

Фондовый рынок

УДК 339.7

К ВОПРОСУ О КЛАССИФИКАЦИИ ОБЛИГАЦИЙ

А. В. ЯКУНИНА,*доктор экономических наук,
профессор кафедры финансов
E-mail: alla.yaskinina@yandex. ru***Ю. В. СЕМЕРНИНА,***кандидат экономических наук,
доцент кафедры финансов
E-mail: ysemernina@yandex. ru
Саратовский государственный
социально-экономический университет*

В статье осуществлена систематизация видов облигаций и предложена расширенная классификация облигаций, предполагающая увеличение количества классификационных признаков и детализацию существующих группировок. Предложенные классификационные подходы позволяют наиболее полно охарактеризовать российский рынок облигаций.

Ключевые слова: *виды облигаций, признаки классификации, критерии классификации.*

Рынок облигаций (как мировой, так и российский) с каждым годом становится все более сложным и многообразным. Появляются новые виды облигаций, усложняется структура облигационных займов. Существенно изменяются параметры долгового рынка и с качественной, и с количественной стороны. Вслед за изменениями в мировой финансовой системе меняются и российская финансовая система, ее институты, механизмы, инструменты [10].

Однако на современном этапе развития рынка облигаций не утратило своей актуальности высказывание всемирно известных финансистов Р. Уилсона и Ф. Фабоцци: «...за последние два десятилетия этот инструмент претерпел столь много изменений, что «простой» выпуск облигаций некоторые считают чуть ли не анахронизмом» [8].

Несмотря на то, что российский рынок корпоративных облигаций еще не имеет и двух десятилетий истории своего существования, динамика развития его основных показателей позволяет судить о существенных качественных и количественных изменениях [6]. Это обстоятельство в свою очередь не могло не сказаться на качественных характеристиках самих облигаций, обращающихся на российском рынке.

Одним из важнейших теоретических аспектов при рассмотрении облигаций как финансовых инструментов, на взгляд авторов, является классификация их видов, осуществляемая на основании разнообразных качественных и количественных классификационных признаков. Необходимо отметить, что в отечественной и зарубежной экономической и финансовой литературе отсутствует общепризнанная классификация видов облигаций, существующая как целостный и самодостаточный набор группировок (однофакторных или многофакторных).

По мнению авторов, множественность подходов к классификации облигаций:

- носит объективный характер;
- обусловлена различными законодательными, инфраструктурными и историческими особенностями.

тиями становления и развития национальных облигационных рынков.

Тем не менее, как представляется авторам, существуют классификационные признаки, применяемые как на российском, так и на зарубежных рынках облигаций. Причем использование одного и того же признака различными учеными нередко приводит к построению существенно отличающихся друг от друга классификаций. Одним из наиболее наглядных примеров в этом отношении является построение классификаций облигаций по виду эмитента.

К примеру, по виду эмитента облигаций, по мнению В. А. Галанова, облигации подразделяются на государственные и корпоративные. Причем государственные облигации выпускаются непосредственно государством или «от его лица», а корпоративные – коммерческими организациями различных видов [2].

Альтернативной классификацией облигаций, построенной на том же самом классификационном признаке, является предлагаемое М. В. Митрошиной и Н. Д. Эриашвили деление облигаций на следующие облигации:

- государственные (эмитент – Банк России);
- муниципальные (эмитенты – местные органы власти);
- корпоративные (эмитенты – акционерные общества);
- иностранные (эмитенты – иностранные заемщики) [3].

Еще одной классификацией облигаций по виду эмитента, широко применяемой профессиональными участниками российского облигационного рынка, является деление на:

- государственные облигации,
- субфедеральные облигации,
- корпоративные облигации,
- банковские облигации [11].

В трудах зарубежных ученых классификация облигаций по данному признаку, как правило, несколько шире. Это обусловлено более длительной историей существования зарубежных облигационных рынков. Например, Ф. Дж. Фабоцци предлагает делить облигационный рынок (на примере рынка облигаций США) по виду эмитентов облигаций на шесть секторов [9]:

- 1) сектор казначейских облигаций (эмитент – правительство США);
- 2) сектор правительственных агентств (эмитенты – «организации, имеющие федеральный статус,

а также предприятия, получающие спонсорскую помощь от государства»);

3) муниципальный сектор (эмитенты – «правительства штатов и местные органы власти»);

4) корпоративный сектор (эмитенты – «американские и неамериканские корпорации»);

5) сектор ценных бумаг, обеспеченных активами (эмитенты – корпорации, «использующие пулы активов в качестве обеспечения для выпуска облигаций»);

6) сектор ипотечного кредитования (эмитенты – финансовые институты, преимущественно банки).

