

## ОБЛИГАЦИЯ КАК ИНСТРУМЕНТ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

*М. АБАКИРОВ, Д. АБДЫРАЗАКОВА*

**Н**а протяжении многих лет отечественные предприятия, организации и муниципальные органы не использовали облигации в качестве источника финансирования. Но сегодня, несмотря на то, что основным источником финансирования, наряду с банковскими кредитами, все же является традиционный метод - эмиссия акций, можно говорить о появлении на отечественном фондовом рынке достаточно нового для нас инструмента – корпоративных облигаций. Менее чем за год выпущены облигации таких компаний, как ЗАО ИФК «Капитал», ОсОО «Renton Group», АКБ «Кыргызстан», на стадии размещения находятся облигации АО «Бишкексут».

Благодаря внедрению этого инструмента инвесторы получают дополнительный источник для вложения денег, а предприятия, соответственно, дополнительный источник привлечения средств. И тут напрашивается вопрос, почему же нужно вкладывать свой капитал в облигации? Большинство людей не стали бы покупать дорогостоящую, но, по сути, «невидимую» собственность. Не следует также ожидать, что предусмотрительный инвестор будет тратить деньги на ценные бумаги, о которых он не имеет представления; облигации в данном случае не являются исключением. Инвестор обязательно должен знать, во что он собирается вкладывать деньги.

Итак, прежде чем выяснить, почему свободные средства вкладываются в облигации, а также преимущества облигаций перед другими формами инвестирования средств, в нашей статье мы рассмотрим облигации в сравнении с акциями, дадим определение облигации.

Облигацией называется письменное долговое обязательство, в котором эмитент обязуется выполнить определенное условие обратной выплаты полученной денежной суммы и установленного процентного вознаграждения. Это безусловное обязательство эмитента данной ценной бумаги.

Облигация – это документ, подтверждающий долговые обязательства корпорации, он выставляется против его активов. Мобилизованный с их помощью капитал не становится акционерным капиталом. Выпуск облигаций – одна из форм займа капитала. Общие издержки эмитента облигаций

складываются из суммарных годовых издержек на их обслуживание, технических издержек на выпуск и издержек на размещение облигаций.

Гарантией погашения облигации является общая гарантия со стороны эмитента. Она представляет собой право держателя на часть имущества в случае невыполнения эмитентом своих обязательств при банкротстве, но без права на арест этого имущества.

Как и любой другой инвестиционный инструмент, облигации обеспечивают инвестору два вида доходов: текущий доход; прирост вложенного капитала. При этом текущий доход возникает из процентов, получаемых в течение срока, установленного условиями эмиссии. А доход в виде прироста капитала возникает при условии развитого вторичного рынка облигаций и при падении рыночной процентной ставки. Основное правило действий на рынке ценных бумаг состоит в том, что движение рыночных процентных ставок и курсов облигаций происходит в противоположных направлениях (мы еще более подробно остановимся на том, что является курсом, номиналом, купоном облигации, а также на классификации облигаций и других параметрах). С ростом рыночной процентной ставки курс ценных бумаг падает и, наоборот. Таким образом, можно покупать облигации по одному курсу и, если обстановка с процентными ставками будет благоприятной, продавать их позднее по более высокому курсу. Разумеется, возможна и потеря части капитала, если рыночные процентные ставки изменятся не в пользу инвестора. В целом текущий доход и прирост капитала, обеспечиваемые облигациями, могут стать основой достаточно высокой доходности, что повышает привлекательность и конкурентоспособность инвестиций в облигации по сравнению с другими инструментами.

Облигации, продающиеся по цене, ниже номинала, называются облигациями, продаваемыми с дисконтом, и им свойственна купонная ставка, которая ниже ставки купонов новых выпусков облигаций. В противоположность этому выпуски облигаций стоимостью, превышающей номинал, называются облигациями, продающимися с премией, и их ставка купонов выше, чем у новых выпусков. В случае, когда процентные ставки по вновь выпущенным облигациям и процентным ставкам, сложившимся на рынке, одинаковы, то цена облигации будет равна ее номиналу.

Рассмотрим подробнее, что необходимо для того, чтобы определить рыночную цену облигации? Цена любого финансового инструмента равна текущей стоимости ожидаемого денежного потока этого инструмента. Таким образом, для ее определения необходимо оценить: 1) ожидаемый денежный поток; 2) соответствующую требуемую доходность.

