

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие к российскому изданию.....	6
Предисловие	7
От авторов.....	8

Раздел I

Глава 1 Обзор американских корпоративных облигаций.....	11
Глава 2 Соглашения об эмиссии облигаций	35
Глава 3 Срок погашения	91
Глава 4 Выплата процентов.....	115
Глава 5 Погашение долга.....	149
Глава 6 Конвертируемые облигации	201
Глава 7 Облигации спекулятивной категории	227
Глава 8 Рейтинги корпоративного долга.....	269

Раздел II

Глава 9 Оценка облигаций и измерители доходности.....	313
Глава 10 Принципы оценки корпоративных облигаций.....	331
Глава 11 Оценка отзывных корпоративных облигаций.....	343
Глава 12 Оценка других структур корпоративных облигаций.....	367
Глава 13 Управление портфелем корпоративных облигаций.....	391
Об авторах.....	442

ПРЕДИСЛОВИЕ К РОССИЙСКОМУ ИЗДАНИЮ

Мне интересно было бы узнать, как сегодня преподают долговые инструменты в российских вузах. В то время, когда я и большинство моих коллег были студентами, предмет «ценные бумаги» читался в течение нескольких занятий и преподаватель не уделял корпоративным облигациям ни одной минуты. Корпоративных бондов не существовало в России... существовали только долги.

Мы стали заниматься долговыми инструментами в 1999 году, когда слово «облигация» пугало многих руководителей предприятий, когда было одинаково сложно найти и эмитентов, и инвесторов. Перед нами был рынок, переживший несколько дефолтов. Но, как оказалось, он не собирался заниматься самокопанием и был настроен идти вперед и весьма впечатляющими темпами.

«Кредиты были, есть и будут единственным способом получить средства... Мне нужны деньги, а вы предлагаете мне каких-то инвесторов!»

Этому владельцу компании потребовалось всего три месяца, чтобы изменить свое решение, и еще три, чтобы его бумаги раскупил рынок.

Три месяца! За это время в России появились десятки облигационных выпусков. И все они были размещены успешно и в полном объеме!

Сегодня на рынке обращаются более ста корпоративных облигаций, они распределены по эшелонам, схемы размещения стали более сложными, а инвесторы — более разборчивыми. Механизм запущен, и очевидно, что дело корпоративных бондов в России ждет дальнейшее процветание. Наверное, лет через десять мы возьмем в руки толстую книгу российского автора, которая будет называться ... хотя бы «Легенды российского рынка облигаций».

Александр Винокуров
Председатель правления Вэб-инвест Банка

[Купить книгу на сайте kniga.biz.ua >>>](http://kniga.biz.ua)

ПРЕДИСЛОВИЕ

Рынок корпоративных облигаций всегда развивался за счет андеррайтеров и эмитентов, пытающихся использовать новые идеи и усовершенствовать старые концепции. Особенно справедливо это для 1980-х годов, когда происходила глобализация инвестиционных финансов, эволюция рынка бросовых облигаций и развитие рынка «своп». На новом рынке корпоративных облигаций широко представлены эмитенты и инвесторы, которые 15 лет назад едва знали о том, что такое облигации. Мы стали свидетелями распространения новых долговых инструментов и значительного увеличения волатильности цен. Количественные параметры ценных бумаг с фиксированным доходом никогда еще не были настолько важны.

Книга «Корпоративные облигации: структура и анализ» предназначена для того, чтобы помогать инвесторам всех уровней лучше понимать все более сложный мир корпоративных облигаций. Рассматривая фундаментальные параметры корпоративных облигаций с качественной и количественной сторон, эта книга описывает также значительные изменения, происшедшие в этой области. Более глубокое знание данных финансовых инструментов улучшит в длительной перспективе результаты любого участника рынка, будь он трейдером, инвестором или аналитиком.

*Ричард С. Уилсон
Фрэнк Дж. Фабоцци*

ОТ АВТОРОВ

Ричард С. Уилсон выражает благодарность многим друзьям и коллегам, которые сделали возможным появление этой книги своей поддержкой, предложениями и помощью. Среди них (список неполный): Юнис Райх-Берман из J. P. Morgan Securities, Inc.; Лоретта Нихаус из Bankers Trust Company; Юджини Ферри из Fitch Information Services, Inc.; Гэйл Мартин из Fitch Investors Service, L. P.; и консультант из Merrill Lynch Capital Markets Пол Бруэл. Конечно же, усилия автора поощряли жена Барбара, дочери Дженнифер и Кристина и зять Брюс Риклик.

Фрэнк Дж. Фабозци хочет поблагодарить Эндрю Калотея, Мартина Циглера и Джорджа Уильямса из Andrew Kalotay Associates за их помощь в подготовке иллюстраций в главах 11 и 12. Кроме того, очень плодотворными были беседы со следующими людьми: Рави Даттатрея из Sumitomo Bank Capital Markets; Крисом Дайлинадом из PIMCO; Стивенем Эссером из Miller, Anderson & Sherrerd; Гиффордом Фонгом из Gifford Fong Associates; Джозефом Гуаглардо младшим из Gifford Fong Associates; Фрэнком Джоунсом из Guardian Life; Робертом Копрашем из Alliance Capital; Харшем Кумаром из Goldman Sachs; Джеком Молви из Lehman Brothers; Майком Марцем из First Southwest Company; Шармин Моссавад-Рахмани из Goldman Sachs Asset Management; Скоттом Пинкусом из Goldman Sachs; Фрэнком Рамиресом из Structured Capital Management; Чаком Рэмси из Structured Capital Management; и Скоттом Ричардом из Miller, Anderson & Sherrerd.

РАЗДЕЛ I

Глава 1

ОБЗОР АМЕРИКАНСКИХ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Данная глава знакомит читателя с неконвертируемыми публично выпускаемыми корпоративными облигациями. В ней рассказывается о размере рынка, праве собственности на ценные бумаги, объеме новых выпусков и торговле. Общие термины и характеристики контрактов о выпуске облигационных займов описываются в главе 2. Вопросы, касающиеся сроков погашения облигаций, характеристик процентных ставок и положений о досрочном погашении облигаций описываются в главах 3, 4 и 5 соответственно. В главе 6 рассматриваются конвертируемые облигации, в главе 7 — выпуски облигаций спекулятивной категории, а в главе 8 — рейтинговые агентства. В данной книге мы используем термин облигация в общем значении, для любых долговых корпоративных инструментов; в тех случаях, когда это необходимо, мы используем более конкретную терминологию, например векселя (*notes*) или долговые обязательства (*debentures*).

ЧТО ТАКОЕ КОРПОРАТИВНАЯ ОБЛИГАЦИЯ?

Термин *корпоративная облигация* (*corporate bond*) раньше определяли, как обязательство уплатить указанную сумму денег при наступлении указанной даты в будущем, наряду с периодической выплатой процента. Однако за последние два десятилетия этот инструмент претерпел столь много

[Купить книгу на сайте kniga.biz.ua >>>](http://kniga.biz.ua)

изменений, что «простой» выпуск облигаций некоторые считают чуть ли не анахронизмом. В 1980-е годы получили широкое распространение облигации с различными сложными для понимания инвесторов «наворотами», которые продавцу зачастую было трудно продать, а трейдеру оценить¹. Во многих случаях процентная ставка изменяется еженедельно; дата погашения не всегда определена жестко, эмитенты могут выкупать свои облигации до наступления срока, а владельцы могут требовать предварительного платежа; причем номинальная сумма, или основной долг, подлежащий выплате в дату погашения, также может изменяться. Тем не менее облигация — это просто долговой инструмент, в котором указывается обязательство эмитента удовлетворить требование владельца; по существу это долговая расписка, хотя и более сложная, чем простые долговые обязательства.

Сложные выпуски облигаций могут создавать проблемы для корпораций, если Служба внутренних доходов США (Internal Revenue Service, IRS) решит, что они обладают характеристиками скорее акций, чем облигаций. Если ценная бумага классифицируется как долговой инструмент, т. е. облигация, тогда эмитент при определении налогооблагаемого дохода может осуществлять налоговые вычеты в размере процентных платежей. Если ценная бумага рассматривается как акция, то возможность уменьшения налогов может быть утрачена, а выплата процентов будет рассматриваться как дивиденд. Различие между облигациями и акциями для целей налогообложения доходов было сформулировано министерством финансов США, однако ни одна характеристика в вопросе определения, чем является инструмент — облигацией или акцией, не является безусловно определяющей. Напротив, рассматриваются все характеристики, и если принимается решение, что «она выглядит как утка, крикает как утка и ходит как утка», то это «утка» (по крайней мере, в той степени, в которой это касается налогов)².