Приведенные примеры классификаций облигаций, построенные с использованием одного и того же признака, по мнению авторов, обладают рядом недостатков. В частности, классификация, предлагаемая В. А. Галановым, не учитывает наличия сегмента субфедеральных и муниципальных облигаций. В классификации М. В. Митрошиной и Н. Д. Эриашвили не совсем корректно указаны эмитенты облигаций (например государственные облигации в России эмитирует не только Банк России, а корпоративные – не только акционерные общества). В классификации, предлагаемой специалистами «ЮНИТИ ТРАСТ» и «Тройка Диалог», отсутствуют муниципальные облигации (они рассматриваются как составная часть сегмента субфедеральных облигаций), а также, на взгляд авторов, избыточно выделены банковские облигации. Что же касается классификации Ф. Дж. Фабоцци, то она плохо применима в условиях российского рынка, так как на нем отсутствуют облигации, обеспеченные активами, а сегмент ипотечных ценных бумаг развит крайне слабо.

С учетом существования большого количества разнообразных подходов к классификации облигаций будем рассматривать только те классификационные подходы, которые позволяют наиболее полно охарактеризовать российский рынок долговых инструментов. Авторы полагают, что результаты структурного анализа облигационного рынка способствуют дополнительному обоснованию необходимости использования тех или иных критериев классификации облигаций. Поэтому для иллюстрации практической значимости предложенной систематизации видов облигаций целесообразно опираться преимущественно на данные анализа структуры российского рынка корпоративных облигаций, проведенного по состоянию на 27.10.2011 [7].

По мнению авторов, для получения более объективной характеристики облигационного рынка

классификация облигаций должна строиться не на одном признаке (вид эмитента), а на нескольких. Прежде всего предлагается использовать признак резидентности эмитента (является ли эмитент облигаций резидентом Российской Федерации или нет). При этом под резидентом будет пониматься юридическое лицо, постоянно зарегистрированное в данной стране. Для юридических лиц статус резидента обычно определяется на основе:

- места их образования;
- регистрации;
- местонахождения центра управления;
- других аналогичных критериев [1].

Таким образом, по признаку резидентности эмитента можно выделить:

- *облигации резидентов* (российские заемщики);
- *облигации нерезидентов* (иностранные заемщики).

При построении классификации облигаций по признаку резидентности необходимо учитывать, что многие крупные отечественные компании привлекают заемный капитал не только на российском, но и на зарубежном рынке капитала. В связи с этим надо различать собственно эмитента облигаций (с формальной точки зрения) и хозяйствующего субъекта, фактически привлекающего заемный капитал. Например, многие крупные российские компании (Газпром, Роснефть, Лукойл и др.) и банки (ВТБ, Сбербанк России, Возрождение и др.) привлекают заемное финансирование на облигационном рынке через дочерние структуры.

В свою очередь облигации резидентов могут быть классифицированы непосредственно по виду эмитента:

- государственные облигации;
- субфедеральные и муниципальные облигации;
- корпоративные облигации.

Следует отметить, что наиболее крупным сегментом российского облигационного рынка является корпоративный сегмент: его удельный вес в общей структуре рынка к началу 2011 г. составлял 64,7 %. Вторым по величине является сегмент государственных (федеральных) облигаций: его доля к началу 2011 г. составляла 30,7 %. Доля субфедеральных и муниципальных облигаций составила 4,6 % на начало 2011 г. [7].

По форме существования ценных бумаг выделяются:

- *облигации, существующие в документарной форме (документарные облигации);*

– *облигации, существующие в бездокументарной форме (бездокументарные облигации).*

Особенность документарной формы облигаций выражается в том, что их владельцы устанавливают на основании предъявления ее надлежаще оформленного сертификата, т. е. каждая документарная облигация имеет физический (документарный) носитель.

Бездокументарные ценные бумаги физического носителя не имеют. Они существуют в виде электронных записей в специальных учетных системах (в частности в депозитарной системе учета). Широкое распространение бездокументарных облигаций как на мировом рынке ценных бумаг в целом, так и на российском в частности обусловлено тем, что переход прав собственности на бездокументарные долговые обязательства:

- происходит очень быстро (особенно при современном уровне развития систем биржевой торговли);
- не требует значительных финансовых издержек [2].

По форме фиксации права собственности облигации делятся на *именные облигации и облигации на предъявителя*. В общем случае именные облигации предусматривают обязательную регистрацию информации о владельце облигаций, в то время как облигации на предъявителя подобной регистрации не предполагают.

В зависимости от цели выпуска облигации подразделяются на [4]:

- облигации, выпущенные для финансирования новых инвестиционных проектов;
- облигации, выпущенные для рефинансирования задолженности эмитента;
- облигации, выпущенные для финансирования непроизводственной деятельности.

По мнению авторов, данная классификация должна быть дополнена еще одним видом облигаций – *комбинированными облигациями*, так как средства, привлеченные эмитентом на рынке заемного капитала, могут быть направлены им на различные цели.

Еще одним классификационным признаком может быть номинальный объем облигационного выпуска. В мировой и в отечественной практике наиболее распространенным подходом является деление облигаций на:

- облигации малых объемов выпуска;
- облигации средних объемов выпуска;
- облигации больших объемов выпуска.

