяся в передаче прав собственности от государства к трудовым коллективам в виде ваучеров, которые затем были обменены на акции предприятий. В результате на первом этапе приватизации преобладающая часть акционерного капитала предприятий (56,3%) перешла к трудовым коллективам. Уже к концу 1994 г. практически все крупные компании были преобразованы в АО.

В то же время руководства предприятий, используя напряженное материальное и социальное положение населения, скупали ваучеры за бесценок, что позволило сконцентрировать крупные пакеты акций в руках высшего менеджмента. На этом передел собственности не закончился и продолжался далее в виде покупки акций на вторичном рынке (у работников предприятия, инвестиционных институтов, брокеров). Так, например, "Евразхолдинг" и дружественные ему компании скупили примерно 40% акций ОАО "Западно-Сибирский металлургический комбинат" (ОАО "ЗСМК") у акционеров - физических лиц. В результате в крупных металлургических компаниях контрольный пакет акций (иногда приближающийся к 100%) принадлежал одному или нескольким акционерам. Примером владения контрольного пакета менеджментом является "Северсталь", где руководство компании владеет около 80% акций (в частности, 16,63% принадлежит гендиректору А. Мордашову).

Во-вторых, еще одним вариантом осуществления приватизации были залоговые аукционы, посредством которых крупные пакеты акций предприятий были переданы сторонним собственникам. В большинстве случаев покупателями долей предприятий выступали банки, которые, в свою очередь, были собственностью небольшой группы акционеров. В частности, ОНЭКСИМ банк участвовал в нескольких залоговых аукционах и получил доли в акционерном капитале ряда компаний, в том числе и в РАО "Норильский никель".

Можно вспомнить еще много различных методов концентрации капитала у крупного акционера, как то конвертация долгов в ценные бумаги, продажа дебиторской задолженности и др. В результате на сегодняшний день в большинстве компаний контрольный пакет акций принадлежит менеджменту или внешнему акционеру.

Кроме того, во всех крупных металлургических компаниях существует "перекрестное" владение, когда головная компания является акционером дочерних предприятий (в большинстве случаев имеет контрольный пакет акций). Последние, в свою очередь, являются собственниками управляющей компании. Ярким примером "перекрестного" владения служит ГМК "Норильский никель".

В свободном же обращении находится лишь небольшая часть акций (в большинстве случаев она не доходит до 15%), например для "Северстали" эта доля составляет 5-8%. Причем это не означает, что данные акции приходят на фондовый рынок. Подавляющая их часть хранится у членов трудового коллектива, еще не продавших ценные бумаги и рассчитывающих получить за них более выгодную цену в будущем, и у них есть все основания рассчитывать на это (только в Череповце насчитывается около десяти фирм, активно скупающих акции "Северстали").

Отсюда становится понятным, почему акции крупных металлургических компаний отсутствуют на фондовом рынке: собственники контрольных пакетов акций не заинтересованы в размытии их долей, а следовательно, уменьшении их влияния на принятие решений в компании. Кроме того, потенциальные покупатели акций на вторичном рынке не видят смысла в приобретении данных ценных бумаг: сыграть на изменении цен невозможно, поскольку сделок по этим акциям практически не происходит, а выплата дивидендов у металлургических компаний низкая. В результате спрос на те акции, которые обращаются на открытом рынке небольшой, а новых выпусков ожидать не приходится.

Что касается средних предприятий, то практически все они являются дочерними компаниями крупных (во многих случаях все 100% акций принадлежат головному предприятию). В 1998-2000 гг. в отрасли активизировался процесс поглощения крупными компаниями более мелких. В результате были созданы крупнейшие объединения, в рамках которых замыкается полный цикл производства: от добычи сырья и вторичной переработки до производства конечной продукции. В силу того что размеры средних компаний невелики и практически все они находятся в отдаленных районах, сккупить акции предприятия не представляло большого труда, стоило только предложить выгодную цену. Те производства, которыми не заинтересовались крупные компании, либо нерентабельны, либо бесперспективны и существование которых в силу различных причин поддерживается местными властями. Таким образом, инвестиционная политика средних предприятий определяется все теми же собственниками крупных компаний, о которых мы уже писали выше.

Говоря о малых предприятиях, мы в первую очередь подразумеваем деятельность, связанную с металлоторговлей и вторичным сырьем. Такие предприятия многочисленны и не являются объектом инвестирования для крупных. Хотя в последнее время стали появляться сообщения о покупке крупными производителями металлов компаний-трейдеров. В то же время для таких компаний вход на фондовый рынок закрыт в силу невозможности для них привлечь на рынке средства.

И, конечно же, стоит сказать, что в России еще слабы институты привлечения частных инвестиций, которые, на наш взгляд, могли бы сыграть решающую роль в расширении рынка металлургических акций.