Если корпоративная ценная бумага дает владельцу право получать долю прибыли предприятия и одновременно разделять его риски, тогда эта ценная

¹ «Hybrids that Buoy Eurobonds», *Business Week* (August 3, 1982), p. 78. Эта интересная статья, хотя написана она об облигациях, продающихся в Европе, имеет отношение и к долговым инструментам, продаваемым на американском рынке. Указывая на такие «навороченные» облигации, один инвестиционный банкир сказал: «Это признак отчаяния. Все эти идиотские приемы имеют своей целью заставить инвесторов взять на себя долгосрочные обязательства, когда на самом деле они не хотят этого делать. Это сумасшествие, вызванное инфляцией». Другой отметил: «Мы стараемся создавать сложные облигации для того, чтобы получить деньги, потому что большинство корпораций не хотят выплачивать сегодняшние [высокие] процентные ставки. Сложные облигации помогают; они являются попыткой привлечь внимание инвесторов». Наконец, еще один утверждает: «Если «простую ваниль» продать нельзя, приходится делать «конфетку». В последующих главах представлена дополнительная информация о сложных облигациях.

² William T. Plumb, Jr., «The Federal Income Tax Significance of Corporate Debt: A Critical Analysis and a Proposal», *Tax Law Review*, Volume 26: 1971. В этой пространной статье подробно описываются различия между акциями и облигациями.

бумага может рассматриваться как акция. Облигация, как правило, не дает права на получение доли прибыли предприятия, но и владельцы ее не несут рисков, характерных для акций. Выплата процентов является обязательной; проценты должны выплачиваться вне зависимости от наличия прибыли или убытков. Однако могут быть случаи, когда грань между облигациями и акциями становится размытой. При решении вопроса, чем является инструмент — облигацией или акцией, рассматриваются следующие факторы:

- обещание выплатить определенную сумму денег по требованию или при наступлении определенной или определяемой даты в обмен на вознаграждение по определенной процентной ставке;
- источник и достаточность процентных платежей и возможность для эмитента осуществлять процентные платежи;
- уровень заемного капитала компании (или «тонкая» капитализация);
- конвертация в акции компании;
- отношение между долей собственного капитала компании и ее облигациями;
- намерения сторон, участвующих в соглашении о финансировании, и параметры соглашения;
- участие, если таковое имеется, в управлении предприятием;
- голосующие права, предоставляемые инвестору;
- дата погашения или ее отсутствие, время погашения и положения, регулирующие погашение опционов эмитента или опционов держателя;
- место ценных бумаг в капитализации компании в сравнении с другими кредиторами, и
- урегулирование в случае дефолта.

В 1986 году Fox Television Stations, Inc. выпустила привилегированные акции в обмен на облигации и векселя Metromedia Broadcasting Corporation. Поскольку юристы компании Fox не смогли высказать определенное мнение по поводу того, следует ли эти акции рассматривать с позиций налогообложения как акционерный капитал или как заемный капитал, компания решила провести эти акции как заемный капитал и вычесть дивидендные платежи как проценты. Владельцы корпорации, придерживающиеся точки зрения, что эти платежи являются дивидендами, получали бы право на льготу в связи с полученными дивидендами. Существуют также другие последствия для эмитента и инвестора в зависимости от того, как рассматриваются эти ценные бумаги налоговыми органами³. Часть акций Fox была погашена в 1987 году. Говоря об этом погашении, представитель компании

³ Prospectus of Fox Television Stations, Inc., Increasing Rate Exchangeable Guaranteed Preferred Stock, February 27, 1986. В проспекте говорится:

Инструмент, называемый эмитентом «привилегированная акция», не обязательно может характеризоваться как привилегированная акция для целей федерального налогообложения доходов. Вопрос такой классификации рассматривался неоднократно

использовал при описании этих ценных бумаг термин «облигации», а не «акции».

Права и обязанности эмитента (заемщика) излагаются в соглашении о ссуде, известном также как *соглашение об эмиссии облигаций (indenture)*. Соглашение об эмиссии облигаций может быть простым и прямолинейным, однако в большинстве случаев оно является сложным и занимает много страниц — ведь, в конце концов, это юридический контракт между двумя

и многими органами власти, и ни один из тестов или факторов не был признан главным. Напротив, определение инструмента как облигации или акции зависит от изучения всех условий и постановлений, связанных с выпуском этого инструмента, и всех фактов и обстоятельств, окружающих этот выпуск. Некоторые из условий, характерных для долговых инструментов, включают определенно установленную дату погашения, обязательство выплачивать фиксированные суммы процентов по определенным датам вне зависимости от уровня доходов и право выступать вместе с кредиторами и раньше владельцев акций в случае банкротства эмитента. Некоторые из условий, указывающих на то, что инструмент является акцией, включают: владение инструментом со стороны акционеров пропорционально их доле в акционерном капитале, отсутствие фиксированной даты погашения, неадекватная или «тонкая» капитализация эмитента (например, большая доля долгового капитала по отношению к собственному) и право только на получение доли корпоративной прибыли, что делает такие выплаты зависимыми от успеха предприятия.

В случае привилегированных акций Fox Television гарантия со стороны News America и News Corporation выплаты дивидендов, а также процентов на накопленные и невыплаченные дивиденды, цена погашения, порядок предпочтения при ликвидации и обязательство обратного выкупа при исполнении прав, способность Fox Television выкупать привилегированные акции Fox Television немедленно после выпуска, положение об ускорении, дающее владельцу право осуществлять принудительное погашение привилегированных акций Fox Television в случае, если определенные дивиденды не выплачиваются в должное время, и фиксированная дата погашения поддерживают классификацию привилегированных акций Fox Television как облигаций. То, что привилегированные акции Fox Television получили название «привилегированные акции» и что дивиденды выплачиваются только тогда и если об этом принимает решение совет директоров и из средств, законным образом имеющихся для выплат дивидендов, поддерживает классификацию таких акций как привилегированных акций. Таким образом, хотя классификация привилегированных акций Fox Television и является неопределенной, исходя из анализа всех фактов и обстоятельств, Fox Television имеет намерение для целей федерального налогообложения дохода обращаться с привилегированными акциями Fox Television, как с долговыми ценными бумагами. Владельцы долговых ценных бумаг должны понимать однако, что Служба [IRS], по всей вероятности, оспорит эту позицию и может добиться успеха. Хотя, как отмечалось выше, судебные прецеденты в области облигаций и акций неясны и непоследовательны, существует немалая доля прецедентов в поддержку классификации инструмента, имеющего характеристики привилегированных акций Fox Television, как акций. Более того, при условии, что владельцы долговых ценных бумаг предпочитают не обменивать такие ценные бумаги [Metromedia] на деньги и /или привилегированные акции Fox Television, аргументы в пользу того, что привилегированные акции Fox Television являются акциями, могут быть усилены. Тот факт, что такие непогашенные долговые бумаги, вероятно, составляют долг Fox Television, для целей федерального налогообложения доходов может позволить Службе утверждать, что Fox Television имеет тонкую капитализацию, увеличивая тем самым вероятность восприятия привилегированных акций Fox Television как акций.

сторонами: должником и доверительным собственником. Облигация, или свидетельство о долговом обязательстве, чаще всего печатается на отдельном листе бумаги, где обобщаются наиболее важные разделы соглашения о ссуде. Технически этот сертификат является соглашением между эмитентом и кредитором.

Термин *облигация (bond)* означает долговой инструмент, который, как правило, гарантируется обеспечением, таким как земля и строения или финансовые активы. Соглашение об эмиссии обеспеченного долга содержит раздел, описывающий залог или ценности, внесенные в качестве обеспечения. *Долговым обязательством (debenture)* называется необеспеченная ссуда, где в соглашении также указываются права и обязанности заемщика. В прошлом *вексель (note)* характеризовался как менее формальное обязательство, чем долговое обязательство или облигация. В документе *Commentaries on Indentures*⁴ говорится следующее:

«Не существует принципиального или исторически установленного различия между долговыми обязательствами и векселями. Однако возникло ясное и полезное различие в их современном использовании. В соответствии с этой практикой в области долгосрочных долговых ценных бумаг ценную бумагу правильно называть векселем, когда она выпускается не по соглашению об эмиссии облигаций и в случае если не существует спонсора соглашения об эмиссии. Она может выпускаться, и обычно выпускается, для одного или небольшого числа покупателей в соответствии с соглашением о покупке или ссуде, которое в дополнение к положениям, касающимся условий покупки, включает многие контрактные права, присущие соглашению об эмиссии облигаций. В сегодняшней терминологии ценная бумага называется «долговым обязательством», когда она выпускается в соответствии с соглашением об эмиссии облигаций и имеется спонсор соглашения об эмиссии».

