

## ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТОИМОСТИ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ И ФОРМИРОВАНИЯ СПРОСА И ПРЕДЛОЖЕНИЯ НА ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ

© 2020 Михайлов Александр Михайлович

доктор экономических наук, профессор кафедры «Экономическая теория»  
Самарский государственный экономический университет (СГЭУ), Россия, Самара  
E-mail: 2427994@mail.ru

© 2020 Королев Илья Андреевич

магистрант кафедры «Экономическая теория»  
Самарский государственный экономический университет (СГЭУ), Россия, Самара

В статье рассмотрены теоретические аспекты формирования стоимости облигации, а также указаны основные проблемы развития отечественного рынка корпоративных облигаций. Активное создание и использование новых финансовых инструментов на рынке, а также рост экономического эффекта в виде, например купонных доходов, способен привлекать и инвесторов, и эмитентов. Являясь довольно молодым сегментом национальной финансовой системы, рынок корпоративных облигаций за последнее время стал одним из крупнейших элементов фондового рынка России.

*Ключевые слова:* акция, инвестор, капитал, ликвидность, облигация, процентная ставка, риск, финансовый актив, хедж-фонд, эмиссия.

Инвесторы, ожидающие получить более высокую доходность, проводя выбор между различными видами облигаций, предпочитают бумаги корпоративного сектора. Поэтому процесс формирования доходности корпоративных облигаций и вопрос их эмиссии, а также обращения представляет собой научный и практический интерес. В тоже время, в целях формирования высокодоходного инвестиционного портфеля [2], многие инвесторы, учитывая принципы диверсификации, осуществляют вложения и в иные ценные бумаги, преимущественно в акции.

Приобретая акции, инвестор становится совладельцем компании, разделяя с ней успехи роста и несет риски в случае неудовлетворительной работы организации [8]. Инвестиционная привлекательность акции объясняется наличием ряда стандартных характеристик, которые интересуют, как правило, любого инвестора. К таким характеристикам относятся: доходность, надежность, регулируемый уровень риска и ликвидность.

Доходность акции говорит о том, какую прибыль можно получить с момента приобретения данной ценной бумаги. Прибыль может быть двух видов — получение дохода в виде дивидендов, либо за счет увеличения рыночной стоимости акций. Каждый инвестор, исходя из своих целей и предпочтений, выбирает, получать ли

ему доход во время владения акциями или продать их во много раз дороже через несколько лет. В первом случае инвестор приобретает акции, имеющие высокую дивидендную доходность [7]. Как правило, это привилегированные акции. Во втором случае инвестор на основе анализа выбирает акции, которые обладают тенденцией к росту. Надежность акции оценивается надежностью компании-эмитента. Их подразделяют на несколько так называемых эшелонов. К первому эшелону относятся высоконадежные и ликвидные компании, их еще называют «голубыми фишками». Такие эмитенты отличаются хорошей стабильностью, большой капитализацией и своевременной выплатой дивидендов. Акциям компаний второго эшелона свойственна меньшая ликвидность и нестабильность котировок. И к третьему эшелону относят малые фирмы, обладающие потенциалом роста в будущем. Акции таких компаний отличаются низкой ценой и уровнем ликвидности. В течение многих лет эти акции могут не приносить никакого дохода, но при стечении определенного рода обстоятельств они могут значительно вырасти в один день за счет перераспределения собственности, слияния с более крупными компаниями, расширения производства или других событий. В зависимости от степени надежности акции могут присутствовать как в консервативном, так и в

агрессивном инвестиционном портфеле [2].

Облигация, являясь долгосрочным долговым финансовым активом. Она обязует заемщика совершать владельцам облигаций процентные платежи, так называемые купоны и выплачивать основную сумму долга — номинала. Корпоративные облигации, исходя из их названия, выпускаются юридическими лицами. В отличие от казначейских облигаций, корпоративные облигации подвержены риску неплатежа при наступлении проблем с ликвидностью у их эмитентов. В таком случае корпорация может оказаться не в состоянии исполнить обязательства по процентным платежам и обслуживанию основного долга. Отдельные корпорации обладают различными уровнями риска неплатежа, называемого кредитным риском. Он тем значительнее, чем выше купонная ставка, которую приходится платить выпускающей компании [1].

