

## Глава 2 КОРПОРАТИВНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Корпоративные ценные бумаги – это ценные бумаги, эмитентом которых выступают коммерческие фирмы.

Современный отечественный рынок корпоративных ценных бумаг возник в результате приватизации и развивается очень стремительно. Если в 1991 г. было зарегистрировано только 32 выпуска корпоративных акций и облигаций, то в 1992–1994 гг. – более 30 тыс. выпусков. Начиная с 1995 г. стали проводиться золотые аукционы, на которых реализовались пакеты акций, находящихся в государственной собственности.

По итогам 2000 г., в РТС, на ММВБ и МФБ обращалось около 400 акций оценочно 260 эмитентов. В странах, сопоставимых с Россией по территории и количеству функционирующих компаний, на фондовом рынке обращаются акции значительно большего числа эмитентов: в Австралии – 1162 национальных эмитентов, Великобритании – 2399, Канаде – 1384, США – 7806, Египте – 861, Индии – 5860, Китае – 853.<sup>1</sup>

В настоящее время рынок корпоративных ценных бумаг стремительно развивается, растет ликвидность акций. Это достигнуто благодаря тому, что:

1) значительно возросло число реализуемых ценных бумаг (наряду с акциями сырьевых отраслей популярностью пользуются ценные бумаги электроэнергетики, транспорта и связи: в последнее время на рынке проявляют активность ценные бумаги металлургических компаний, легкой промышленности и телекоммуникаций; см. Приложение 13);

2) российские ценные бумаги вышли на зарубежный фондовый рынок.

*Акция*<sup>2</sup> – это ценная бумага, удостоверяющая внесение вклада в уставный капитал акционерного общества и дающая ее владельцу право на получение дохода в виде дивидендов и в управлении.

В зависимости от своих характеристик акции подразделяются на определенные виды.

### **1. В зависимости от типа акционерного общества:**

1) акции открытых акционерных обществ. Могут быть проданы владельцами без согласия других акционеров общества, однако они имеют преимущественное право на приобретение акций;

2) акции закрытых акционерных обществ. Распределяются только среди его учредителей или иного заранее определенного круга лиц.

### **2. В зависимости от порядка владения:**

1) именные акции. Информация о владельцах таких акций должна быть

---

<sup>1</sup> Рубцов Б. Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. М., Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000. С. 262–264.

<sup>2</sup> Термин «акция» появился в начале XVII в. и имел голландское происхождение; первоначально означал пай, внесенный участником акционерного общества в предприятие (в англосаксонских языках Stock – запас). В английском языке часто используют понятие equities, означающее систему справедливости или эквивалентную часть, на которую делится стоимость компании.

доступна эмитенту в форме реестра владельцев ценных бумаг, переход прав на которые требует обязательной идентификации владельца;

2) акции на предъявителя. Акции, переход прав на которые и осуществление закрепленных за ними прав не требуют идентификации владельца.

**3. В зависимости от объема прав бывают привилегированные акции**, дающие полное право на первоочередное получение дивидендов по фиксированной ставке в зависимости от уровня прибыли, полученной акционерным обществом в данный период времени.

Существует несколько видов привилегированных акций:

1) кумулятивные привилегированные акции. По ним происходит накопление полученных дивидендов;

2) привилегированные акции с долей участия. Дают владельцам право на получение дополнительных дивидендов сверх объявленной суммы;

3) конвертируемые привилегированные акции. Могут быть обменены на установленное количество обыкновенных акций по оговоренной ставке.

Акции делятся на суперакции (синие фишки), акции высшего качества, очень хорошего, хорошего, улучшенного качества, ниже среднего, спекулятивные акции, акции, не обладающие качеством.

Рынок корпоративных облигаций фактически начал развиваться с 1999 г. (до этого времени имели место только единичные выпуски).