Таким образом, популярные *среднесрочные векселя (medium-term notes)*, или *ноты*, по сути являются *среднесрочными долговыми обязательствами (medium-term debentures)*, ибо большинство из них выпускается в соответствии с соглашениями об эмиссии облигаций⁵. Сегодня, однако, значение

⁴ American Bar Foundation Corporate Debt Financing Project. *Commentaries on Model Debenture Indenture Provisions 1965, Model Debenture Indenture Provisions All Registered Issues 1967 and Certain Negotiable Provisions Which may be Included in a Particular Incorporating Indenture*. Chicago, Illinois: American Bar Foundation, 1971. Эта работа в дальнейшем называется *Commentaries* или *Commentaries on Indentures*.

⁵ Среднесрочные векселя (ноты) более полно описываются в главе 3. Обычно они выпускаются со сроками погашения от 9 месяцев до 15 лет. Они могут предлагаться к продаже постоянно на условиях «наилучших усилий» (best efforts basis) или в определенное время, когда требуются средства некоторым крупным инвестиционным банковским фирмам, действующим как агенты эмитентов.

термина *вексель* несколько иное. Для многих вексель связан скорее со сроком первоначального погашения долговой ценной бумаги, чем с формальным характером документации; отсюда векселями (нотами) называются бумаги с краткосрочным и среднесрочным погашением, в то время как облигации и долговые обязательства являются долгосрочными выпусками. Однако могут быть также краткосрочные облигации и долгосрочные векселя. Хотя мы не согласны с такой терминологией при описании первоначального периода времени до погашения корпоративных облигаций, понятно, почему она была принята многими — это результат влияния рынка ценных бумаг Казначейства США: *государственные облигации* (*government bonds*) являются долгосрочными необеспеченными обязательствами с первоначальным сроком погашения более 10 лет, в то время как векселя (ноты) имеют сроки погашения от одного до десяти лет.

Физические облигации (*physical bond*) были в прошлом внешне весьма привлекательными бумагами, причем некоторые сертификаты имели солидные размеры. На них печатались или к ним прикреплялись процентные купоны, которые владельцы отделяли и представляли для получения денег через обычные банковские каналы. Однако в эпоху зарегистрированных облигаций они стали более единообразными — как правило, размером со стандартный лист бумаги или сертификат акции. Процентные платежи осуществляются чеком на адрес зарегистрированного держателя, ибо никаких купонов больше нет. Форма облигации описывается в соглашении об эмиссии. На лицевой стороне сертификата помещается название компании и другие условия, такие как дата погашения, процентная ставка, номер сертификата и основная сумма. Там имеется также печать корпорации и подпись или подписи соответствующих служащих корпорации, а также доверенного лица, подтверждающего аутентичность сертификата. Самое важное, здесь помещается имя зарегистрированного владельца. На оборотной стороне сертификата находится резюме наиболее важных положений соглашения об эмиссии облигаций, включая положения об отзыве и погашении, отпечатанная доверенность на облигации или форма передачи полномочий и некоторые другие формы, если в них есть необходимость. Для того чтобы уменьшить риск подделки, Нью-Йоркская фондовая биржа установила некоторые минимальные стандарты для сертификатов котируемых на ней ценных бумаг. Эти стандарты включают требование, чтобы определенные участки лицевой стороны облигаций имели гравированные и переплетающиеся узоры.

РАЗМЕР РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

В соответствии с отчетами о движении средств, публикуемыми советом управляющих Федеральной резервной системы, в конце 1993 года суммарный корпоративный долг в Соединенных Штатах составлял приблизительно

2,2 триллиона долларов, включая проданные здесь иностранные облигации на сумму 207 миллиардов долларов (см. таблицу 1). Эти иностранные облигации, сходные по форме с облигациями американских корпораций, выпускаются такими международными организациями, как, например, Международный банк реконструкции и развития, а также иностранными государствами, их учреждениями и политическими подразделениями и зарубежными корпорациями.

Таблица 1. Находящиеся в обращении корпоративные облигации, классифицированные по типу эмитента, 1978–1993 (млрд. долларов)

Год	Всего	Нефинансовые корпорации	Иностранные компании	Коммерческие банки	Сберегательные учреждения	Финансовые компании	Ипотечные инвестиционные трасты	Ценные бумаги, обеспеченные активами
1993	2180,2	1225,7	5207,4	133,2	4,0	199,9	4,4	405,8
1992	1979,5	1154,2	146,9	127,6	5,5	195,3	3,4	346,3
1991	1823,1	1086,9	129,5	113,2	8,6	191,3	3,0	290,7
1990	1673,5	1008,2	115,4	108,9	12,7	178,2	3,1	246,9
1989	1564,3	961,1	94,1	113,7	18,3	162,7	2,9	211,5
1988	1418,9	887,2	89,2	109,1	21,7	147,0	2,5	162,2
1987	1259,9	784,1	82,3	104,0	19,8	141,2	2,3	126,2
1986	1097,4	705,4	74,9	90,5	15,4	131,6	1,5	78,1
1985	878,0	578,2	71,8	74,4	10,5	105,3	0,9	36,9
1984	737,6	495,1	68,0	55,5	5,9	90,5	0,8	21,9
1983	641,8	447,0	64,2	42,0	4,0	81,0	0,7	3,0
1982	595,8	421,0	61,1	32,4	3,7	77,0	0,7	0,0
1981	543,7	390,3	54,5	26,1	3,2	68,9	0,7	0,0
1980	508,4	365,6	49,0	23,2	3,7	65,5	1,4	0,0
1979	472,1	337,9	47,8	21,9	3,4	59,6	1,6	0,0
1978	447,6	320,6	44,1	22,1	2,0	57,2	1,6	0,0

Источник: Flow of Funds Accounts, Flows and Outstandings, Z.1, March 9, 1994, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.

За пятнадцать лет, прошедших с конца 1978 года, общий долг корпоративных организаций увеличился на 1,7 триллиона долларов или, в пересчете на среднегодовой сложный темп, рос со скоростью 11,1%. На облигации нефинансовых корпораций (состоящих из предприятий коммунального обслуживания, промышленных компаний и компаний сферы услуг) в 1978 году приходилось почти 72% общей суммы; теперь их доля упала до 56% (см. таблицу 2). Доля облигаций коммерческих банков выросла с темпом 12,7% с 22,1 миллиарда долларов в 1978 году до 133 миллиардов долларов в 1993 году. Самым быстрорастущим сектором и второй по величине категорией являются ценные бумаги, обеспеченные активами, на которые приходится примерно 18,6% общей суммы. С незначительной величины в 3 миллиарда долларов в конце 1983 года категория облигаций, обеспеченных активами,

Таблица 2. Находящиеся в обращении корпоративные облигации с разбивкой по типу эмитента, 1978–1993 (%)

Год	Нефинансовые корпорации	Иностранные компании	Коммерческие банки	Сберегательные учреждения	Финансовые компании	Ипотечные инвестиционные трасты	Ценные бумаги, обеспеченные активами
1993	56,22	9,51	6,11	0,18	9,17	0,20	18,61
1992	58,32	7,42	6,45	0,28	9,87	0,17	17,49
1991	59,62	7,10	6,21	0,47	10,49	0,16	15,95
1990	60,24	6,90	6,51	0,76	10,65	0,19	14,75
1989	61,44	6,02	7,27	1,17	10,40	0,19	13,52
1988	62,53	6,29	7,69	1,53	10,36	0,18	11,43
1987	62,24	6,53	8,25	1,57	11,21	0,18	10,02
1986	64,28	6,83	8,25	1,40	11,99	0,14	7,12
1985	65,85	8,18	8,47	1,20	11,99	0,10	4,20
1984	67,12	9,22	7,52	0,80	12,27	0,11	2,97
1983	69,65	10,00	6,54	0,62	12,62	0,11	0,47
1982	70,66	10,26	5,44	0,62	12,92	0,12	0,00
1981	71,79	10,02	4,80	0,59	12,67	0,13	0,00
1980	71,91	9,64	4,56	0,73	12,88	0,28	0,00
1979	71,57	10,12	4,64	0,72	12,62	0,34	0,00
1978	71,63	9,85	4,94	0,45	12,78	0,36	0,00

Источник: Flow of Funds Accounts, Flows and Outstandings, Z.1, March 9, 1994, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.