Конкретные значения объема выпуска, на основании которых производится распределение облигаций по однородным группам, в большинстве случаев зависят от конкретных целей проводимого исследования.

Предлагается расширить данную классификацию и адаптировать ее к реалиям отечественного облигационного рынка, выделив в общей сложности 5 групп долговых инструментов:

- облигации малых объемов выпуска (номинальный объем выпуска – менее 1 млрд руб.);
- облигации с объемом выпуска ниже среднего (от 1 до 4 млрд руб.);
- облигации среднего объема выпуска (от 4 до 7 млрд руб.);
- облигации с объемом выпуска выше среднего (от 7 до 10 млрд руб.);
- облигации больших объемов выпуска (от 10 млрд руб. и более).

На момент проведения анализа рынка корпоративных облигаций, допущенных к торгам на бирже ММВБ, средний объем одного облигационного выпуска составлял 4,675 млрд руб. При этом минимальный объем выпуска облигаций, находившихся в обращении, был равен 2 912 000 руб. (эмитент – ООО «РФЦ-Лизинг»), а максимальный – 65 000 000 000 руб. (эмитент – ОАО «АК «Траснефть»).

Следует отметить неравномерность распределения исследуемого сегмента рынка и по количеству облигационных выпусков, попадающих в соответствующие интервалы, и по совокупному объему выпусков, относящемуся к тем же интервалам:

- удельный вес *количества* облигационных выпусков малых объемов составил 18,5%;
- удельный вес облигационных выпусков с объемом ниже среднего – 38,4%;
- удельный вес облигационных выпусков среднего объема – 26,2%;
- удельный вес облигационных выпусков с объемом выше среднего – 10,2%;
- удельный вес облигационных выпусков больших объемов – 6,7%.
- удельный вес *совокупного объема* облигационных выпусков малых объемов составил 2,4%;
- удельный вес облигационных выпусков с объемом ниже среднего – 19,2%;
- удельный вес облигационных выпусков среднего объема – 28,9%;
- удельный вес облигационных выпусков с объемом выше среднего – 20,9%;

– облигационных выпусков больших объемов – 28,6%.

По сроку до погашения (сроку существования, сроку обращения) облигации подразделяются на бумаги:

- с фиксированным сроком погашения (так называемые срочные облигации);
- без фиксированного срока до погашения (или бессрочные облигации «консоли») [3].

В зарубежной практике выделяют облигации с фиксированным сроком до погашения и бессрочные облигации. Однако на российском облигационном рынке представлены исключительно облигации с фиксированным сроком до погашения.

Облигации с фиксированным сроком до погашения в зависимости от значения данного показателя подразделяются на:

- краткосрочные;
- среднесрочные;
- долгосрочные.

Необходимо отметить, что конкретные критерии отнесения облигаций к той или иной группе существенно различаются в интерпретации различных авторов [5].

В частности, Л. Т. Литвиненко, М. В. Митрошина и Н. Д. Эриашвили предлагают относить к краткосрочным облигациям ценные бумаги со сроком погашения от 1 года до 3 лет, к среднесрочным – от 3 до 7 лет, к долгосрочным – от 7 до 30 лет [4].

Эксперты специализированного информационного агентства Cbond, отмечая, что в каждой стране понятия «краткосрочности» и «долгосрочности» могут существенно различаться (в частности в силу особенностей действующего законодательства и сложившейся рыночной практики), предлагают следующий подход [13]:

- сверхкраткосрочные облигации (срок до погашения – менее 1 года);
- краткосрочные облигации (от 1 года до 5 лет);
- среднесрочные облигации (от 5 до 10 лет);
- долгосрочные облигации (от 10 до 30 лет);
- сверхдолгосрочные облигации (свыше 30 лет).

По мнению авторов, последняя представленная классификация облигаций, подразумевающая выделение пяти групп в зависимости от срочности облигаций, в целом является логичной и обоснованной. Однако она требует уточнения конкретных значений классификационного признака.

Итак, согласимся со значением срока для погашения для первой группы (менее 1 года). Но к краткосрочным облигациям необходимо относить бумаги со сроком до погашения от 1 года до 3 лет, к среднесрочным облигациям – со сроком от 3 до 5 лет, к долгосрочным облигациям – от 5 до 10 лет и к сверхдолгосрочным облигациям – более 10 лет.

При расчете срока до погашения облигаций предлагается учитывать не только непосредственную дату их погашения, но и дату оферты. В дату оферты владелец облигаций имеет возможность предъявить облигации к выкупу по фиксированной цене (как правило, равной 100% от номинальной стоимости облигации). Поэтому фактический срок обращения облигационного выпуска может ограничиваться периодом с момента размещения ценных бумаг до момента оферты. Выставление оферты эмитентом при выпуске облигаций является распространенной практикой на отечественном рынке. По состоянию на 27.10.2011 оферта была предусмотрена по 322 корпоративным выпускам (из 654 выпусков) облигаций общим объемом 1 727 млрд руб. (из 3 057 млрд руб. в совокупности). Соответственно структура российского рынка корпоративных облигаций по количеству облигационных выпусков и по совокупному объему выпусков может быть представлена следующим образом (табл. 1).

