Чуркин А.О.
аспирант объединенного факультета
Университета Российской академии образования,
студент Российской экономической школы по программе
«Мастер Финансов»
artem@maretem.com

облигации: «тихая гавань» в пору финансовой бури

сбережения как источник экономического роста

Аннотация

Постоянно усложняющаяся финансовая система выводит на рынок все больше инструментов, предлагающих инвесторам определенный доход в будущем. Помимо обыкновенных банковских депозитов в распоряжении у инвесторов сегодня имеются системы пенсионных фондов, разнообразные фонды взаимного инвестирования (ПИФы), рынок акций, облигаций и производных финансовых инструментов. Но именно облигации, как одни из наименее рисковых ценных бумаг, призваны стать «тихой гаванью» в пору финансовой бури.

Неспециалисту разобраться в многообразии финансовых инструментов крайне непросто. Впрочем, агенты рынка, предлагающие те или иные направления для вложений, как правило, являются заинтересованными сторонами, которым выгодно продвигать определенные финансовые продукты. Да и уровень доходности у этих инструментов обычно довольно ограниченный. Если же инвестор в той или иной степени готов к рискам рынка, ему предпочтительнее было бы пуститься в «самостоятельное плавание».

Инвесторы, заемщики и те, кто держит деньги «под матрасом»

Для экономики очень важна пропорция между сберегаемыми, а впоследствии перераспределяемыми средствами и средствами, которые уходят на покрытие каждодневных потребностей. Можно разделить их на две группы: первые — это инвестиционные ресурсы, а вторые — расходы на товары общественного потребления. В экономике присутствует определенный баланс между этими двумя категориями. И определяется он во многом стоимостью денег в теку-

помимо желания получить от свободных средств максимально возможный доход, следует быть хорошо осведомленным о наличии спроса на эти средства, его характере

щий момент. Именно он подталкивает потребителей расходовать сегодня лишь часть своих денег, сберегая остальное в надежде завтра потребить больше, а сегодня направляя неизрасходованные средства на развитие экономики. Это не касается денег, которые изымаются населением из обращения и сберегаются «под матрасом», оставаясь там один на один с инфляцией. Именно эта категория средств вызывает наибольшую обеспокоенность со стороны контролирующих финансовых органов, которым становится проблематично отслеживать реальные объемы средств, направляемых в обществе на развитие.

Ключевые слова:
инвестиционные ресурсы; максимальный доход; кредитные инструменты; Майкл Милкен; «мусорные» облигации; высокодоходные облигации

Но вернемся к упомянутым выше двум участниками рынка — инвесторам или кредиторам и заемщикам. Между ними выстраивается цепочка посредников, чью роль невозможно переоценить. Здесь присутствуют центральный банк, коммерческие банки, андеррайтеры, рейтинговые агентства, фондовые площадки, брокеры, а также иные посредники. И каждый вносит в процесс денежного перераспределения свой вклад, добавляет в него определенные особенности.

Становится очевидным, что помимо желания получить от свободных средств максимально возможный доход, нужно быть хорошо осведомленным о наличии спроса на эти средства, его характере. Нужно определить и посредников, присутствующих в каждом конкретном случае вложения средств, и проанализировать их роль и возможное влияние на ситуацию в будущем. На данном этапе возникает множество вариантов, из которых можно выбирать. Рассмотрим один из базовых кредитных инструментов на рынке ценных бумаг — облигации.

Облигация как форма кредитования

Облигация — эмиссионная долговая ценная бумага, закрепляющая право её владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок её номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право её владельца на получение фиксированного процента от номинальной стоимости облигации

либо иные имущественные права. Как видно из определения, облигация является формой кредитования на оговоренный срок эмитента, не предполагающей участия в его деятельности.

Облигации различаются по типу эмитента и могут быть государственными, суверенными, корпоративными и муниципальными. Они могут быть с обеспечением либо без. Облигации варьируются по наличию купона и могут быть как купонные, так и бескупонные. В некоторых случаях выпускаются облигации с переменным купоном. Здесь ставка купонного вознаграждения привязывается к каким либо внешним условиям, например, к сложившейся на рынке доходности государственных бумаг соответствующего срока длительности плюс фиксированная премия.

Также в соглашении о выпуске облигационного займа (индентуре) указывается ряд дополнительных условий, таких как, например, ограничительные обязательства. К последним можно отнести ограничения на выплату дивидендов эмитентом, ограничения на выпуск дополнительных долговых ценных бумаг, оговорку о досрочном выкупе облигации (*call provision*), конвертируемость (*conversion*) — право вместо погашения по окончании срока обращения обменять облигации на определенное количество акций эмитента, условие о постепенной выплате номинала (*sinking fund*). Для инвесторов наличие таких ограничений, как правило, является дополнительной гарантией, и за это приходится платить уменьшением доходностью. Но вместе с тем такие ограничения, как право эмитента досрочно погасить заём, для инвестора является нежелательным, и в качестве компенсации за возможные неудобства с перевложением средств указанные выпуски предполагают премию.