выросла со среднегодовым сложным темпом в 63,3% до 406 миллиардов долларов в 1993 году. Облигации этого типа включают переоформление в ценные бумаги финансовых активов, главным образом закладных, но также и автомобильных ссуд, кредитных карт и других видов дебиторской задолженности, а также прав аренды, причем это лишь немногие категории. Большая часть этих активов не имеет отношения к привлечению корпоративного капитала через прямой выпуск облигаций, а является продажей финансовых активов трастам и другим специализированным организациям, не подверженным риску банкротства, которые оказывают услуги по предоставлению заемного капитала за счет денежных потоков базовых активов ценных бумаг.

Держатели корпоративного долга

Отрасль страхования жизни является в Америке самым большим, причем с большим отрывом, держателем корпоративных облигаций, имея по состоянию на конец 1993 года чуть более 33% от их общего количества, или примерно на сумму 724 миллиарда долларов (таблицы 3 и 4). На втором месте находятся частные пенсионные фонды, имеющие облигаций почти на 298 миллиардов долларов, или 13,7%. За ними вплотную идут иностранные держатели, владеющие 12,6% общей суммы корпоративных облигаций, находящихся в обращении (273 миллиарда долларов). С конца 1978 года, когда в собственности иностранцев находилось облигаций лишь на 25 миллиардов долларов, доля иностранной собственности росла со сложным годовым темпом чуть выше 17%. Другим быстрорастущим сектором является категория взаимных и закрытых фондов. Стоимость облигаций, принадлежащих им, по состоянию на конец 1993 года (201 миллиард долларов) в 23 раза превышала уровень в 8,7 миллиарда долларов по состоянию на конец 1978 года, что дает среднегодовой сложный темп роста более 23%. В последнее десятилетие возрастающий интерес ко всем типам облигаций — корпоративным, муниципальным и государственным — проявлялся со стороны инвестиционных компаний по мере того, как частные инвесторы открывали для себя некоторые из преимуществ диверсифицированных инвестиционных портфелей, находящихся под профессиональным управлением. Им стало ясно, что облигации — это не просто инвестиции типа «покупай и держи»; портфели облигаций нуждаются в управлении так же, как инвестиции в акции компаний.

За прошедшие годы все сектора увеличили абсолютные суммы принадлежащих им корпоративных облигаций. Однако в некоторых случаях относительная важность корпоративных бумаг уменьшилась. Примером этого может служить сектор домохозяйств, который в конце 1978 года имел облигаций на 53 миллиарда долларов (или 11,9% находящихся в обращении). В 1985 году эта сумма упала до 15,5 миллиардов долларов, составив менее 1,8% всего рынка. Затем стоимость облигаций, находящихся в собственности домохозяйств, увеличилась до 80 миллиардов долларов, или 3,7%, по состоянию на конец 1993 года. Даже на протяжении более дли-

Таблица 3. Держатели корпоративных облигаций, находящихся в обращении, 1978–1993 (млрд долларов)

Год	Всего	Домохозяйства	Иностранцы	Коммерческие банки	Сберегательные учреждения	Компании страхования жизни	Другие страховые компании	Частные пенсионные фонды	Государственные пенсионные фонды	Взаимные и закрытые фонды	Брокеры, дилеры и банковские персональные трасты
1993	2180,2	79,9	273,3	99,8	2,4	723,9	99,1	298,0	196,5	201,4	115,5
1992	1979,5	115,6	251,9	95,9	80,0	653,9	97,9	280,9	180,7	134,9	87,7
1991	1823,1	117,8	233,4	96,3	72,7	595,1	97,2	275,7	150,3	113,2	71,5
1990	1673,5	94,9	217,2	88,7	75,6	566,9	89,2	235,5	147,1	102,2	56,2
1989	1564,3	52,0	211,9	84,1	91,0	511,0	79,3	226,1	158,4	90,4	60,1
1988	1418,9	35,7	199,3	89,0	105,3	457,5	65,7	203,9	125,7	83,8	52,9
1987	1259,9	67,2	185,4	78,1	88,2	388,3	55,5	190,1	103,0	60,3	43,7
1986	1097,4	45,6	166,6	53,3	64,1	321,4	48,0	178,3	124,7	50,8	44,5
1985	878,0	15,5	126,4	31,1	56,8	280,6	33,9	155,1	117,4	22,6	38,5
1984	737,6	25,9	90,5	21,9	53,7	242,8	25,7	123,4	107,7	18,7	27,3
1983	641,8	27,8	74,9	16,2	42,4	219,1	21,6	107,9	95,0	15,6	21,3
1982	595,8	27,1	68,0	11,1	30,7	202,3	25,8	95,2	102,6	13,0	19,7
1981	543,7	36,6	47,9	10,7	24,0	186,1	26,3	83,3	100,8	12,4	15,6
1980	508,4	35,2	36,9	10,8	27,3	178,8	23,6	77,7	92,2	10,9	14,9
1979	472,1	48,6	27,7	9,7	21,4	170,1	23,6	63,7	83,0	9,6	14,9
1978	447,6	53,2	24,7	8,9	23,2	158,5	21,6	53,0	80,0	8,7	15,9

Источник: Flow of Funds Accounts, Flows and Outstandings, Z.1, March 9, 1994, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.

Таблица 4. Держатели корпоративных облигаций, находящихся в обращении, 1978—1993 (%)

Год	Домохозяйства	Иностранцы	Коммерческие банки	Сберегательные учреждения	Компании страхования жизни	Другие страховые компании	Частные пенсионные фонды	Государственные пенсионные фонды	Взаимные и закрытые фонды	Брокеры, дилеры и банковские персональные трасты
1993	3,66	12,55	4,58	4,24	33,20	4,55	13,67	9,01	9,24	5,29
1992	5,84	12,73	4,84	4,04	33,03	4,95	14,19	9,13	6,81	4,43
1991	6,46	12,80	5,28	3,99	32,64	5,33	15,12	8,24	6,21	3,92
1990	5,67	12,98	5,30	4,52	33,88	5,33	14,07	8,79	6,11	3,36
1989	3,32	13,55	5,38	5,82	32,67	5,07	14,45	10,13	5,78	3,84
1988	2,52	14,05	6,27	7,42	32,24	4,63	14,37	8,86	5,91	3,73
1987	5,33	14,72	6,20	7,00	30,82	4,41	15,09	8,18	4,79	3,47
1986	4,16	15,18	4,86	5,84	29,29	4,37	16,25	11,36	4,63	4,06
1985	1,77	14,40	3,54	6,47	31,96	3,86	17,67	13,37	2,57	4,38
1984	3,51	12,27	2,97	7,28	32,92	3,48	16,73	14,60	2,54	3,70
1983	4,33	11,67	2,52	6,61	34,14	3,37	16,81	14,80	2,43	3,32
1982	4,55	11,41	1,86	5,15	33,95	4,33	15,98	17,22	2,18	3,31
1981	6,73	8,81	1,97	4,41	34,23	4,84	15,32	18,54	2,28	2,87
1980	6,92	7,26	2,12	5,37	35,17	4,64	15,28	18,14	2,14	2,93
1979	10,29	5,87	2,05	4,53	36,03	5,00	13,49	17,58	2,03	3,16
1978	11,89	5,52	1,99	5,18	35,41	4,83	11,84	17,87	1,94	3,55

Источник: Flow of Funds Accounts, Flows and Outstandings, Z.1, March 9, 1994, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.

тельного периода сектор домохозяйств демонстрировал большую волатильность годовых показателей, чем другие сектора.

Государственные пенсионные фонды являются другим сектором, где корпоративные облигации со временем становятся относительно менее важными. Это снижение может отчасти объясняться либерализацией инвестиционной политики многих пенсионных фондов, позволяющей им держать более диверсифицированные портфели. Инвестиционные управляющие размещают большую долю активов в акциях компаний и в недвижимости, и происходит это за счет корпоративных облигаций. В 1978 году корпоративные облигации, находившиеся в их владении, составляли 80 миллиардов долларов, или почти 17,9% общей суммы облигаций, находившихся в обращении; по последним данным, облигации на 197 миллиардов долларов, находящиеся в их портфелях, составляют лишь 9% общей суммы. Иными словами, корпоративные облигации составляли 52,6% пенсионных планов служащих штатных и местных органов власти в 1978 году и лишь

Таблица 5. Публичное финансирование на налогооблагаемом рынке США по эмитентам, 1973–1993 (номинальная стоимость в млрд долларов)

Год	Всего	Предприятия коммунального обслуживания	Промышленные и транспортные компании	Финансовые компании	Международные компании
1993	254,75	58,81	103,24	63,46	29,24
1992	214,01	42,63	101,13	51,07	19,18
1991	151,27	16,30	81,68	42,93	10,36
1990	88,10	10,74	40,76	27,47	9,13
1989	109,64	11,92	56,78	34,74	6,20
1988	98,87	10,80	47,58	36,57	3,92
1987	104,63	17,63	43,65	38,27	5,09
1986	142,56	34,95	64,11	38,48	5,02
1985	80,12	11,13	33,59	29,46	5,95
1984	48,89	6,66	20,76	18,48	3,00
1983	35,70	8,84	10,29	12,69	3,89
1982	44,17	9,56	15,34	13,59	5,68
1981	40,66	11,89	14,05	9,15	5,58
1980	36,70	13,39	13,70	7,34	2,27
1979	24,94	9,02	7,11	5,44	3,39
1978	20,80	7,76	4,02	4,77	4,25
1977	25,93	8,23	5,35	7,24	5,11
1976	30,17	8,27	8,91	6,70	6,30
1975	34,92	11,29	15,07	3,46	5,11
1974	26,66	11,79	8,77	4,45	1,65
1973	13,32	8,36	1,76	2,48	0,73

Источник: рассчитано на основе базы данных авторов и различных номеров *Moody's Bond Survey*.