Анализ данных, представленных в табл. 1, позволяет сделать вывод о преобладании на отечественном рынке сверхкраткосрочных и краткосрочных облигаций.

Следует отметить, что облигации без фиксированного срока до погашения подразделяются на:

- непогашаемые облигации (в принципе не предусматривающие наличия срока погашения);
- отзывные облигации (срок до погашения формально определен, однако облигации могут

быть отозваны эмитентом в любую дату в течение определенного периода до наступления срока погашения);

- облигации с правом досрочного погашения (срок до погашения также формально определен, однако в течение определенного периода до наступления срока погашения инвестор имеет право потребовать у эмитента выкупа облигаций – обычно по номинальной стоимости);

- отсроченные облигации (эмитент имеет право отсрочить погашение долговых обязательств);

- продлеваемые облигации (инвестор может по своей инициативе потребовать от эмитента продлить срок обращения облигаций).

Стоит отметить, что на российском рынке долговых обязательств облигации без фиксированного срока погашения не обращаются. При этом существует и законодательно закреплён механизм оферты по облигациям. Поэтому в отечественной научной литературе встречается деление облигаций на:

- облигации, не предусматривающие оферты (облигации, не предусматривающие отзыва или досрочного погашения);

- облигации, предусматривающие оферту (облигации, предусматривающие отзыв или досрочное погашение).

В свою очередь облигации, предусматривающие оферту, подразделяются на:

- облигации со встроенным колл-опционом (или отзывные облигации, так как инициатором их выкупа выступает эмитент);

- облигации со встроенным пут-опционом (или облигации с правом досрочного погашения, так как инициатором их погашения является владелец облигаций) [13].

Принципиальной особенностью оферт в практике функционирования российского облигационного рынка является тот факт, что выкуп облигаций осуществляется по инициативе их владельца в течение определенного периода времени по стандартной процедуре, т.е. на отечественном рынке распространены облигации со встроенным пут-опционом. Процедура реализации оферты включает в себя следующие этапы:

- 1) блокирование владельцем облигации в депозитории (блокирование облигаций не позволяет совершать сделки с облигациями, а также накладывать обременение на ценные бумаги);

- 2) направление требования о выкупе эмитенту или его уполномоченному лицу (вместе с требова-

Таблица 1

Структура рынка корпоративных облигаций по сроку до погашения, %

Группа облигаций	Облигационные выпуски	Совокупный объем выпусков
Сверхкраткосрочные (менее 1 года)	43,4	35,6
Краткосрочные (от 1 года до 3 лет)	26,0	27,6
Среднесрочные (от 3 до 5 лет)	25,4	27,3
Долгосрочные (от 5 до 10 лет)	4,4	8,9
Сверхдолгосрочные более 10 лет	0,8	0,6

нием о выкупе облигаций эмитенту направляется оригинал выписки со счета депо, подтверждающий блокирование ценных бумаг, а также при необходимости иные документы:

- анкета владельца ценных бумаг;
- копии документов, удостоверяющих личность и др.;

3) выставление заявки на выкуп (продажу) ценных бумаг (чаще всего заявка на продажу облигаций в рамках оферты выставляется в режиме адресных сделок посредством торговой системы);

4) исполнение адресной заявки (после проверки корректности заявки на выкуп облигаций, эмитент или его уполномоченный представитель исполняют сделку).

Как правило, сбор требований от владельцев облигаций о выкупе принадлежащих им ценных бумаг производится в течение 15–45 дней, а непосредственно реализация оферты (приобретение облигаций эмитентом или его уполномоченным лицом) осуществляется в течение одного рабочего дня.

Облигации, предусматривающие оферту, как представляется авторам, по количеству оферт могут быть классифицированы на:

- облигации, предусматривающие одну оферту;
- облигации, предусматривающие несколько оферт.

Таким образом, можно выделить:

- облигации без оферты;
- облигации, предусматривающие одну оферту;
- облигации, предусматривающие несколько оферт.

В отношении облигаций, предусматривающих несколько оферт, как полагают авторы, можно расширить классификацию по критерию «способ установления оферт», выделив:

- облигации, предусматривающие оферты через равные временные интервалы (в большинстве случаев они кратны году);
- облигации, предусматривающие оферты через неравные временные интервалы.

По способу погашения номинала облигации могут подразделяться на:

- облигации, погашаемые единовременно (данный вид облигации предполагает погашение номинала разовым платежом в конце срока обращения облигаций);
- амортизационные облигации (погашение номинала таких долговых обязательств распределено во времени).

На современном этапе в практике российских эмитентов облигаций отсутствуют общепринятые стандарты амортизации облигационных выпусков. Поэтому график амортизации (прежде всего объемы и сроки осуществления частичного погашения номинальной стоимости облигаций) эмитенты определяют самостоятельно. Наиболее распространенной на практике является сбалансированная амортизация выпусков, проводимая в 3–4 этапа, предполагающая погашение сопоставимых долей облигационного выпуска (от 20 до 35 %).