Денежный поток для облигации (в случае, если облигации выпущены без права досрочного погашения или безотзывные) состоит из периодических купонных выплат (обычно один раз в полгода) до даты погашения и выплаты номинала в дату погашения.

Требуемая доходность является оценкой доходности финансовых инструментов со сравнимым риском так называемых альтернативных инструментов.

Если известны денежные потоки и требуемая доходность, то мы обладаем всей информацией, необходимой для оценки облигаций. Поскольку цена облигации – это приведенная стоимость денежного потока, то она определяется путем сложения следующих двух потоков:

приведенной стоимости полугодовых купонных выплат (при условии, что выплата производится каждые полгода);

приведенной стоимости номинала.

В общем случае цена облигации может быть вычислена с помощью формулы:

$$P = \frac{C}{n} + \frac{M}{(1+r)^t}, \quad (1)$$

где  $P$  – цена;

$n$  – число купонных периодов (число лет  $\times 2$ );

$C$  – полугодовая купонная выплата;

$r$  – процентная ставка за купонный период (требуемая годовая доходность/2);

$M$  – сумма погашения;

$t$  – период времени, когда производится выплата.

Кроме того, облигации являются не только высокодоходным инструментом инвестирования, но и могут воспользоваться в консервативных стратегиях теми, кто прежде всего (или исключительно) стремится получить высокий текущий доход. В противоположность этому ценные бумаги с фиксированным доходом могут быть использованы инвесторами, цель которых состоит в получении прироста вложенного капитала. Наконец, благодаря в целом надежности многих выпусков облигаций, они также могут быть использованы для сохранения и долговременного накопления капитала. Имея дело с выпусками облигаций, обладающих высоким рейтингом, инвестор не только уверен в возврате вложенных денег по истечении

установленного срока, но и в поступлении текущих процентов. Конечно, инвесторам приходится сталкиваться с колебаниями курсов облигаций, однако если они запланировали долгосрочное владение этими ценными бумагами (и им не нужно продавать свои облигации в срочном порядке), то колебания такого рода не являются поводом для беспокойства, поскольку они, по сути, не оказывают воздействия на поступление доходов от соответствующих ценных бумаг.

Облигации, как и акции, служат важным источником инвестиций для предприятия. И, как мы уже упоминали, представляют собой долгосрочный долговой инструмент, содержащий определенные обязательства со стороны эмитента. В отличие от держателей обыкновенных акций владельцы облигаций имеют ряд преимуществ, в зависимости, конечно, от инвестиционной политики инвестора.

1. Владелец облигации является кредитором предприятия или той или иной организации. В свою очередь акционер – один из собственников предприятия. Акция и есть свидетельство этой собственности.

2. Владелец облигации получает по ней процент. Он фиксирован и определен. Эта ценная бумага приносит доход только в течение строго определенного, указанного в ней срока. Оплата процентов производится до выплаты любых других платежей по дивидендам. Неспособность корпорации выплачивать проценты в срок равносильна для нее признанию банкротства. В свою очередь акционер получает дивиденды. Они не фиксируются и не выплачиваются в специальные сроки. Если корпорация решила не объявлять, а следовательно, не выплачивать дивиденды, то акционер бессильно что-либо сделать.

3. Как и любой другой кредитор, владелец облигации не имеет права голоса, он не участвует в собрании акционеров, не принимает участия в управлении предприятием. В то же время акционер имеет право голоса при решении всех вопросов, касающихся его имущественных интересов.

4. Процентные платежи, выплачиваемые по облигациям, относятся к издержкам эмитента облигаций. Они вычитаются из налогооблагаемой прибыли. В то же время источник дивидендов составляет чистая прибыль, полученная эмитентом после налогообложения.

Периодическая выплата дохода по облигации в виде процента производится на основании купона. Купон представляет собой отрывной талон с напечатанной на нем процентной ставкой. Число купонов равно числу выплат процентов до ее погашения. Факт

выплаты этого дохода отмечается изъятием купона из прилагаемого к облигации купонного листа. Эту форму выплат процентов называют «стрижкой купонов».

Облигация имеет ряд обязательных элементов: номинал, купонную ставку, положение о выплате, обеспечение, договор эмиссии (проспект), рейтинг.

Номинал – есть денежная сумма, обозначенная на лицевой стороне сертификата облигации, ее получает владелец в день наступления срока погашения.