Большинство корпоративных облигаций предоставляют эмитенту право досрочного погашения. Существующие различия в контрактах приводят к появлению разной степени риска облигаций, разной цены на них и ожидаемой доходности. В целях определения доходности облигации необходимо разобрать понятие купонной ставки, номинальной стоимости, срока до погашения. Под номиналом облигации понимается фактическая цена облигации, денежная сумма, которую организация занимает и предполагает выплатить при погашении в расчете на одну облигацию. Купонная ставка является выражением отношения выплаты по купону к номинальной стоимости облигации [10]. Суще-

ствуют облигации с плавающим купоном (меняющимся с течением времени), фиксированным купоном и нулевым купоном (облигации без выплаты купона; они предлагаются инвесторам со скидкой в цене относительно их номинальной стоимости). Срок до погашения, по сути, является определением даты погашения — выплаты их номинальной стоимости.

В России можно выделить два основных типа корпоративных облигаций:

- индексированные облигации (выпускаемые предприятиями-экспортерами);
- традиционные денежные облигации (эмиссия осуществляется организациями, не являющимися экспортерами) [5].

Говоря о финансовом анализе со стороны ЦБ РФ потенциальных компаний-эмитентов, частных инвесторов, в целях определения рисков вложений, мы не можем оставить без внимания одну из основных моделей инвестиционного поведения макроэкономических агентов, предложенную А. Эйхнером. Предпосылкой модели является прямая зависимость объема использования внутренних и внешних инвестиционных фондов от величины нормы прибыли. Инвестиционными фондами в данном случае выступают совокупные финансовые ресурсы: займы, ссуды, прямые инвестиции, инвестиции на фондовом рынке. На рисунке 1 отображены функции предложения инвестиционных фондов ( $S$ ) как отношение между значением накопленных внутренних и занятых на внешнем рынке инвестиционных ресурсов, а также динамика функции спроса на инвестиционные ресурсы ( $D$ ).

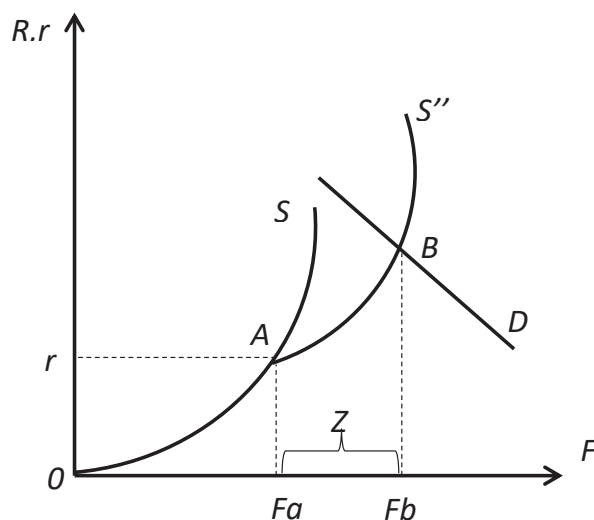


Рисунок 1. Предложение и спрос на инвестиционные фонды.

Источник: составлено авторами на основании данных источника [12]

Увеличение присутствия инвесторов (линия S) зависит как от доступности заемных средств, так и от ставки процента и динамики нормы прибыли (отражаемых как  $r$  и  $R$  соответственно).

По оси ординат отложены ставка процента и норма прибыли, по оси абсцисс отражена динамика роста объема инвестирования ( $F$ ). От 0 до  $F_a$  отражена динамика роста объемов инвестирования (осуществляемых за счет внутренних ресурсов) в связи с ростом нормы прибыли проектов ( $R$ ), в которые предполагаются капиталовложения, а также с ростом ставки процента. При появлении доступных заемных средств ( $Z$ ) возможности для инвестирования увеличиваются. Точка А отражает на данном графике решение инвесторов инвестировать дальше, в связи с появлением новых заемных ресурсов и увеличивающейся нормы прибыли (кривая  $S''$ ). Точка В — отражает оптимальную ситуацию доходности вложений при разумных объемах вложений. Линия D отражает динамику спроса на финансовые ресурсы ( $F$ ) при изменении ставки процента ( $r$ ) по заемному капиталу, чем выше  $r$  по заемному капиталу, тем ниже будет спрос на капитал.