18,5% в 1993 году. В то же время доля акций увеличилась с 33 миллиардов долларов до 507 миллиардов долларов, повысившись с 21,9% до 47,6% от общей суммы финансовых активов пенсионных планов.

Объем новых выпусков корпоративных облигаций

Объем новых выпусков корпоративных облигаций находится под влиянием многих факторов, включая уровень и тенденцию развития экономики и направление движения процентных ставок. Конечно, если руководство корпорации предвидит снижение экономической активности, оно будет проявлять большую осторожность при осуществлении заимствований для целей расширения. Высокие процентные ставки также не вызывают у финансовых руководителей оптимизма и желания привлекать средства. Трудно разделить эти два фактора, поскольку высокие процентные ставки приводят к замедлению экономической активности.

Таблица 6. Доля различных эмитентов в публичном финансировании на налогооблагаемом рынке США, 1973–1993 (%)

Год	Публичные компании коммунального обслуживания	Промышленные и транспортные компании	Финансовые учреждения	Международные компании
1993	23,09	40,53	24,91	11,47
1992	19,92	47,25	23,86	8,96
1991	10,78	54,00	28,38	6,85
1990	12,19	46,27	31,18	10,36
1989	10,87	51,79	31,69	5,65
1988	10,93	48,13	36,98	3,96
1987	16,85	41,72	36,58	4,86
1986	24,51	44,97	26,99	3,52
1985	13,89	41,92	36,76	7,42
1984	13,61	42,46	37,80	6,14
1983	24,75	28,82	35,54	10,90
1982	21,63	34,74	30,77	12,86
1981	29,23	34,55	22,51	13,71
1980	36,50	37,34	19,99	6,17
1979	36,15	28,49	21,80	13,57
1978	37,30	19,33	22,93	20,43
1977	31,75	20,61	27,93	19,70
1976	27,42	29,52	22,19	20,87
1975	32,32	43,15	9,90	14,63
1974	44,22	32,90	16,69	6,19
1973	62,75	13,20	18,61	5,44

Источник: рассчитано на основе базы данных авторов и различных номеров *Moody's Bond Survey*.

Две последние волны выпуска новых корпоративных облигаций (1984–1986 и 1991–1993 годы) сопровождалась снижением процентных ставок. Когда процентные ставки упали в 1984–1986 годах, корпорации выпустили на рынок огромное количество неконвертируемых облигаций через предложения андеррайтеров. В 1986 году была выпущена рекордная сумма новых корпоративных выпусков в 142,6 миллиарда долларов, что в четыре раза превышает их объем тремя годами ранее. В течение следующих трех лет, когда процентные ставки стали расти, выпуск новых облигаций замедлился, хотя общая сумма выпусков была больше, чем в любой год до 1986. Период 1991–1993 годов характеризовался взлетом объема до новых максимальных уровней, которые всего несколько лет назад показались бы участникам рынка невероятными. В 1993 году на рынок налогооблагаемых облигаций вышло корпоративных бумаг более чем на *четверть триллиона долларов*. На этот раз процентные ставки упали до уровней, невиданных на протяжении двух десятилетий. Снижение процентных ставок активизировало деятельность по рефинансированию, поскольку компании спешили заменить старый высокопроцентный долг новыми, более дешевыми бумагами. Кроме того, воцарился трехлетний «бычий» рынок акций, до некоторой степени сдерживавший, вероятно, деятельность по рефинансированию. Рост цен на акции позволял компаниям привлекать большие суммы акционерного капитала, используя часть вырученных средств на погашение долга. Это было замечательное время для корпораций, когда можно было улучшить свои финансовые показатели и снизить издержки. Таблицы 5, 6 и 7 показывают суммы публичных предложений за период 1973–1993 годов. Исключены неподписные предложения, такие как продававшиеся на условиях «наилучших усилий» среднесрочные ноты, облигации, выпущенные в обмен на акции или другие облигации, и структурированные сделки (например финансирование на основе активов), которые представляют собой продажу активов и основываются на природе активов и структуре предложений, а не на кредите эмитента.

Состав рынка новых выпусков по типу эмитентов значительно изменился после 1973 года, когда на публичные компании коммунального обслуживания приходилось почти 63% общей суммы. Теперь крупнейшими эмитентами являются промышленные и транспортные компании, имевшие 40% общего объема выпуска в 1993 году (и более 50% в 1989 и 1991 годах). Также возросла роль финансовых учреждений, владевших в 1993 году примерно четвертью рынка. Но важность этого сектора уменьшилась по сравнению с серединой 1980-х годов. Международные выпуски, продаваемые в США, так называемые «облигации янки» (*Yankee bonds*), в последние годы идут нарасхват, ибо инвесторы стараются увеличить доходность, которую они не всегда могут найти у местных эмитентов. Страны и учреждения, которые всего несколько лет назад считали, что выйти на американский рынок невозможно, в начале 1990-х годов оказались в значительно более благоприятных условиях. Снижение напряженности между Востоком и За-

Таблица 7. Публичное финансирование на налогооблагаемом облигационном рынке США по рейтингу Moody's, 1973–1993 (номинальная стоимость в млрд долларов)

Год	Всего	Aaa	% от общей суммы	Aa	% от общей суммы	A	% от общей суммы	Baa	% от общей суммы	Ba и ниже	% от общей суммы
1993	254,75	11,14	4,35	36,72	14,42	89,47	35,13	55,84	21,93	61,54	24,17
1992	214,01	19,18	8,96	29,27	13,68	71,87	33,58	51,05	23,85	42,64	19,92
1991	151,27	11,77	7,78	31,75	20,99	64,31	42,51	25,07	16,57	18,37	12,14
1990	88,10	8,31	9,43	24,34	27,63	34,98	39,70	17,72	20,11	2,75	3,12
1989	109,64	10,13	9,24	18,17	16,57	33,31	30,38	15,78	14,39	32,25	29,41
1988	98,87	11,76	11,89	13,50	13,66	32,49	32,87	14,64	14,81	26,48	26,78
1987	104,63	10,59	10,12	21,86	20,89	30,52	29,17	16,48	15,75	25,19	24,08
1986	142,56	12,25	8,59	37,94	26,62	40,16	28,17	21,87	15,34	30,34	21,28
1985	80,12	9,02	11,25	16,54	20,64	27,95	34,89	9,77	12,20	16,84	21,02
1984	48,89	2,35	4,81	13,73	28,08	15,12	30,92	4,15	8,48	13,55	27,71
1983	35,70	3,92	10,98	11,11	31,12	9,03	25,30	5,13	14,36	6,51	18,24
1982	44,17	6,07	13,75	14,66	33,19	15,34	34,73	4,27	9,68	3,82	8,66
1981	40,66	11,84	29,11	9,98	24,55	12,66	31,15	4,09	10,05	2,09	5,15
1980	36,70	10,11	27,55	10,72	29,22	11,90	32,43	2,54	6,92	1,43	3,88
1979	24,94	10,40	41,70	5,71	22,90	5,78	23,17	1,74	6,99	1,31	5,23
1978	20,80	7,97	38,30	5,65	27,15	4,42	21,23	1,62	7,78	1,15	5,54
1977	25,93	11,05	42,60	5,24	20,21	5,03	19,41	2,09	8,07	2,52	9,71
1976	30,17	9,91	32,84	8,79	29,13	8,04	26,65	3,02	10,02	0,41	1,36
1975	34,92	11,35	32,50	8,93	25,58	12,01	34,40	2,48	7,11	0,15	0,42
1974	26,66	7,42	27,83	8,51	31,92	7,50	28,13	1,93	7,25	1,30	4,88
1973	13,32	4,05	30,39	3,23	24,22	4,05	30,43	0,52	3,90	1,47	11,06

Источник: рассчитано на основе базы данных авторов и различных номеров *Moody's Bond Survey*.