Следует отметить, что по состоянию на 27.10.2011 из 654 выпусков корпоративных облигаций, допущенных к торгам на бирже ММВБ, 65 выпусков (или 9,9 %) являлись амортизационными и 589 выпусков (90,1 %) относились к облигациям, погашаемым единовременно. Причем по совокупному объему выпусков в денежном выражении на долю амортизационных корпоративных облигаций приходилось всего 6,3 % (193 млрд руб.), а на облигации, погашаемые единовременно, – 93,7 % (2 864 млрд руб.) [12, 13, 14, 15]. Соответственно можно сделать вывод о том, что на современном этапе развития облигационного рынка в России роль амортизационных облигаций незначительна.

Авторы считают, что по критерию «симметричность распределения погашения во времени» амортизационные облигации логично подразделить на:

- облигации с симметричной амортизацией (погашение номинала распределено во времени равными частями);
- облигации с несимметричной амортизацией (погашение долгового обязательства осуществляется не равными частями).

Например, если облигация со сроком обращения 4 года предусматривает ежегодное погашение 25 % номинальной стоимости, то она является облигацией с симметричной амортизацией. Если же аналогичная облигация предусматривает погашение через 1 год – 40 % номинала, через 2 года – 30 % номинала, через 3 года – 20 % номинала и через 4 года – 10 % номинала, то она будет относиться к облигациям с несимметричной амортизацией.

В зависимости от формы погашения облигаций принято выделять:

- облигации, погашаемые в денежной форме;
- облигации, погашаемые в натуральной форме (например одним из вариантов погашения облигаций в натуральной форме является получение инвестором продукции, производимой компанией-

эмитентом, или определенного вида биржевого товара).

В настоящее время на мировом и российском рынках доминирующим является сегмент облигаций, погашаемых в денежной форме.

По величине номинала облигаций принято подразделять их на:

- низкономинальные облигации;
- облигации стандартного номинала;
- высокономинальные облигации.

В мировой практике при анализе национально-го облигационного рынка стандартным номиналом принято считать наиболее распространенный на нем номинал.

Следует отметить, что на российском рынке наиболее распространенным (стандартным) номиналом облигации является 1 000 руб. Однако на практике существуют как облигации с меньшим номиналом (так называемые низкономинальные облигации), так и долговые обязательства с большим номиналом (высокономинальные облигации). Анализ российского рынка корпоративных облигаций по состоянию на 27.10.2011 свидетельствует о том, что в структуре сегмента долгового рынка доля облигаций *стандартного номинала* (1 000 руб.) составляет:

- по количеству облигационных выпусков – 91,3 %;
- по совокупному объему выпусков – 96,4 %.

Доля *низкономинальных облигаций* (менее 1 000 руб.) составляет:

- по количеству облигационных выпусков – 8,4 %;
- по совокупному объему выпусков – 3,6 %.

Доля *высокономинальных облигаций* (более 1 000 руб.) составляет:

- по количеству облигационных выпусков – 0,3 %;
- по совокупному объему выпусков – 0,03 %.

В зависимости от валюты, в которой выражен номинал облигаций, долговые обязательства подразделяются на:

- моновалютные (одновалютные) облигации;
- мультивалютные (многовалютные) облигации.

Условия выпуска моновалютных облигаций предусматривают, что расчеты эмитента с владельцем облигаций будут осуществляться в одной валюте, а мультивалютные – допускают расчет в нескольких валютах (в частности, купоны по об-

лигациям могут выплачиваться в одной валюте, а погашение номинала – производиться в другой).

Моновалютные облигации могут быть номинированы:

- в национальной валюте;
- в иностранной валюте.

Как правило, выбор эмитентом той или иной валюты номинала определяется структурой его выручки и доходов. Причем при прочих равных условиях валюта, в которой номинированы облигации, эквивалентна валюте выручки эмитента. В таком случае облигации позволяют эмитенту не только привлекать заемный капитал, но и в определенной степени хеджировать валютные риски.

Анализ структуры рынка облигаций в России в разрезе валюты, в которой они номинированы, позволил сделать вывод, что по состоянию на начало 2011 г.:

- доля облигаций, номинированных в российских рублях, составляла 55,1 %;
- доля облигаций, номинированных в иностранной валюте, – 44,9 %.

При этом доля облигаций, номинированных в российских рублях, была максимальной в сегменте субфедеральных и муниципальных облигаций и составляла 91,4 %. Доля корпоративных облигаций, номинированных в российских рублях, составляла 46,6 %, а доля корпоративных облигаций, номинированных в иностранной валюте, – 53,4 % [7].

В зависимости от потенциального круга инвесторов в долговые обязательства выделяют:

- облигации, размещаемые по открытой подписке (приобрести эти облигации может любой инвестор, пожелавший принять участие в их размещении);
- облигации, размещаемые по закрытой подписке (в этом случае размещение облигаций производится среди заранее определенного круга инвесторов).