Купонная ставка – обусловленный процент от номинальной стоимости, которую должен выплачивать эмитент ежегодно. Хотя купонная ставка устанавливается как годовая, она может выплачиваться по частям, например, раз в полгода или раз в квартал.

Дата погашения – календарная дата, день, в который эмитент возвращает покупателю сумму, равную номиналу облигации, и прекращает выплату процентов.

Договор эмиссии – контракт на публичный выпуск облигационного займа. Он исполняется в виде договора между заемщиком и трастовой компанией. Последнее в свою очередь является гарантом благонадежности эмитента облигаций перед инвесторами, представляет интересы держателей облигации, следит за исполнением эмитентом своих обязательств.

В договоре об эмиссии может содержаться пункт о досрочном выкупе, что подразумевает безусловное право держателя облигации вернуть ее после ее первого процентного периода или, иными словами, облигация выпускается с производной ценной бумагой – «пут»-опционом. Цены облигации при досрочном выкупе выше их номинальной стоимости. То есть, если дать более детальное определение опциона как производной ценной бумаги, то опционом называется такой инструмент, в котором лицо, выписывающее опцион, предоставляет покупателю опциона право, но не обязательство, на покупку или продажу чего-либо (в данном случае облигаций) по определенной цене в течение определенного периода времени (или в определенный срок). Если опцион предоставляет покупателю право на покупку у лица, выписывающего опцион, предмета опциона, то он называется опционом на покупку, или «колл»-опционом. Если опцион предоставляет покупателю право продать предмет опциона лицу, выписавшему опцион, то такой опцион называется «пут»-опционом. Опционы различаются также по тому, когда они могут быть исполнены покупателем. Опцион, который может быть исполнен в любое время до даты истечения включительно, называется американским опционом. Существуют также опционы, которые могут быть исполнены только

в дату истечения. Такой вид опционов называется европейским. Отрадно отметить, что облигации АО «Бишкексут» тоже имеют «пут»-опцион.

В международной практике облигации обеспечиваются активами эмитента, что придает инвестиционную привлекательность ценной бумаге для инвестора. Обеспечение – активы или имущество корпорации, служащие залогом при выпуске облигаций. Однако эмитент может выпустить облигации и без обеспечения. Исходя из наличия обеспечения облигации делятся на обеспеченные и не обеспеченные.

Обеспеченные облигации дают право притязания на основные активы эмитента облигаций и могут являться одновременно закладными ее конкретной собственности. Такие облигации называют также старшими облигациями. Если корпорация не может погасить свои облигации в установленный срок, то их держатели имеют право реализовать залог в свою пользу.

В качестве обеспечения могут выступать недвижимость, другие ценные бумаги, движимое имущество. В этой связи различают:

облигации под недвижимость, обеспечением которых выступают закладные листы. Заклад может обеспечиваться обычным или специальным имуществом (новый завод);

облигации, обеспеченные акциями и облигациями других компаний, хранящиеся на условиях траста;

облигации, обеспеченные движимым имуществом, право на которое имеет доверенное лицо.

Необеспеченные облигации, или младшие облигации, представляют собой долговые обязательства, имеющие общую гарантию или, иными словами, подкрепленные только обязательствами эмитента, т.е. ее добрым именем. Это могут сделать только те предприятия и организации, которые имеют хорошую репутацию. Здесь вся надежда на поступления от будущей хозяйственной деятельности. В случае банкротства эмитента облигаций существует специальная иерархия оплаты таких облигаций. Обеспеченные облигации связаны со специальной гарантией. Она предоставляется владельцу в виде его преимущественного права предъявления требования на часть имущества эмитента.

Следующим обязательным элементом, характеризующим облигацию, является рейтинг. Рейтинг облигации – оценка их инвестиционных качеств специальными фирмами. В странах с развитыми финансовыми рынками процедура рейтинга проводится регулярно, и обычно оцениваются не все выпуски облигаций, а только те из них, которые имеют широкий вторичный рынок.

В США, например, определением рейтинга занимаются две компании «Стэндрат энд Пур» и «Мудиз инвестора сервис». Оценка облигаций компании «Мудиз» производится по следующей шкале: Аaa – наивысшее качество; Аa – высокое качество; А – выше среднего; Ваa – среднее качество; Ва – имеются элементы спекуляции; В – отсутствуют черты желательной инвестиции; Саa – низкое качество; Са – в значительной мере спекулятивно; С – самое низкое качество.