падом, расширение международной торговли и глобализация рынков являются лишь несколькими факторами, способствовавшими увеличению числа иностранных предложений в Соединенных Штатах.

Другой подход к объему новых выпусков состоит в разделении их по качеству, или рейтинговым категориям (см. таблицу 7). Используя рейтинговые категории Moody's Investors Service, можно наблюдать значительное снижение новых выпусков первоклассных кредитов (Aaa), доля которых упала с 42,6% в 1977 году до менее 4,4% в 1993 году. После 1981 года доля выпусков Aaa в общей сумме новых выпусков налогооблагаемых облигаций ни разу не поднималась выше 14%. До 1982 года на две категории с самым высоким рейтингом (Aaa и Aa) ежегодно приходилось более 50% первоначального объема, а по последним данным — лишь 18,8% новых выпусков. Рейтинговый сектор на другом конце шкалы (Ba и ниже, включая выпуски, не имеющие рейтинга) продемонстрировал огромное увеличение: от мини-

мума в 145 миллионов долларов в 1975 году их объем вырос до 32 миллиардов долларов в 1989 году, что представляет собой скачок от менее половины процента до более 29% общего объема новых выпусков. В следующем, 1990 году выпуск спекулятивных новых облигаций почти прекратился, поскольку было выпущено бумаг на относительно несущественную сумму в 2,75 миллиарда долларов. Но, несмотря на мрачные картины, рисовавшиеся в финансовой прессе и в значительной части сектора ценных бумаг в начале 1990-х годов, рынок спекулятивных облигаций не умер. Он возродился, как мифический феникс, и достиг рекордного объема в 42,6 миллиарда долларов в 1992 году, который был легко превзойден новым пиком в 61 миллиард долларов в 1993 году.

Таблица 8. Средний размер выпуска, 1973–1993. Публичное финансирование на рынках налогооблагаемых облигаций США (номинальная стоимость в млн долларов)

Год	Общий объем	Число выпусков	Средний размер выпуска
1993	254 175	1 705	149,02
1992	214 010	1 188	180,14
1991	151 270	743	203,59
1990	88 100	437	201,60
1989	109 640	592	185,20
1988	98 868	609	162,34
1987	104 634	706	148,21
1986	142 562	987	144,44
1985	80 118	655	122,32
1984	48 890	403	121,32
1983	35 697	379	94,19
1982	44 168	467	94,58
1981	40 655	333	122,09
1980	36 695	378	97,08
1979	24 941	250	99,76
1978	20 799	244	85,24
1977	25 929	328	79,05
1976	30 165	395	76,37
1975	34 918	471	74,14
1974	26 663	350	76,18
1973	13 315	238	55,95

Источник: рассчитано на основе базы данных авторов и различных номеров *Moody's Bond Survey*.

С начала 1970-х годов размер среднего выпуска корпоративных облигаций увеличился более чем в три раза — с 56 миллионов долларов в 1973 году до 180 миллионов долларов в 1992 году, достигнув пика в 203 миллиона долларов в 1991 году (см. таблицу 8). В целом, более крупные выпуски лег-

че купить и продать на вторичном рынке, поскольку обычно ими занимается больше маркет-мейкеров и они вызывают больший интерес со стороны инвесторов. Увеличение рыночной конкуренции зачастую означает меньшие спреды между ценой, которую дилер готов уплатить за облигацию (бид), и ценой, по которой он готов продать облигацию (офер или аск). Этот фактор ликвидности очень важен для активно управляемых инвестиционных портфелей и также должен приниматься во внимание частными инвесторами и в процессе принятия инвестиционных решений типа «покупай и держи».

ТОРГОВЛЯ КОРПОРАТИВНЫМИ ОБЛИГАЦИЯМИ

Многие считают, что индивидуальные инвесторы должны ограничивать свои инвестиции в корпоративные облигации только теми выпусками, которые котируются на Нью-Йоркской фондовой бирже (или меньшей по размерам Американской фондовой бирже), и избегать выпусков, торгуемых на некотируемом (unlisted), или внебиржевом (over-the-counter, OTC), рынке. Сотрудники биржи называют такой рынок *внебиржевым (off-board market)*. Профессиональные инвесторы считают, что рынок OTC является единственно подходящим для их нужд по очень простой причине: торги котируемыми инструментами осуществляются в основном малыми ордерами для *розничных*, или индивидуальных, инвесторов, порой лотами всего в 1 тысячу долларов по номиналу. Институциональный портфельный менеджер, желающий продать блок облигаций номинальной стоимостью 5 миллионов долларов, обнаружит, что котируемый аукционный рынок, скорее всего, окажется не в состоянии достаточно быстро переварить сделку такого размера; подобная сделка должна быть проведена на переговорном некотируемом рынке. В большинстве случаев инвестиционная фирма выступает в роли дилера и покупает облигации на свой собственный счет и риск, ибо она, возможно, не сумеет сразу найти институционального покупателя на весь блок. Она будет держать их в надежде, что сможет быстро найти покупателя. Суть деятельности дилеров, или маркет-мейкеров, заключается не в инвестировании в портфель облигаций в традиционном смысле, а в прибыльной торговле и быстром обороте своих активов.

Большинство индивидуальных инвесторов предпочитает, чтобы котировки облигаций можно было увидеть в газетах, так же как это имеет место с котировками акций компаний и взаимных фондов; не включенные в листинг корпоративные облигации, как правило, не котируются, за исключением, может быть, тех случаев, когда они являются новыми выпусками, представляющими институциональный интерес. Например, *Barron's Market Week* публикует листинги облигаций Нью-Йоркской и Американской фондовых бирж и таблицу цен покупателей и продавцов, еженедельного изменения цены и доходности к сроку погашения для десяти активных выпусков бросовых облигаций. Таблицы бирж показывают минимальные

и максимальные цены за 52 недели, текущую доходность, объем торгов и еженедельные максимальные, минимальные и последние цены, а также изменение цены за неделю. Некоторые ежедневные газеты, такие как *The New York Times* и *The Wall Street Journal*, могут в дополнение к своим регулярным ежедневным листингам бирж публиковать небольшие таблички с ограниченными данными по ценам и доходности некоторых недавно выпущенных облигаций. Следует отметить, что таблицы бирж представляют фактические сделки, в то время как другие списки являются лишь котировками, по которым сделки могли иметь место.

Большинство розничных фондовых брокеров могут легко получать данные по цене последней продажи, текущим котировкам, размеру спроса и предложения листинговых облигаций, используя свои котировочные машины. Не столь доступны могут быть цены спроса и предложения по бумагам, не включенным в листинг, для продавцов, обслуживающих мелких инвесторов. Однако в последнее десятилетие произошло значительное улучшение потока информации по бумагам с фиксированным доходом для розничных брокеров и клиентов. Брокеры могут легче предоставлять своим клиентам списки цен предложений из собственных запасов фирмы. Хотя эти бумаги не всегда могут быть именно теми выпусками, которые хотят инвесторы, они являются вполне приемлемыми заменителями.

Однако одно недавнее нововведение должно пролить больше света на некотируемые торги неполными лотами, что приведет к повышению эффективности процедуры торгов небольшими лотами и доведению их до уровня двадцать первого столетия. Это частная система, разработанная и введенная в середине 1995 года фирмой BondNet Trading Systems, Inc. Связывая вместе отделы торговли неполными лотами более чем 40 крупных и мелких брокеров-дилеров в разных частях страны, она позволяет им просматривать биды и оферы по большому ассортименту ценных бумаг и осуществлять сделки немедленно «по проводам». Система BondNet, вероятно, сможет повысить ликвидность и улучшить рынок для часто игнорируемого розничного инвестора в облигации.