Кроме того, в зависимости от способа размещения различают:

- облигации, размещаемые через биржу (биржевое размещение);
- облигации, размещаемые вне биржи (внебиржевое размещение).

При обращении облигаций различают:

- облигации, допущенные к торгам на фондовой бирже;
- облигации, не допущенные к торгам на фондовой бирже (операции с ними могут совершаться исключительно на внебиржевом рынке).

Облигации, допущенные к торгам на фондовой бирже, классифицируются на:

- облигации, прошедшие процедуру листинга;
- облигации, не прошедшие процедуры листинга.

В свою очередь облигации, прошедшие процедуру листинга, классифицируются в зависимости от нахождения в том или ином котировальном списке фондовой биржи. Так, облигации, прошедшие процедуру листинга на фондовой бирже ММВБ, включаются в один из котировальных листов (списков): «А1», «А2», «Б» и «В», отличающихся друг от друга требованиями, предъявляемыми к облигационным выпускам [15]. Что же касается облигаций, не прошедших процедуры листинга (или внесписочных облигаций), то в зависимости от исполнения обязательств эмитентами таких облигаций они подразделяются на:

- внесписочные облигации без просрочки исполнения обязательств;
- внесписочные облигации с просрочкой их исполнения (облигации с просрочкой исполнения обязательств включаются биржей в специальный раздел «Д-облигации») [7].

Результаты структурного анализа облигаций, прошедших и не прошедших процедуру листинга на бирже ММВБ, отражены в табл. 2.

Результаты анализа свидетельствуют о том, что на российском рынке корпоративных облигаций преобладают облигационные выпуски, прошедшие

Таблица 2

Структура рынка корпоративных облигаций с учетом прохождения процедуры листинга на 27.10.2011, %

Группа облигаций	Удельный вес количества облигационных выпусков	Удельный вес совокупного объема выпусков
Прошедшие процедуры листинга, всего	60,1	65,5
В том числе:	27,7	26,0
– А-1	1,8	1,1
– А-2	25,7	33,9
– Б	4,9	4,4
– В		
Не прошедшие процедуру листинга, всего	39,9	34,5
В том числе:	36,1	32,7
– облигации без просрочки исполнения обязательств	3,8	1,8
– облигации с просрочкой исполнения обязательств		

процедуру листинга. С точки зрения исполнения обязательств эмитентами по выпускам облигаций, допущенным к обращению, следует констатировать, что на момент проведения анализа рынок корпоративных облигаций отличался высоким уровнем финансовой дисциплины заемщиков: 96,2% от общего количества выпусков (или 98,2% в денежном выражении) обслуживалось своевременно и в полном объеме.

Еще одной распространенной классификацией облигаций является классификация этих ценных бумаг по виду получаемого дохода на:

- дисконтные облигации или облигации с нулевым купоном (доход инвестора – разница между ценой приобретения и ценой погашения облигации);
- купонные облигации (доход инвестора – купонные выплаты).

Купонные облигации в зависимости от порядка выплаты купонов классифицируются на:

- облигации с периодическими (регулярными) выплатами купона (купоны выплачиваются систематически через равные промежутки времени);
- кумулятивные облигации (выплата всех накопленных купонов осуществляется только в момент погашения облигации).

Купонные облигации с периодическими выплатами купона подразделяются на:

- облигации с фиксированным купоном;
- облигации с нефиксированным купоном.

Облигации с фиксированным купоном предполагают, что величина купона известна в течение всего срока обращения долговых ценных бумаг, а облигации с нефиксированным купоном подразумевают изменение величины купонных выплат.

Купонные облигации с фиксированным купоном могут подразделяться на:

- облигации с фиксированным постоянным купоном;
- облигации с фиксированным переменным купоном.

Долговые обязательства, относящиеся к первой группе, характеризуются постоянной величиной купона в течение всего срока обращения облигаций (например облигация, погашающаяся через 3 года, имеет одинаковую ставку купона на весь период обращения в размере 12% годовых). Облигации, входящие во вторую группу, подразумевают, что ставка купона может меняться от периода к периоду.

В зависимости от динамики ставки купонов среди облигаций с фиксированным переменным купоном предлагается выделить:

– облигации с уменьшающейся ставкой купона;
 – облигации с возрастающей ставкой купона;
 – облигации с несистематически изменяющейся ставкой купона.

В качестве примера можно рассмотреть облигацию, погашающуюся через 5 лет (табл. 3).

Что же касается облигаций с нефиксированным купоном, то в самом общем виде они подразделяются на:

– облигации с «плавающим» купоном;
 – индексируемые облигации (данный вид облигаций широкого распространения на отечественном рынке не получил, однако облигации с нефиксированным купоном весьма популярны за рубежом).