Облигации также различаются по сроку и по кредитному рейтингу эмитента. Краткосрочные займы предполагают меньшую доходность, тогда как облигации с длительным жизненным циклом (свыше 10 лет) несут в себе большую неопределенность и предусматривают значительную премию. Кредитные рейтинги присваиваются рейтинговыми агентствами, такими как Moody's или Standard & Poors.

Майкл Милкен и «мусорные» облигации

Именно в кредитных рейтингах компаний и кроется один из самых дискуссионных вопросов. Деятельность этих агентств и их оценка очень хорошо проиллюстрирована гениальнейшим финансистом нашего времени Майклом Милкеном (*Michael Milken*) еще на заре бума с «мусорными» облигациями (1978 год).

облигации различаются по типу эмитента и могут быть государственными, суверенными, корпоративными и муниципальными

Несовершенство рейтинговой системы Майкл Милкен видел в том, что она учитывала только показатели прошлых периодов и полностью игнорировала денежные потоки в будущем. Годовой баланс, история квартальных отчетов о прибыли, исправная выплата дивидендов и регулярных обязательств по облигациям — все это положительные показатели, но они не гарантируют, от возможных серьезных изменений завтра: надежность в прошлом вовсе не означает надежности в будущем. Майкл Милкен прилагал значительные усилия, чтобы популяризировать эту мысль в среде портфельных менеджеров. «Для правильной оценки надежности компании в будущем, — говорил Милкен, — нужно учитывать не только прошлые достижения, но и перспективы роста. Если у респектабельной компании с многолетней историей положительных достижений нет перспектив роста, то никакой рейтинг из трех «А» ей не поможет».

В своих высказываниях Милкен преследовал определенную цель, а именно — обратить внимание широкого круга инвесторов на, так называемые, «мусорные» облигации, то есть облигации с рейтингом ниже «инвестиционного» (или BBB — по шкале оценки Stan-dard&Poors), имеющие в силу своего высокого риска компенсацию в виде более высокой доходности. Спрос на такие бумаги был, но не было организованного предложения.

в Силиконовой долине найдется немного компаний, которые так или иначе не воспользовались бы финансированием, организованным Милкеном

Так «мусорные облигации» или «высокодоходные облигации»?

Своей цели Милкен добился и создал рынок для этих бумаг, таким образом дав широкому кругу компаний доступ к дешевому финансированию. И для них это был глоток свежего воздуха после высоких ставок по кредитам коммерческих банков. Термину «мусорные облигации» Милкен предпочитал термин «высокодоходные облигации». И именно с развитием рынка этих самых высокодоходных облигаций он связывал новый источник экономического роста своей страны.

Считается, что в Силиконовой долине найдется немного компаний, которые так или иначе не воспользовались бы финансированием, организованным Милкеном. А из грандов высокотехнологичного бизнеса Билл Гейтс чуть ли не единственный обошелся без эмиссии «мусорных» облигаций. Тед Тернер создавал CNN, прибегнув к новому способу финансирования. MCI формировала первую в США оптико-волоконную сеть на «мусорные» деньги. Система кабельного телевидения тоже росла на эти средства.

Большинство инвесторов сходятся на том, что облигации — это одни

из наименее рисковых бумаг, но, тем не менее, им присущи риски по эмитенту, риски инфляции, риски ликвидности, риски процентной ставки (падения стоимости номинала при повышении процентных ставок), риски по реинвестированию (в случае с использованием эмитента своего права по отзыву эмиссии). Несмотря на все перечисленное, велика вероятность, что эти бумаги и будут той «тихой гаванью», которую стремится найти большинство инвесторов в пору финансовой бури. Многое будет зависеть от эмитентов и от того, насколько они смогут убедить инвесторов в своей непотопляемости.

Литература

1. Твардовский В., Паршиков С. Секреты биржевой торговли. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2008.
2. Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins. Financial Markets + Institutions (Fifth Edition). — Pearson Publishing, 2006.

большинство инвесторов сходятся на том, что облигации — это одни из наименее рисковых бумаг

3. Ludwig von Mises. The Austrian Theory of the Trade Cycle (1936). Бум, крах и будущее / пер. с англ. А. В. Фильчука. — М.: Челябинск: Социум, 2002.
4. Murray N. Rothbard. Economic Depressions: Their Cause and Cure (1969). Бум, крах и будущее / пер. с англ. А.В. Фильчука. — М.; Челябинск: Социум, 2002.
5. Российская Федерация. Законы. О рынке ценных бумаг: федеральный закон: от 22.04.1996: №39-ФЗ.

Churkin S.A.
post-graduate of the joined faculty,University of the Russian Academy of Education, student of the program «Master of Finance», New Economic School

Bonds: «quiet harbor» in time of financial storm
Savings as a source of economic growth

Annotattion

Constantly increasing financial system displays on the market more and more tools, offering investors some income in the future. In addition to ordinary bank deposits at the disposal of the investors today are pension funds, variety of mutual investment funds, market shares, bonds and derivatives. But bonds, as one of the least risky securities, have become a «quiet harbor» in the period of the financial storm.