Облигации, имеющие самый высокий рейтинг, называются облигациями «инвестиционного класса». Критерием зачисления в этот класс служит достаточно высокая степень вероятности того, что эмитент выполнит свои обязательства как в условиях нормальной, так и неблагоприятной конъюнктуры. Облигации с низким рейтингом считаются спекулятивными.

Облигации, как и акции, имеют номинал и рыночную цену. Рыночная цена облигации, выраженная в процентах к ее номиналу, называется курсом облигации. Если покупатель платит номинал, то имеет место паритет, и она имеет курс, равный 100, означающий 100% номинала. Облигация, продающаяся с дисконтом, будет продаваться меньше, чем за 100; облигация, продающаяся с премией, будет продаваться больше, чем за 100. Какова бы ни была рыночная цена облигации, процент по ней исчисляется к номиналу.

Процедура перевода котировочной цены в сомовую задается выражением:

$$\text{Цена за 100 сом. номинала/100} \times \text{Номинал.}$$

Например, если облигация имеет котировочную цену 96, а номинал равен 10 тыс. сом., то ее цена будет равна:

$$(96 / 100) \times 10\,000 = 9600 \text{ сом.}$$

Рыночная цена облигации определяется, с одной стороны, условиями самого займа, а с другой стороны, ситуацией, складывающейся в каждый данный момент на рынке. Если там появляются новые облигационные займы с более высокой купонной ставкой, то это обстоятельство может оказать воздействие на уже имеющиеся облигации, как мы уже выяснили выше, двояким образом.

Как и в случае с обыкновенными акциями, различаются облигации на предъявителя и именные (регистрируемые). Отметим, что согласно законодательству республики, облигации могут быть только именными. Имя владельца облигации на предъявителя не регистрируется эмитентом. Процентный платеж получает по ней субъект, владеющий ею.

Подобная облигация всегда имеет купонный лист. В день выплаты процента эмитент облигации присылает держателю чек на проценты. Исходя из срока займа, облигации делятся на краткосрочные (от одного года до трех лет); среднесрочные (от трех до семи лет); долгосрочные (от семи лет и выше).

Облигации также различаются по способу выплаты купонных доходов:

облигации с фиксированной купонной ставкой. Эти облигации имеют твердо установленную купонную ставку, они могут быть досрочно отозваны;

облигации с плавающей купонной ставкой. Спецификой этого вида облигаций является то, что величина купонной ставки определяется в соответствии с изменениями базовой ставки денежного рынка. Однако держатель облигации с плавающим курсом удовлетворяет свои интересы последним из кредиторов, что оговаривается в уставе эмитента;

облигации с нулевым купоном. Особенностью этого типа облигаций является то, что их первичное размещение производится на основе цены ниже номинала (эмиссионная цена), а погашение - по номиналу. Иными словами, процентный платеж их владелец получает при окончании срока действия облигации.

По своим видам облигации делятся на обычные и конвертируемые. Конвертируемые облигации во многом схожи с конвертируемыми привилегированными акциями. Они могут обмениваться при определенных условиях на привилегированные или обыкновенные акции этого же предприятия. Это делает конвертируемые акции более привлекательными для инвестора. Обычные облигации подобными правами не обладают. Облигации могут продаваться с опционом к ним. Это дает владельцу право вернуть облигацию эмитенту, спустя какой-нибудь оговоренный срок. Эмитент обязан погасить облигации по номиналу. Чаще всего такой выкуп целесообразен при резком повышении процентных ставок на финансовых рынках.

Предприятие имеет возможность финансировать свою деятельность, как мы уже неоднократно упоминали, как за счет эмиссии акций, так и за счет выпуска облигаций. При этом оно руководствуется следующими соображениями. Для предприятий выпуск облигаций более рискован, чем выпуск акций. Облигации обязывают эмитента делать ежегодные выплаты независимо от того, получил ли он прибыль или нет. Выпуск акций не ложится бременем риска на предприятие, потому как оно не обязано выплачивать акционерам какую-либо определенную сумму. Если у эмитента не из чего выплатить дивиденды, то это личная неудача акционера.

Вместе с тем, хотя облигации более рискованны для предприятия, они более дешевы для него. Предполагается, что суммарные дивиденды за длительный срок превышают суммарные выплаты по процентам.