*Корпоративные облигации* – это документируемые инвестиции, осуществляемые коммерческими фирмами с целью получения от эмитентов оговоренных форм и размеров доходов, а также погашения авансированной ранее суммы к определенному сроку. Корпоративная облигация является *долговой, эмиссионной, котируемой, фондовой, биржевой, рыночной, срочной ценной бумагой, обладающей особой инвестиционной стоимостью.*

Облигации обладают следующими особенностями:

1) выражают заемные, долговые отношения между держателем облигаций и эмитентом;

2) самостоятельно обращаются на фондовом рынке вплоть до погашения эмитентом и имеют собственный курс;

3) обладают свойствами ликвидности, надежности, доходности и другими инвестиционными качествами.

На российском рынке существует несколько моделей облигаций, характеризующихся особыми условиями размещения, обращения и погашения облигаций.

К долговым ценным бумагам относятся и *корпоративные векселя* – ценные бумаги, выпускаемые промышленными, транспортными и энергетическими компаниями с целью погашения задолженности перед местным бюджетом и государственными внебюджетными фондами.

Корпоративный вексель имеет ряд преимуществ по сравнению с другими корпоративными ценными бумагами:

1) отсутствует необходимость регистрации проспекта эмиссии;

2) векселя экономят налоги, так как не могут быть немедленно списаны

за долги налоговыми службами;

3) вексель можно заложить;

4) вексель можно внести в виде вноса в уставный капитал вновь образуемого предприятия. Для продавцов преимуществом вексельной формы расчета является быстрая оборачиваемость средств, а покупателям вексель позволяет сократить потребность в оборотных денежных средствах, гарантировать поступление необходимых для производства ресурсов.

Большую популярность на российском рынке получили *финансовые векселя*, приобретаемые предприятиями с целью последующей перепродажи по более высоким ценам. Они выпускаются для краткосрочного вложения свободных денежных средств.

В условиях российского рынка практически полностью отсутствует контроль над объемом и условиями выпуска векселей, поскольку введение жестких форм регулирования противоречит международным нормам.

В последнее время все более широкое распространение получает *закладная/ипотечная облигация (mortgage bond)*, выпускаемая кредитором, в обеспечении у которого находится пул ипотек/закладных под ранее выданные им ссуды под недвижимость. Поступление платежей по этим ссудам является источником погашения и выплаты процентов по облигациям, обеспеченным ипотекой/закладными.

## **2.1. Долговые ценные бумаги**

Выпуск долговых корпоративных ценных бумаг (облигаций, векселей, залоговых) представляет собой альтернативный вид привлечения заемных средств. При этом разместить свои свободные денежные средства в облигации или векселя (фактически предоставить кредит) может любая компания, в отличие от обычных кредитов, для предоставления которых необходима лицензия на осуществление финансовых услуг.

Выпуск собственных облигаций позволяет компаниям привлекать заемные средства, чтобы в дальнейшем использовать их с определенной целью. Поэтому, принимая решение о выпуске облигаций, компания должна определить цели такого выпуска и зафиксировать их в протоколе решения о выпуске облигаций. Именно на эти цели и должны направляться средства, полученные компанией от размещения облигаций. Запрещается выпуск облигаций с целью формирования и пополнения уставного капитала эмитентов и для покрытия убытков, связанных с их хозяйственной деятельностью.

### **2.1.1. Облигация**

Облигация – ценная долговая бумага, свидетельствующая о внесении ее собственником денег, определяющая отношения займа между собственником облигации и эмитентом, подтверждающая обязательства эмитента возратить собственнику облигации ее номинальную стоимость в

предусмотренный условиями размещения облигаций срок и выплатить доход по облигации, если иное не предусмотрено условиями размещения.