Облигации с «плавающим» купоном предполагают наличие определенной базовой ставки и премии (нередко премия носит название «премии за риск», или «рискованной» премии). Теоретически в качестве базовой ставки может быть выбран практически любой показатель. Однако чаще всего участники рынка ориентируются на индикаторы денежного рынка (различного рода процентные ставки). Облигации с «плавающим» купоном предполагают регулярный пересмотр ставки купона: если базовая ставка снижается, то снижается и величина купона, а если базовая ставка растет, то ставка купона увеличивается.

Индексируемые облигации предусматривают изменение номинальной стоимости долговых обязательств (обычно ежегодное). Причем номинал облигации увеличивается в соответствии с темпами роста определенного базового индикатора (в частности индекса потребительских цен). Например, номинал облигации составляет 1 000 руб.. По итогам года индекс потребительских цен составил 110% (или 1,10), тогда номинал облигации будет индексирован и составит 1 100 руб. ($1\ 000 \text{ руб.} \cdot 1,10$).

Таблица 3

**Примеры облигаций с фиксированной
переменной ставкой купона**

Вид облигаций	Ставка купона, в процентах годовых				
	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год
С уменьшающейся ставкой купона	16	15	14	13	12
С возрастающей ставкой купона	12	13	14	15	16
С несистематически изменяющейся ставкой купона	15	12	16	13	14

Кардинальным отличием индексируемых облигаций от облигаций с «плавающим» купоном является то, что у них изменяемым компонентом является номинал облигаций (ставка купона у таких бумаг является константой). У облигаций с «плавающим» купоном изменяется величина купона, а номинальная стоимость долговых обязательств остается постоянной.

По возможности конвертации (или по критерию конвертируемости) облигации классифицируются на:

- конвертируемые;
- неконвертируемые.

В данном случае под конвертируемостью понимается право обменять облигацию на какую-то другую ценную бумагу эмитента на заранее определенных условиях [2].

Отсутствие или наличие конвертируемости непосредственно влияет на ценообразование облигаций на вторичном рынке: цены на неконвертируемые (так называемые классические) облигации формируется прежде всего в зависимости от динамики процентных ставок, а цены конвертируемых облигаций в большей степени определяются изменением стоимости ценных бумаг, в которые инвестор имеет право конвертировать облигации.

По степени обеспеченности долговые обязательства делятся на:

- обеспеченные облигации;
- необеспеченные облигации.

Обеспеченные облигации в обязательном порядке предполагают наличие залога (материальных или нематериальных активов) или поручительства третьего лица. В том случае, если эмитент не может своевременно и в полном объеме выполнять свои обязательства перед инвесторами (владельцами облигаций), то залог реализуется, а денежные средства, полученные при его продаже, распределяются между инвесторами. При возникновении аналогичной ситуации и наличии поручительства третьего лица (в практике облигационного рынка такое лицо называется гарантом) обязательства перед владельцами облигаций должен исполнить непосредственно гарант. Необеспеченные облигации фактически не подразумевают наличия какого-либо обеспечения или гарантий третьих лиц. В данном случае инвесторы приобретают облигации, ориентируясь прежде всего на уровень платежеспособности эмитента, его деловую репутацию и т. д.

Возможно построение классификации облигаций в зависимости от уровня риска, принимаемого

на себя инвестором. Как правило, облигации принято подразделять на:

- низкорискованные облигации;
- облигации среднего уровня риска;
- рискованные облигации.

При этом данная классификация при необходимости может быть уточнена и дополнена исследователями в зависимости от решаемых теоретических и прикладных задач. По мнению авторов, классификация облигаций в зависимости от степени риска, принимаемого на себя инвестором, должна быть расширена и дополнена следующими их видами с учетом величины доходности к погашению по облигации:

- низкорискованные облигации (доходность к погашению до 6% годовых);
- облигации с уровнем риска ниже среднего (от 6 до 9% годовых);
- облигации среднего уровня риска (9–12%);
- облигации с уровнем риска выше среднего (12–15%);
- высокорискованные облигации (более 15% годовых).

Структурный анализ российского рынка корпоративных облигаций, проведенный по состоянию на 27.10.2011, показал, что в количественном выражении:

- доля низкорискованных облигационных выпусков – 14,7%;
- доля облигаций с уровнем риска ниже среднего – 44,6%;
- доля облигаций среднего уровня риска – 27,1%;
- доля облигации с уровнем риска выше среднего – 7,8%;
- доля высокорискованных облигаций – 5,8%.

А по совокупному объему (в денежном выражении):

- доля низкорискованных облигационных выпусков – 15,7%;
- доля облигаций с уровнем риска ниже среднего – 57,1%;
- доля облигаций среднего уровня риска – 21,6%;
- доля облигации с уровнем риска выше среднего – 3,2%;
- доля высокорискованных облигаций – 2,4%.

Таким образом, можно сделать вывод, что отечественный рынок корпоративных облигаций преимущественно представлен облигациями, характеризующимися низким уровнем риска.

Вся совокупность критериев классификации и видов облигаций, которые предлагается выделять на отечественном фондовом рынке, представлена в табл. 4.