Это не означает, что биржевой рынок всегда дает инвесторам более высокие цены покупателя и более низкие цены продавца, чем внебиржевой рынок. Эти два рынка могут вести себя независимо друг от друга. Биржевой рынок и его котировки легко подвергаются влиянию небольших сделок. Котировки, даваемые по зарегистрированной на бирже облигации, представляют самую высокую цену, которую готов заплатить покупатель за определенное число облигаций определенного выпуска (бид), и самую низкую цену, по которой некий продавец готов продать определенное число облигаций (офер). Котировка от дилера по облигации, торгуемой вне биржи, часто всего лишь отражает мнение дилера о том, сколько стоит облигация, и не является наилучшим бидом или офером. Нередко можно видеть, как цена облигации падает на несколько пунктов при продаже всего в несколько тысяч долларов и тут же восстанавливается при последующей покупке. Это

может происходить потому, что брокер небрежно разместил клиентский ордер. Скорее всего, ордер предписывал продать (купить) *по цене рынка* вне зависимости от величины текущего бида или офера⁶. Зачастую лучше размещать лимитные ордера, особенно для менее активно торгуемых выпусков. Кроме того, неактивные выпуски, они и есть не активные: ими торгуют не каждый день. Включение в листинг не означает, что для данной облигации есть активный рынок. В некоторых случаях повышение или снижение на несколько пунктов может происходить из-за изменения со временем уровня процентных ставок, ибо последний раз такая котируемая облигация могла торговаться несколько недель или месяцев назад. Текущая сделка отражает сегодняшние уровни процентных ставок, а не те, что были в прошлом.

Многие инвесторы размещают лимитные ордера, когда торгуют акциями, имеющими очень активные и ликвидные рынки, но игнорируют использование лимитных ордеров для вялоторгуемых облигаций. Как отмечал Бен Уэберман в журнале *Forbes*: «Котируемый рынок настолько мал и вял, что им легко манипулировать»⁷. Это может звучать слишком категорично, но немалая доля правды здесь есть. Однако, несмотря на недостатки, рынок

⁶ Лоуренс Чемберлен в книге «Принципы инвестирования в облигации» (Lawrence Chamberlain, *The Principles of Bond Investment*, New York, NY: Henry Holt and Company, 1911, pp. 67 and 68) сказал следующее о ненадежности некоторых биржевых котировок:

«Хотя биржевые котировки, особенно в Нью-Йорке, являются очень удобным источником информации для целей оценки, ипотеки и продажи, им не всегда можно верить, особенно при оценке больших количеств облигаций. Предположим, что некое учреждение владеет бумагами по суду некой железной дороги в размере 500 тысяч долларов, имеющими бид 93¼ и аск 95%. По неопытности можно подумать, что эти облигации можно продать по 94 или что-то вроде этого. Однако вполне может оказаться, что по 95% предлагались облигации на сумму 100 тысяч долларов, но лишь три облигации можно было купить по 93¼ и только немногие были готовы купить по цене между 93¼ и 91½. Как такой листинг может помочь правильной оценке этой облигации?»

⁷ Конечно, манипулирование не является видом деятельности, присущим лишь биржам. Внебиржевой рынок на протяжении многих лет также подвергался критике в связи с манипулированием рынком облигаций. Более подробно о торговле котируемыми облигациями вы можете прочитать в материале: David Henry «Patience Rewarded», *Forbes* (May 19, 1986), p. 82. См. также Ben Weberman, «Comparison Shopping», *Forbes* (October 6, 1986), p. 203. Пару примеров биржевой манипуляции дает Лоуренс Чемберлен (op. cit., p. 68):

«Время от времени влияние на котировки оказывают манипуляции того или иного рода. Несколько лет назад на Чикагской бирже было предложение о покупке Lake Street Elevated 5s по 87. При появлении двух облигаций для продажи по этой цене котировка испарилась, и спрос не появлялся до тех пор, пока облигации не стали предлагаться на 10–12 пунктов ниже. Сделка в конечном счете была проведена вне биржи, вероятно для того, чтобы не обидеть банки, которые могли давать ссуды под них в размере 75 центов на доллар.

Два больших выпуска American Telephone and Telegraph Company котировались и на Бостонской, и на Нью-Йоркской биржах. Весной 1908 года миллионы этих облигаций все еще находились у андеррайтеров. Некоторое время можно было приоб-

котируемых облигаций дает многим инвесторам необходимое ощущение безопасности, ибо цены сделок публикуются для всеобщего обозрения.

На Нью-Йоркской фондовой бирже большинство сделок по неконвертируемым облигациям обрабатывает автоматизированная система торговли облигациями (Automated Bond System®, ABS). Сделки по конвертируемым облигациям исполняются в облигационном зале биржи и информация о них отражается в ABS. Система позволяет своим пользователям направлять заявки по котируемым облигациям непосредственно на биржу для электронного исполнения. Ордера можно легко и быстро вводить, изменять или отменять через терминалы, расположенные в офисах членов биржи. Последние могут получать текущие котировки и информацию о бидах и оферах по конкретной облигации. Для удобства инвесторов ордера можно ставить выше или ниже рынка. По оценке, в конце 1993 года имелось более 60 компаний — пользователей системы с 250 терминалами Automated Bond System®.

Не существует каких-либо минимальных требований для включения облигаций в листинг Нью-Йоркской фондовой биржи⁸. Однако публичное распространение и суммарный объем должны быть достаточно широки и велики, чтобы обеспечить включение в листинг. Надлежащим распространением может быть минимум 250–300 держателей облигаций, а суммарный объем выпуска — порядка 25 миллионов долларов. Если совокупный рынок, или номинальная стоимость, падают ниже 1 миллиона долларов, биржа может исключить облигацию из листинга. Если компания объявляет дефолт или подает заявление о банкротстве, облигации также могут быть исключены из листинга, хотя и не во всех случаях. В последние годы такие компании, как Manville, Global Marine, Storage Technology, сохранили свои облигации в листинге Нью-Йоркской фондовой биржи. По нашему мнению, настало время, когда многим держателям облигаций нужен биржевой рынок, на котором котировки и цены доступны для всех. Биржа достойна похвалы за поддержа-

рестий на Уолл-стрит примерно на $\frac{3}{4}$ пункта дешевле, чем на бирже. Человек, знакомый с размещением биржевых выпусков железнодорожных облигаций, знает, что и они тоже не всегда соответствуют своему естественному инвестиционному уровню».

Сегодня инвесторы защищены лучше, чем столетие назад. Биржи и другие регуляторы торговли ценными бумагами осуществляют постоянные надзорные мероприятия с целью свести манипулирование к минимуму. Однако, как и в других видах экономической деятельности, покупатель должен быть настороже. А еще лучше стать информированным инвестором.

⁸ Некоторые могут думать, что на Нью-Йоркской фондовой бирже котируются только корпоративные и иностранные государственные облигации. Однако в марте 1994 года ситуация изменилась, когда штат Калифорния объявил, что будет котировать на бирже свои облигации на сумму 3,3 миллиарда долларов. Некоторые другие штаты и муниципальные эмитенты также заявили, что будут стремиться к включению в листинг своих выпусков. Только время покажет, примут ли трейдеры муниципальными облигациями этот новый рынок.

ние листинга. Часто на рынке облигаций обанкротившихся компаний меньше участников и они другие, чем в случае обычных облигаций, что делает эти рынки менее ликвидными, особенно вне биржи. Спред, или разница между бидом и аском, может быть шире, торговая активность может порой исчезать, а волатильность возрастать. Стандартный поток информации, исходящей из корпорации может быть меньше, чем поток информации до банкротства, несмотря на обязывающие судебные решения. Сейчас, впрочем, на Уолл-стрит существует больше аналитиков, отслеживающих обанкротившиеся и проблемные компании, которые дают рынку лучшие мнения относительно направления процедур реструктуризации или банкротства. Однако, несмотря на более доступные и качественные исследования, индивидуальный инвестор по-прежнему нуждается в дополнительной рыночной поддержке или ликвидности, обеспечиваемых биржевым рынком.

С начала 1992 года Нью-Йоркская фондовая биржа прекратила взимать сборы за включение в листинг облигаций эмитентов акций, котирующихся на NYSE, и их дочерних компаний, а также за облигации эмитентов, освобожденных от регистрации в соответствии с законом о ценных бумагах и биржах 1934 года. Со всех остальных выпусков облигаций взимается сбор, варьирующийся от 50 долларов за миллион номинальной стоимости для новых выпусков до 25 долларов за миллион с выпусков, находящихся в обращении один год и более. В прошлом биржа взимала однократный сбор за включение облигации в листинг, а в период с 1981 по 1984 годы существовали ежегодные сборы. Некоторые компании, включая New York Telephone, Southern Bell Telephone и Southwestern Bell Telephone, отказались осуществлять такие ежегодные платежи. В 1985 году, после провала переговоров с целью заставить мятежников изменить их позиции, биржа исключила из листинга 58 выпусков этих телефонных компаний. Впоследствии Southwestern Bell Telephone Co. включила 12 своих выпусков облигаций в листинг на Американской фондовой бирже. New York Telephone заново провела листинг своих облигаций на Нью-Йоркской фондовой бирже в 1993 году. В этой связи *The Wall Street Journal* писала: «Поскольку огромное большинство владельцев облигаций, затронутых этим спором, являются институциональными инвесторами, компании заявили, что не считают, что торговля облигациями будет затронута»⁹. Хотя это, возможно, соответствует действительности, через несколько лет *Journal* опубликовала слова одного казначея крупной табачной и продовольственной компании: «Юридически вы не обязаны включать свои облигации в листинг, но существует моральное обязательство. Институциональные инвесторы могут позаботиться о себе сами, но вы должны сделать значительно больше для индивидуальных инвесторов»¹⁰.