Облигация выпускается на длительный период времени в соответствии с принятой в данной стране юридической процедурой и имеет способность к обращению. Согласно ст. 816 Гражданского кодекса РФ облигацией признается ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента. Облигация предоставляет также ее держателю право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Облигация является *эмиссионной ценной бумагой*. Это значит, что эмитент при ее выпуске обязан соблюдать правила, установленные Федеральным законом «О рынке ценных бумаг».<sup>1</sup>

По форме выпуска облигация, как и любая другая эмиссионная ценная бумага, может быть: *именной* или *на предъявителя*; обеспеченной или необеспеченной; конвертируемой или неконвертируемой. С единым сроком погашения или со сроком погашения по сериям облигации могут погашаться деньгами или иным имуществом. Например, жилищные сертификаты как один из видов облигаций погашаются жильем, которое строит эмитент облигаций. Возможен также выпуск конвертируемых облигаций. Они погашаются путем обмена на акции акционерного общества, которое выпустило такие облигации. Облигации могут выпускаться правительством страны, органами местного самоуправления частными организациями. Когда инвестор покупает облигации, он предоставляет эмитенту свои деньги. Продавец облигации обязуется выплатить основную сумму долга в определенное время. По процентным облигациям проценты выплачиваются через определенные периоды времени. Облигация может предусматривать иные имущественные права ее держателя, если это не противоречит законодательству.

Облигационный заем удостоверяет:

- факт предоставления владельцем ценной бумаги денежных средств эмитенту;
- обязательство эмитента вернуть держателю облигации сумму основного долга (или ее эквивалент – жилую площадь) по истечении оговоренного срока;
- обязательство эмитента выплачивать держателю облигации фиксированный доход в виде процента от номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента.

---

<sup>1</sup> ФЗ-39 О рынке ценных бумаг от 22.04.96 (в ред. федеральных законов от 26.11.1998 № 182-ФЗ, от 08.07.1999 № 139-ФЗ, от 07.08.2001 № 121-ФЗ, от 28.12.2002 № 185-ФЗ, от 29.06.2004 № 58-ФЗ, от 28.07.2004 № 89-ФЗ, от 07.03.2005 № 16-ФЗ, от 18.06.2005 № 61-ФЗ, от 27.12.2005 № 194-ФЗ, от 05.01.2006 № 7-ФЗ, от 15.04.2006 № 51-ФЗ, от 27.07.2006 № 138-ФЗ, от 16.10.2006 № 160-ФЗ, от 30.12.2006 № 282-ФЗ, от 17.05.2007 № 83-ФЗ, с изм. внесенными Федеральным законом от 26.04.2007 № 63-ФЗ).

Облигации различаются по статусу эмитента; срокам, на которые выпускаются облигационные займы; целям выпуска; способам выплаты доходов и/или погашения и др.

В решении о выпуске облигации обязательно указываются: цель выпуска, вид облигаций, общая сумма эмиссии, количество облигаций, номинальная стоимость, порядок и сроки размещения, порядок оплаты и т. д.

Выпуск облигаций обычно сопровождается рекламной кампанией. Порядок осуществления облигационного займа в Украине представлен на рис. 2.1, облигации предлагаются для продажи широким слоям населения и приобретаются самими инвесторами (в отличие, например, от кредита, когда финансирование осуществляется одним кредитором).



**Рис. 2.1.** Основные этапы осуществления облигационного займа в Украине

В развитых странах с рыночной экономикой облигации обычно выпускаются со сроком погашения в интервале от 20 до 30 лет, значительно реже используются как более короткие (5–10 лет), так и более длительные (40 лет) сроки погашения.

В отличие от срочного кредита облигации обычно имеют постоянную доходность, хотя в последние годы растет количество случаев применения различных типов облигаций с плавающей процентной ставкой. Требуемая процентная ставка по каждому виду облигаций определяется степенью риска по этим долговым обязательствам. По большинству облигаций процентный доход выплачивается каждые полгода. Выпуск облигаций подготавливается на основе финансового анализа, используемого при оценке эффективности инвестиционных проектов, как и любой другой источник финансирования проекта.

Среди новых долгосрочных финансовых инструментов – облигация с нулевым купоном, облигация с плавающей процентной ставкой и пут-облигация, которые появились в результате крайней нестабильности процентных ставок. Бросовые облигации стали источником финансирования операций поглощения одних компаний другими. Проектное финансирование и секьюритизация<sup>1</sup> позволяют компании увязать эмиссию долговых обязательств с конкретными активами.