Таблица 4

Предлагаемые критерии классификации и виды облигаций на российском рынке

Критерий классификации	Предлагаемые виды облигаций
<i>Предлагаемые дополнительные критерии</i>	
Вид эмитента с учетом его резидентности	Облигации резидентов (российские заемщики). Облигации нерезидентов (иностраннне заемщики)
Количество предусматриваемых оферт	Облигации без оферты. Облигации, предусматривающие одну оферту. Облигации, предусматривающие несколько оферт
Способ установления оферт	Через равные временные интервалы. Через неравные временные интервалы
Симметричность распределения погашения во времени амортизационных облигаций	Облигации с симметричной амортизацией. Облигации с несимметричной амортизацией
Прохождение биржевого листинга	Облигации, прошедшие процедуру листинга в соответствии с котировальными листами (A1, A2, B, B). Облигации, не прошедшие процедуры листинга (с выделением внесписочных облигации без просрочки исполнения обязательств и с просрочкой их исполнения – Д-облигации)
Наличие просроченного исполнения обязательств	Без просрочки исполнения обязательств. С просрочкой исполнения обязательств
Динамика ставки купонов	Облигации с уменьшающейся ставкой купона. Облигации с возрастающей ставкой купона. Облигации с несистематически изменяющейся ставкой купона
<i>Расширение и дополнение видов облигаций в рамках существующих критериев</i>	
Цель облигационного выпуска	Комбинированные – средства, от размещения которых могут быть направлены эмитентом на различные цели
Номинальный объем облигационного выпуска	Малый (номинальный объем выпуска – менее 1 млрд руб.). Ниже среднего (от 1 до 4 млрд руб.). Среднего объема (от 4 до 7 млрд руб.). Выше среднего (от 7 до 10 млрд руб.). Большой (от 10 млрд руб. и более)

Окончание табл. 4

Критерий классификации	Предлагаемые виды облигаций
Срок до погашения (срочные)	Сверхкраткосрочные (менее 1 года). Краткосрочные (от 1 года до 3 лет). Среднесрочные (от 3 до 5 лет). Долгосрочные (от 5 до 10 лет). Сверхдолгосрочные (более 10 лет)
Степень риска, принимаемого облигационером	Низкорискованные облигации (доходность к погашению до 6% годовых). Облигации с уровнем риска ниже среднего (от 6 до 9% годовых). Облигации среднего уровня риска (9–12%). Облигации с уровнем риска выше среднего (12–15%). Высокорискованные облигации (более 15% годовых)

Авторы полагают, что необходимость расширения существующих классификационных признаков облигаций обусловлена интенсивным развитием российского рынка корпоративных облигаций в русле мировых тенденций, в том числе в связи с появлением на нем новых видов облигаций. Считается, что грамотно построенная классификация объектов исследования является надежным ключом к разрешению исследуемой проблемы.

Предложенная классификация облигаций не лишена теоретической значимости, так как дает основания к обретению более глубокого понимания сущности ценных бумаг. Практическое значение данной классификации может быть оценено непосредственно участниками долгового рынка (инвесторами, эмитентами и профессиональными посредниками) в процессе принятия финансовых решений в условиях нестабильности мировой финансовой системы.

Список литературы

1. Борисов А. Б. Большой экономический словарь. М.: Книжный мир. 2003.
2. Галанов В. А. Рынок ценных бумаг: учебник. М.: ИНФРА-М. 2007.
3. Рынок ценных бумаг: учебник / под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. М.: Финансы и статистика. 2002.
4. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: учеб. для вузов / под ред. О. И. Дегтяревой, Н. М. Коршунова, Е. Ф. Жукова. М.: ЮНИТИ-ДАНА. 2004.
5. Рынок ценных бумаг: учеб. для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям / под ред. Е. Ф. Жукова. М.: ЮНИТИ-ДАНА. 2009.
6. Семернина Ю. В. Российский рынок корпоративных облигаций: сравнительный анализ основных этапов развития // Финансы и кредит. 2011. № 35.
7. Семернина Ю. В. Анализ структуры российского рынка облигаций // Экономический анализ: теория и практика. 2012. № 5.
8. Уилсон Р. С., Фабозци Ф. Дж. Корпоративные облигации: структура и анализ: пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс. 2005.
9. Фабозци Ф. Дж. Рынок облигаций: Анализ и стратегии. М.: Альпина Бизнес Букс. 2007.
10. Якунина А. В. Финансовая стабильность: теоретический анализ // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. 2012. № 1.
11. URL: <http://www.untr.ru>.
12. URL: <http://www.troika.ru>.
13. URL: <http://www.cbonds.info/ru/rus>.
14. URL: <http://abc.vvsu.ru>.
15. URL: <http://www.micex.ru>.



Вы всегда можете приобрести последние номера и отдельные статьи всех журналов Издательского дома «Финансы и Кредит» в формате PDF на сайте электронной библиотеки dilib.ru. Также доступен электронный архив журналов с 2006 года.

 www.dilib.ru