Таким образом, резюмируя вышесказанное, структуру собственности в металлургической отрасли можно охарактеризовать как очень концентрированную и направленную на получение контролирующего положения в отрасли. Отсюда становится понятно, почему металлургические компании не желают продвижения своих акций на открытый рынок - главную роль здесь играет боязнь утраты главенствующей роли в управлении компаниями. В данной ситуации более привлекательным для металлургических компаний является выпуск облигаций. Опыт размещения корпоративных долговых бумаг российскими предприятиями показывает, что потенциал роста для данного вида инвестирования очень велик.

Рынок корпоративных облигаций

На развитие относительно нового для России сектора фондового рынка - рынка корпоративных облигаций, возникшего в середине 1999 г., - влияли различные факторы, но главными среди них - спрос на инвестиционные ресурсы и создание эффективных механизмов хозяйствования предприятий-эмитентов. Пока на выпуск корпоративных облигаций решились только 6 компаний (ММК, НТМК, Михайловский ГОК, "Тулачермет", "Кремний", СУАЛ). Наибольшей популярностью пользуются облигации ММК, оборот по которым составляет 5% от общего объема сделок по корпоративным облигациям. В 2000 г. ММК имел около 104 млн долл. США непогашенного долга, из которого 80% краткосрочной задолженности. В структуре задолженности комбината банковские кредиты и обязательства по облигациям имели приблизительно одинаковую долю и составляли до 70% от общего объема задолженности. В 2001 г. планировалось погасить банковский кредит из выручки от еврооблигаций. В дальнейшем руководство комбината надеется сделать эмиссию еврооблигаций основным источником финансирования. Из теории корпоративного управления известно, что собственники компании идут на выпуск долговых облигаций в том случае, когда ожидают получить в будущем высокий стабильный доход, и наоборот, когда вероятность благоприятного исхода проекта низкая - компания решает профинансировать проект посредством выпуска акций. Отсюда можно сделать вывод, что руководство ММК уверено в перспективах деятельности комбината, приносящей акционерам высокую прибыль.

Следует отметить, что если первичное размещение корпоративных облигаций в целом проходило достаточно успешно, то на вторичном рынке новые финансовые инструменты не вызвали особого интереса. Рынок корпоративных облигаций значительно отстает от рынка акций как по обороту биржевых торгов, так и по количеству участников. Однако, учитывая долговой характер инструмента, а также меньший срок развития рынка корпоративных облигаций, можно рассчитывать на ускорение его роста. Важными условиями реализации такого сценария развития являются совершенствование законодательной базы выпуска и обращения корпоративных облигаций, а также расширение их вторичного рынка.

Перспективы рынка ценных бумаг металлургических предприятий

Рост показателей в реальном секторе в 1999-2001 гг. отразился и на динамике ценных бумаг металлургических компаний. Несмотря на то, что большинство акций российских меткомбинатов были неликвидны, на рынке наметились позитивные тенденции. Среди

отечественных "голубых фишек" впервые появились представители черной металлургии, а в списках торгуемых ценных бумаг - акции российских трубных заводов.

Среди наиболее популярных бумаг российского фондового рынка остаются акции компании "Норильский никель". Хотя чиновники пытались оспорить законность приватизации компании, а ФКЦБ сначала не одобрила план ее реструктуризации, бумаги компании очень быстро завоевали доверие инвесторов. С начала 2001 г. акции "Норникеля" подорожали почти вдвое. Кроме того, компания подготовила ряд проектов по повышению ликвидности своих акций. В ближайшее время холдинг готовит выпуск ADR первого уровня на западных торговых площадках.

На фондовый рынок вышли бумаги Череповецкого металлургического комбината "Северсталь". За год эти акции выросли более чем втрое и достигли отметки 60 долл. Наиболее оптимистичные аналитики уже поспешили включить акции "Северстали" в число российских "голубых фишек". Инвесторы рассматривают сейчас "Северсталь" как высоколиквидную компанию. Основание - опубликованные данные о результатах деятельности за прошлый год. При этом до недавнего времени капитализация "Северстали" была сравнительно низкой - около 1 млрд долл.

Не менее привлекательными для инвесторов остаются и акции российских трубных заводов. Доходы этих предприятий сильно зависят от роста цен на нефть на мировых товарных рынках. 80% труб в России потребляется компаниями нефтяной отрасли. Например, акции Северского трубного завода оцениваются инвесторами как потенциальный вариант для вложений. Не так давно на свободном рынке за пакет его акций развернулась настоящая борьба между несколькими нефтяными компаниями, которые пользуются продукцией завода. По окончании скупки котировки акций несколько упали, но не до прежних показателей, что свидетельствует о доверии инвесторов к этим бумагам. Подорожали акции Челябинского трубопрокатного завода. Акции остальных трубопрокатных заводов пока не радуют игроков такими высокими показателями, но аналитики считают, что это вопрос времени. Для спекуляций эти акции пока не подходят, но в долгосрочной перспективе, несомненно, окажутся очень выгодными вложениями. Инвесторы, вложившие средства в акции российских трубных заводов и готовые подождать два-три года, могут рассчитывать на получение высокой прибыли.