*Безотзывная облигация (noncallable bond)* – ценная бумага, которая не может быть отозвана эмитентом для досрочного погашения.

*Бросовая облигация (junk bond)* – высокодоходная ценная бумага с высоким риском. Различают два типа: а) бывшие первоначально надежными, но затем ставшие высокорисковыми, когда эмитент столкнулся с финансовыми трудностями после выпуска этих облигаций; такие облигации, называемые «падшими ангелами» (*fallen angels*), обычно имеют «приемлемый» уровень купонного дохода, но продаются с большим дисконтом и поэтому имеют высокую доходность к погашению, для того чтобы привести доход в соответствие с сегодняшним высоким риском; б) облигации с очень высоким риском в момент выпуска; это облигации без обеспечения, имеющие пониженный статус по сравнению с другими долговыми обязательствами и выпускаемые либо для финансирования покупки контрольного пакета акций, либо для слияния, либо в ситуации, когда эмитент находится в глубоком кризисном состоянии. Во всех случаях выпуска новых бросовых облигаций доля заемных средств компании намного выше доли собственного капитала.

*Облигация «бык-медведь» (bull-bear bond)* – ценная бумага, основная сумма к погашению которой связана с ценой другой ценной бумаги. Облигации выпускаются двумя траншами: при погашении первого транша

---

<sup>1</sup> *Секьюритизация (securitization)* – в соответствии с наиболее распространенной трактовкой процесс трансформации ссуд и других видов дебиторской задолженности в *ценные бумаги*. С этой целью, например, ссуды с одними и теми же (стандартными) условиями объединяются в пакет, и на этой основе выпускаются долговые ценные бумаги, обеспечением которых служат основные суммы ссуд и проценты, взимаемые по ним. Поскольку ценные бумаги обладают большей ликвидностью, чем другие финансовые инструменты, которыми не торгуют на открытом рынке, процедуры С. позволяют повысить ликвидность различных типов долговых инструментов, снизить процентную ставку заемщика и в целом повысить эффективность функционирования финансовых рынков.

сумма выплат увеличивается вместе с ценой другой ценной бумаги, а при погашении второго транша сумма выплат снижается вместе с ценой другой бумаги.

*Гарантированная облигация (guaranteed bond)* – это ценная бумага, погашение которой эмитентом и выплаты процентов по которой гарантируются третьей стороной (это обязательство может относиться также к выплате процентов).

*Облигация действия (perfomance bond)* – вид гарантии, которую выдает банк (или иное юридическое лицо), гарантируя заказчику возмещение убытков при невыполнении подрядчиком своих обязательств в строительном проекте (в объеме, спецификации и по цене, установленной договором).

*Доходная облигация (income bond)* – а) ценная бумага, процент по которой выплачивается только в случае получения эмитентом прибыли; б) облигация, выпускаемая для замещения предшествующих выпусков облигаций в случаях, если компания оказалась неплатежеспособной по их погашению. Более высокий процент, начисленный по таким облигациям, выплачивается, однако, только в том случае, если эмитент имеет для этого достаточные доходы.

*Золотая облигация (gold bond)* – ценная бумага, обеспеченная золотом (процентные платежи привязаны к цене золота); такие облигации обычно выпускаются золотодобывающими компаниями.

*Именная облигация (registered bond)*, владелец которой зарегистрирован в списке держателей облигаций, на облигации может быть указано имя владельца.

*Облигация на предъявителя (bearer bond)* – ценные бумаги, не зарегистрированные в бухгалтерской отчетности эмитента. Владелец держит подобные облигации в физической форме и получает проценты, отрывая купоны от сертификата облигаций и предъявляя их платежному агенту.