Существенная доля рынка приходится на облигации организаций — экспортеров. В таблице 1 отражена классификация корпоративных облигаций.

Одним из основных рисков, возникающих при обращении корпоративных облигациях, является риск процентной ставки. Это риск снижения стоимости облигации, вызванный ростом процентных ставок. Для облигации с длительным сроком погашения данный риск выше. Наглядно это можно продемонстрировать на рисунке 2.

Риск процентной ставки отражает продолжительность периода времени, в течение которого владелец облигации оказывается не в состоянии пользоваться выгодой от реинвестирования по возросшим рыночным ставкам.

Для отечественного рынка корпоративных облигаций характерен ряд проблем, находящих свое отражение на доходности данного инвестиционного инструмента [9]. Среди подобных проблем можно выделить следующие:

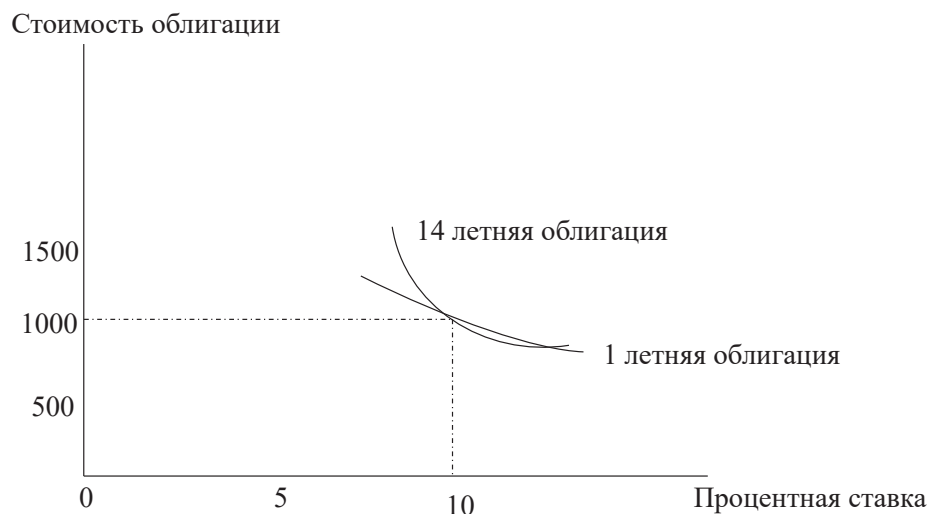
- 1) высокая капитализация рынка компаниями одного сектора;
- 2) сложность предсказания геополитического риска вследствие ввода экономических ограничений;
- 3) сложность расчета финансовых показателей эмитента ввиду отсутствия публичной отчетности.

Для 2017 и 2018 годов стал характерным усиливающийся тренд синдицированного разме-

Таблица 1. Классификация корпоративных облигаций

Признак классификации	Вид облигации
1. Валюта номинала	Отечественная Зарубежная
2. Вид номинала	Индексируемый Неиндексируемый
3. Форма выплаты дохода	Процентные Дисконтные Выигрышные займы Смешанные
4. Приоритет осуществления выплат	Первоочередные Субординированные
5. Способ обеспечения	Обеспеченные Необеспеченные
6. Цель выпуска	Финансирование инвестпроектов Рефинансирование
7. Срок обращения	Оговоренная дата погашения Бессрочные
8. Вид оферты (при наличии)	Кол-оферта Пут-оферта
9. Характер погашения	Амортизируемые Без частичного погашения ОД
10. Вид фиксации права на облигацию	Документарные Бездокументарные

Источник: составлено авторами на основе источника [4]



**Рисунок 2. Динамика стоимости облигаций при различных процентных ставках**  
Источник: составлено авторами

щения облигаций рядом коммерческих банков, а также финансовых организаций. Прослеживается тенденция все более сильной интеграции денежного и финансового рынков — банки все чаще стали выпускать облигации с обеспечением, секьюритизированные облигации, а в ряде сделок сами выступают андеррайтерами [6].