Таким образом, имея в наличии альтернативный, и как мы уже отметили, относительно дешевый инструмент как облигации, отечественным предприятиям, а также банкам и другим финансовым учреждениям, нуждающимся в дополнительных источниках финансирования, не следует сбрасывать со счетов этот метод заимствования. Ведь уже имеющийся опыт соседних государств, а именно России и Казахстана, наглядно показывает нам, что этот рынок имеет хорошую перспективу и потенциал.

В настоящее время совокупный номинальный объем корпоративных и банковских облигаций в России составляет порядка 40 млрд. руб. (1,3 млрд. долл. США). В декабре 2000 г. размещено облигаций стоимостным объемом 5268 млн. руб. Это рекордный показатель в истории российского рынка. Оборот вторичного рынка корпоративных облигаций в 2000 г. составил величину порядка 4 млрд. руб. Хотелось бы обратить внимание на тот факт, что основная инициатива по выпуску облигаций приходится на промышленные предприятия, которые действительно испытывают нехватку инвестиционных ресурсов. Тюменская нефтяная компания, которая уже эмитировала больше всех облигаций (9 млрд. руб.), планирует осуществлять выпуски облигаций в 2001-2002 гг.

Пока что выпуск облигаций применяется российскими компаниями, наряду с банками, в нефтегазовом комплексе, металлургии, электроэнергетике, связи. Фактически этими четырьмя отраслями список пока исчерпывается. Постепенно на рынок выходят и крупные предприятия машиностроения. Менее активны в выпуске облигаций пока предприятия легкой и пищевой промышленности. Но примеры выпусков есть и здесь.

Темпы роста рынка корпоративных облигаций России впечатляют. Рост идет по всем показателям - больше эмитентов, больше объемы займов, длиннее сроки обращения. 2000 г. - момент перехода количества в качество. До этого выпуски облигаций рассматривались как пилотные проекты, цель которых - начать формирование публичной кредитной истории, отработать новую технологию привлечения капитала и т.д. Теперь же рынок корпоративных облигаций начинает все больше восприниматься как реальный источник ресурсов. Конечно, пока корпоративные облигации не стали существенным источником средств по сравнению с банковскими кредитами (объем выпущенных облигаций составляет сейчас 40 млрд. руб., объем банковских кредитов предприятиям - 550 млрд. руб.). Но свою роль корпоративные облигации начинают выполнять.

Корпоративные облигации начинают привлекать все большее внимание инвесторов, а брокерские компании начинают рекомендовать своим клиентам этот инструмент. Данный сегмент рынка более интересен с точки зрения доходности, чем рынок государственных долгов.

Опыт Казахстана аналогично указывает на постоянный рост этого сегмента рынка. Только в 2000 г. было зарегистрировано 14 эмиссий облигаций на 22,8 млрд. тенге (0,16 млрд. долл. США), из них в иностранной валюте - 13 эмиссий на общую сумму 159,3 млн. долл. США. На конец 2000 г. насчитывалось 18 действующих негосударственных эмиссий облигаций на 25,3 млрд. тенге. Наряду с увеличением общего объема сделок, на вторичном рынке корпоративных бумаг увеличилась и доля сделок по корпоративным облигациям. По сравнению с рынком акций рынок облигаций (корпоративных) в 2000 г. отмечен как более оживленный.

В Кыргызстане на сегодняшний день общий объем сделок по облигациям отечественных эмитентов на первичном рынке составил около 53995,0 тыс. сом., т.е. около 50 % общей объявленной эмиссии. Первый опыт выпуска облигаций показывает, что поскольку это новый инструмент для нашего инвестора, то его внимание некоторые эмитенты корпоративных облигаций пытаются привлечь завышением процентных ставок по ним, несмотря на общую тенденцию спада уровня процентных ставок на всех сегментах финансового рынка начиная с 2000 г. Такое необоснованное завышение процента, с одной стороны, повышает риск неплатежа со стороны эмитента, а с другой стороны, оказывает влияние на общий уровень процентных ставок на финансовом рынке.

За последнее время в Кыргызской Республике, сложилась относительно стабильная экономика а именно: низкая инфляция; стабильный валютный курс, рост ВВП по сравнению с аналогичным периодом 2000 г., снижение процентных ставок на всех сегментах финансового рынка, положительное сальдо торгового баланса - все это создает благодатную почву для развития рынка в целом и рынка облигаций как составляющей. Поэтому, основываясь на опыте соседних государств, а также собственном небольшом опыте, надеемся в 2002 г. на дальнейшее позитивное развитие в этом направлении.