*Облигация накопления (accrual bond)* – ценная бумага, по которой процентный доход начисляется, но не выплачивается инвестору в течение периода накопления. Начисленные проценты добавляются к основной стоимости облигации и выплачиваются при наступлении срока погашения облигации.

*Облигация отзывная (callable bond)* – эмитент имеет право отозвать ее для выкупа до наступления срока погашения облигационного займа.

*Облигация пут (puttable bond)* – ценные бумаги, которые по желанию владельца можно погасить по номиналу. Защищают от роста процентных ставок. В качестве примера можно привести 50-миллионную эмиссию 25-летних облигаций американской компании *Transamerica* с купонной ставкой 8,5%. Эти облигации не подлежали досрочному погашению по инициативе самой компании, но покупатели могли предъявить их к оплате по номиналу через 5 лет после выпуска. Если процентные ставки вырастут, то держатели облигаций могут погасить их и реинвестировать полученные суммы под больший процент дохода. Это свойство облигации дало возможность компании *Transamerica* разместить облигацию с купонной ставкой 8,5% в то время, когда по другим облигациям с подобными характеристиками выплачивался доход по ставке 9%.

*Облигация с плавающей процентной ставкой (bond with saillingprocentage rate)* – ценная бумага, у которой при выпуске величина купонной ставки объявляется только на первые 6 месяцев с момента эмиссии, после чего она каждые полгода пересматривается на основе какой-нибудь рыночной ставки.

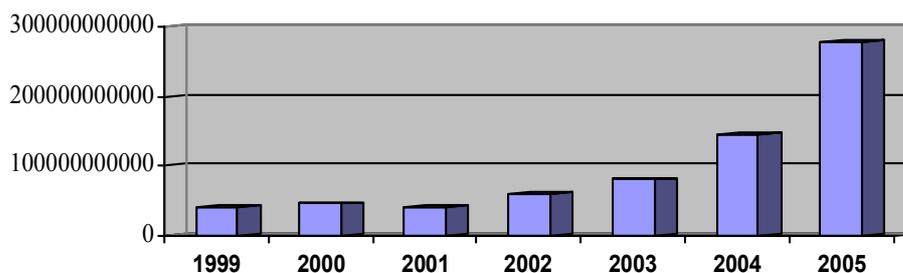
*Облигация с платежом по выбору (optional payment bond)* – ценная бумага, дающая держателю возможность выбора валюты платежа основной суммы и (или) процента.

На финансовом рынке распространение получили *товарные облигации*, погашение которых осуществляется не в денежной, а в товарной форме – квартирами, нефтью, автомобилями и т. д.

В 2008 г. Россельхозбанк планирует выпустить *земельные облигации*, обеспеченные участками. Использовать земельные облигации собирается Федеральное агентство по ипотечному жилищному кредитованию – как составляющую механизма земельной ипотеки (программа АИЖК пока в проекте). Необходимо отметить, что в России такие бумаги, погашающиеся в фиксированный срок земельным участком, в последний раз выпускались еще в царские времена.

В современных развитых странах процент облигационных займов составляет, как правило, от 10–15 до 60–65%.

Динамика объемов привлекаемых отечественным корпоративным сектором через облигационные выпуски финансовых ресурсов к 2005 г. представлена на рис. 2.2.



**Рис. 2.2.** Объем эмиссий корпоративных облигаций на внутреннем рынке РФ, млрд руб.

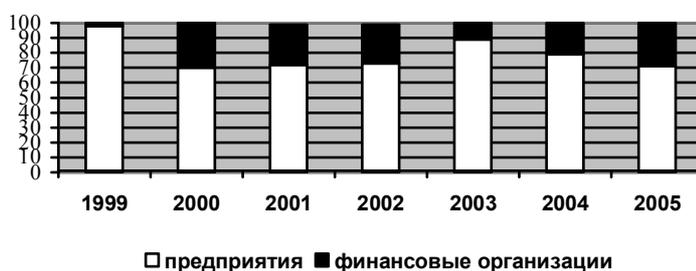
Однако говорить о том, что средства, привлеченные с этого рынка, в полном объеме используются в качестве инвестиционных ресурсов, неправомерно. Поскольку российское законодательство предоставляет право на выпуск облигаций и финансовым, и нефинансовым структурам, направления использования привлекаемых через эмиссии средств могут быть самыми разнообразными. Так, если облигационный заем осуществляет

компания реального сектора экономики, то, как правило, она удовлетворяет потребность в ресурсах, необходимых для его развития, т. е. речь идет о вложениях в основной капитал.