⁹ Ann Monroe, «Big Board Suspends Trading in Bonds of 3 Phone Firms,» *The Wall Street Journal* (July 10, 1985).

¹⁰ Leslie Scism, «Big Board Fights to Revive Bond Market,» *The Wall Street Journal* (May 27, 1993).

В 1991 году объем торговли облигациями на Нью-Йоркской фондовой бирже достиг рекорда, составив 12,7 миллиарда долларов (включая конвертируемые облигации и небольшое количество иностранных выпусков); это в среднем составляет ежедневно чуть больше 50 миллионов долларов (см. таблицу 9). В последующие два года вторичная торговля котируемыми облигациями снизилась до 9,7 миллиарда долларов в 1993 году со среднесуточным уровнем в 38,5 миллионов долларов. Некоторые объясняют это снижение рядом факторов, включающих, среди прочего: перетекание денег из отдельных выпусков облигаций на рынки акций, растущие вследствие снижения процентных ставок; погашение облигаций, сократившее некоторые котируемые выпуски; и нежелание многих инвестиционно-банковских фирм рекомендовать листинг облигаций своим корпоративным клиентам. Самый низкий среднесуточный объем в 1,8 миллиона долларов был отмечен в 1913 году. Самый низкий дневной объем с 1900 года имел место 13 августа 1900 года, составив всего 500 тысяч долларов, а самым активным днем торгов было 6 сентября 1939 года, когда объем торгов достиг 83,1 миллиона долларов. Инвесторы возможно думали, что американские биржи закроются на какой-то период, поскольку большинство стран Европы объявили войну друг другу. Они помнили август 1914 года, когда фонари «гасли по всей Европе» и американские биржи закрылись на несколько месяцев.

Торговля облигациями на Нью-Йоркской фондовой бирже ничтожна в сравнении с внебиржевым рынком облигаций. Цифры, представленные Securities Industry Association (SIA), показывают, что среднесуточный объем торговли корпоративными облигациями составил в 1993 году более 25,6 миллиарда долларов. Цифры SIA не вполне сопоставимы с данными биржи, поскольку включают подписку на новые облигации, сделки с некорпоративными выпусками и нестандартными инструментами, такими как коммерческие бумаги, облигации федеральных учреждений, среднесрочные ноты и т. п. Даже с учетом этих торговых инструментов, объем листинговых сделок невелик для торгового мира. Но это не означает, что торговля на бирже не является важной. В недавнем исследовании биржевых аналитиков рассматривалась биржевая и внебиржевая торговля в пятидневный период по 147 активным выпускам облигаций. В исследовании отмечается: «Вопреки распространенному мнению, биржевая торговля не является несущественной для выпусков, котируемых на Нью-Йоркской фондовой бирже. Учитывая как клиентские сделки [прямая торговля между учреждениями и брокерами/дилерами], так и торговлю профессионалов [торговля на бирже и вне биржи между брокерами и дилерами], торговля на Нью-Йоркской бирже составляет 11,7% долларового объема и 72,2% всех сделок. Что касается только биржевых сделок, то торговля на NYSE составила 31,3% долларового объема и 90,0% числа сделок»¹¹.

¹¹ Don G. Dueweke, Michael J. Hyland and Fred Siesel, «Measuring the New York Stock Exchange's Share of Corporate Trading Volume,» *ExtraCredit* (September/October 1992).

Таблица 9. Некоторые данные по торговле облигациями на Нью-Йоркской фондовой бирже, 1980–1993 (номинальная стоимость в млн долларов)

Год	Общегодовой объем	Среднедневной объем	Число сделок	Число облигаций в сделке	Число эмитентов	Число выпусков	Номинальная стоимость	Рыночная стоимость
1993	9 743,0	38,5	439 478	22,17	574	2 103	2 341 953	2 528 437
1992	11 629,0	45,8	550 526	21,12	636	2 354	2 008 635	2 044 122
1991	12 698,1	50,2	611 794	20,76	705	2 727	2 219 495	2 227 010
1990	10 892,7	43,1	516 328	21,30	743	2 912	1 689 454	1 610 175
1989	8 836,3	35,1	492 920	16,90	794	2 961	1 435 118	1 412 407
1988	7 702,1	30,4	522 173	14,00	846	3 106	1 610 310	1 561 031
1987	9 727,1	38,4	659 231	14,76	885	3 346	1 650 263	1 621 263
1986	10 464,1	41,4	774 890	13,50	951	3 611	1 379 545	1 457 603
1985	9 046,5	35,9	726 279	12,46	1 010	3 856	1 327 375	1 339 298
1984	6 982,3	27,6	620 547	11,25	1 024	3 751	1 083 674	1 021 791
1983	7 572,3	29,9	712 877	10,62	1 034	3 600	965 252	898 064
1982	7 155,4	28,3	686 186	10,43	1 031	3 233	792 529	766 103
1981	5 733,1	22,7	636 572	9,01	1 049	3 110	681 237	573 893
1980	5 190,3	20,5	594 449	8,73	1 045	3 057	601 527	507 770

Источник: *New York Stock Exchange Fact Book*, 1988, 1989, 1992, и данные авторов.

Можно с уверенностью предположить, что десятилетие или два назад средний внебиржевой объем торгов был значительно ниже, чем в последние годы. Рост произошел благодаря ряду факторов, включающих большее число участников на значительно большем рынке и краткосрочный подход, применяемый портфельными менеджерами, что поощряет оборот. Облигации больше не покупают, чтобы держать до срока погашения (если такое вообще было), ибо ими можно легко торговать, когда они оказываются недооцененными и переоцененными относительно друг друга. Инвестирование в облигации на рынке, который не всегда эффективен, требует постоянной оценки стоимости одного выпуска относительно другого. Повышение интернационализации рынков заемного капитала и новые технические приемы торговли, включая использование опционов и фьючерсов в стратегиях хеджирования портфелей, являются дополнительными факторами, увеличивающими объем торговли.

В последние годы на Нью-Йоркской фондовой бирже наблюдается стабильное снижение числа эмитентов с листинговыми облигациями. Число листинговых облигаций понизилось более чем на 1700 после пика 1985 года, хотя их номинальная стоимость находится на рекордных уровнях. Сотрудники биржи активно стараются убедить другие компании включать облигации в листинг. Но это нелегкая задача. Внебиржевой рынок значительно больше и работает довольно хорошо. Мы не смогли найти какие-либо исследования, показывающие, что включение в листинг снижает процент-

ные издержки эмитента или расходы на размещение облигаций. За исключением некоторой части торговли неполными лотами, остается неясным, улучшает ли вообще листинг ликвидность облигаций. Таким образом, хотя индивидуальные инвесторы могут находить биржевой рынок более подходящим для их нужд благодаря доверию к Нью-Йоркской фондовой бирже, он мало что предлагает эмитенту за исключением, возможно, некоторой доли престижа. В конце концов, избранным рынком профессиональных инвесторов в муниципальные и казначейские облигации является внебиржевой рынок.

Глава 2

СОГЛАШЕНИЯ ОБ ЭМИССИИ ОБЛИГАЦИЙ

В этой главе рассматривается соглашение об эмиссии (*indenture*) — юридический документ, издаваемый в связи с выпуском долговых ценных бумаг¹. «Новый универсальный полный словарь Уэбстера» определяет слово *indenture* следующим образом: «В области права — договор или письменное соглашение между двумя или более сторонами: такие соглашения первоначально выпускались в двух экземплярах, складывались вместе и надрывались или надрезались по неровной линии так, чтобы два листа бумаги или пергамента соответствовали друг другу».

СОГЛАШЕНИЯ ОБ ЭМИССИИ

Покупатель облигации на вторичном рынке становится участником контракта, даже если он фактически не присутствовал при его создании. Однако многие инвесторы не очень хорошо знакомы с условиями и характеристиками облигаций, которые покупают. Они знают о купонной ставке и сроке погашения, но зачастую понятия не имеют о многих других условиях выпу-

¹ См. Robert I. Landau, *Corporate Trust Administration and Management*, 3d ed. (New York, NY: Columbia University Press, 1985). Это хорошая книга о тенденциях и практике корпоративных трастовых соглашений.