Эмитентов и агентов по размещению стало меньше, в чем сказывается жесткая политика ЦБ РФ в данном направлении: компании стали объединять усилия и распределять риски. Рынок облигаций становится перспективной площадкой для кредитных организаций, вместо простого конкурента банковским вкладам.

Стоимость финансового актива, будь то акция или облигация, определяется приведенному значению денежных потоков, который данный актив способен создать. Например, для облигации с плавающим купоном денежные потоки с течением времени варьироваться.

Отток капитала из национальной экономики и доходность облигаций имеют обратную связь.

Увеличение волатильности на международных рынках приводит к усилению оттоков капитала, следовательно, к снижению спроса на долговые инструменты внутри национального рынка со стороны нерезидентов. Ограничение доступа нерезидентов к выпускам корпоративных облигаций может повлечь за собой снижение доходности в долгосрочном периоде [5].

Невысокие темпы роста валового национального продукта подразумевают уменьшение доходности капитала, что определенно подталкивает инвесторов на поиски более доходных финансовых инструментов. Пока разница между премиями за риск от облигаций не станет слишком маленькой, инвесторы будут получать прибыль. В совокупности с установленной жесткой денежно-кредитной политикой ЦБ малый рост ВВП способствует росту инфляционных ожиданий, что вызывает корреляцию с фондовыми рынками. Инвесторы будут стараться диверсифицировать портфели, предпочитая хедж-фонды.

### Библиографический список

1. Кротова Е.А., Федотовская В.А., Чернышова М.В. Корпоративные облигации как альтернативный источник финансирования предприятия // Научные исследования № 9 (10). 2016. — С.30–34.
2. Konovalova M.Y., Kuzmina O. Y., Mikhaylov A. M., Levchenko L. V., Salomatina S. Y. The Management of Investment Portfolios // TEM Journal: Technology, Education, Management, Informatics. 2019. Т. 8. № 3. С. 928–937.
3. Коршунова Ж. Понятие и виды облигаций // Российский ежегодник предпринимательского (коммерческого) права. 2017. № 1. С. 288.
4. Леонтьев, В.Е. Корпоративные финансы: учебник и практикум для академического бакалавриата / В.Е. Леонтьев, В.В. Бочаров, Н.П. Радковская. — М.: Издательство Юрайт, 2014. — С. 254–255.

5. *Мамонов М.* Поиск оптимальной глубины и структуры финансового сектора с точки зрения экономического роста, макроэкономической и финансовой стабильности // *Деньги и кредит.*-2018.-Т. 77 № 3. — С. 89–123.
6. *Милицкова Т.М.* Влияние специфических факторов на спреда доходности корпоративных облигаций // *Корпоративные финансы.* № 2 (26), 2013. — С.50–66.
7. *Михайлов А.М.* Дивидендная политика российских акционерных обществ как фактор формирования акционерного капитала // *Вестник Самарского государственного экономического университета.* 2020. № 3 (185). С. 9–16.
8. *Михайлов А.М., Патрин С.М.* Управление рисками розничного банка // *Вестник Самарского государственного экономического университета.* 2015. № 5. С. 9.
9. *Попова О.В., Леонова О.В.* Корпоративные облигации как перспективный источник финансирования инновационно-инвестиционных проектов в предпринимательстве // *Среднерусский вестник общественных наук.* Т.12. № 6, 2017. — С. 233–245.
10. *Ротко С.В.* Понятие, правовая природа и основная классификация облигаций // *Юрист.* 2017. № 11. С. 8.
11. *Шуклина М.А.* Проблемы идентификации и оценки стоимости российских корпоративных облигаций// *Имущественные отношения в РФ,* 2015. № 2. — С. 31.
12. *Eichner A.* The macrodynamics of advanced marked economies.— Armonk, New York: M. E. Sharpe, 1991. Pp. 375–393.