Для финансовых организаций выпуск облигаций выступает одним из множества механизмов формирования собственной ресурсной базы, на основе которой они осуществляют свою деятельность – кредитуют и финансируют различные сферы экономики. Однако средства, привлекаемые через размещение «финансовых» облигаций, могут попадать не только в реальный сектор, но и обретать форму вкладов, депозитов коммерческих банков и других финансовых активов.

Исследование структуры эмиссий корпоративных облигаций<sup>1</sup> в указанном разрезе позволяет утверждать, что основную долю в ней составляют компании реального сектора экономики, и это свидетельствует о важной роли облигаций как альтернативного источника финансирования основного капитала (рис. 2.3).

Исследования структуры эмиссий корпоративных облигаций<sup>2</sup> показывают, что основную долю общего объема инвестиций в основной капитал составляют инвестиции, привлекаемые через облигационный заем.



**Рис. 2.3.** Структура выпусков облигационных займов, осуществленных компаниями реального сектора экономики и финансовыми организациями

Этот вывод сделан на основе теории организации финансовых потоков, средств, за счет которых финансируются основные фонды, привлекаются на длительный срок. В структуре займов на протяжении всего исследуемого периода преобладают облигации, срок обращения которых превышает один год (табл. 2.1).

<sup>1</sup> Кобылинская Г. В. Корпоративные облигации в финансировании основного капитала // Вестник ИНЖЭКОНА. Сер. Экономика журн. 2007. № 3(16). С. 183–189.

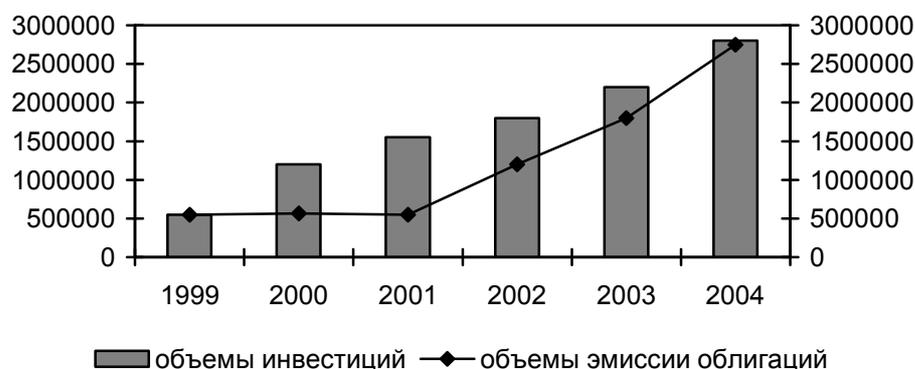
<sup>2</sup> Там же.

Таблица 2.1

**Структура облигационных займов компаний в разрезе сроков их обращения, %**

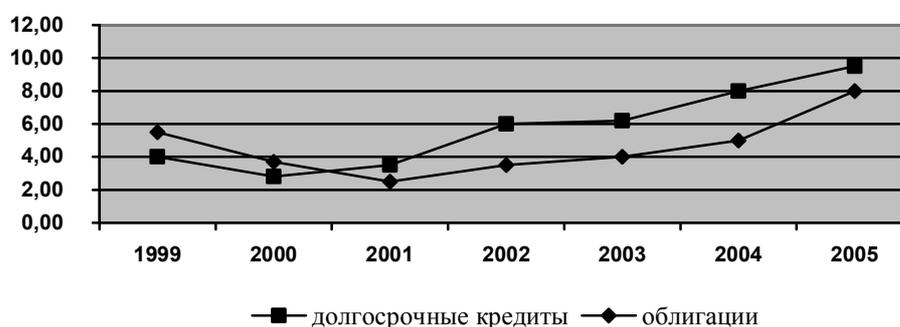
Период Сроки	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
более 5 лет	0,20	0,80	0,28	0,24	4,89	10,33	6,32
с 3-5 лет	27,15	15,01	28,98	7,22	19,20	20,11	47,33
с 2-3 лет	5,72	61,68	22,89	53,30	56,94	60,21	38,11
с 1-2 лет	0,16	0,99	26,71	30,63	17,04	4,93	6,25
с 0,5 - года	0,11	13,20	9,94	8,33	1,94	4,43	2,00
не более 0,5 лет	66,66	8,32	11,20	0,27	0,00	0,00	0,00

Сопоставление показателей «объемы инвестиций в основной капитал» и «объемы эмиссии корпоративных облигаций» наглядно подтверждает вывод о непосредственном воздействии рынка облигационных займов на процесс финансирования основных фондов (рис. 2.4).



**Рис. 2.4.** Динамика общего объема инвестиций в основной капитал и объема выпускаемых облигаций в РФ, млн руб.

Правда, доля облигаций в общей структуре инвестиций незначительна и составляет около 5%. Однако этот показатель практически сравнялся с объемами кредитов коммерческих банков, предоставляемых для финансирования основных фондов (рис. 2.5).



**Рис 2.5.** Доля источников в структуре инвестиций в РФ, %

Объемы выпускаемых облигаций и в региональном, и в отраслевом разрезах неравномерны (см. Приложение 13).

В последнее время в Российской Федерации широкое распространение получило привлечение средств граждан и юридических лиц в строительство объектов недвижимости посредством выпуска облигационных займов. Участниками такой схемы выступают заказчик, заемщик-эмитент, финансовый агент (организатор) и кредитор. При этом функции кредитора выполняют, в отличие от всех других моделей финансирования недвижимости, те, кто желают приобрести объект недвижимости. В качестве эмитента могут выступать государственные органы, юридические лица, имеющие права на проведение строительства, отведенный в установленном порядке земельный участок под строительство и необходимую проектную документацию. Возможно совмещение функций заказчика и эмитента. В качестве организаторов выпуска и оборота облигационных займов могут выступать инвестиционные банки, назначаемые эмитентом для подготовки и проведения всех операций, связанных с выпуском облигационного жилищного займа, на условиях гарантированного размещения всего объема выпуска. Одной из главных функций организатора обычно является нахождение кредиторов (как юридических, так и физических лиц).

На первичном рынке недвижимости в обращении находятся займы полутора десятков строительных компаний на общую сумму более 20 млрд руб. В табл. 2.2 представлены объемы эмиссии и доходности облигаций крупных строительных компаний. Как видим, стоимость заимствований на этом рынке для крупных петербургских компаний – около 12–13%, что связано с переоценкой рисков строительной отрасли. Однако в июле 2007 г. группа ЛСР разместила облигации на 3 млрд руб. по рекордно низкой ставке (для отрасли) – 8,35% в рублях.

## Строительные облигации на фондовом рынке

Эмитент, номер выпуска	Объем эмиссии, руб.	Дата погашения	Оферта	Доходность, %
Главмосстрой-Финанс, 1	2 000 000 000	27.05.2007 г.	27.05.2006 г.	10,68
Группа компаний ПИК, 5	1 120 000 000	20.05.2008 г.	23.05.2006 г.	12,70
Группа ЛСР, 1	1 000 000 000	20.03.2008 г.	2303.2006 г.	11,05
ИНКОМ-Финанс ИНКОМ-Недвижимость	1 250 200 000	28.03.2009 г.	28.03.2006 г.	13,61
ИНТЕКО-1	1 200 000 000	15.02.2007 г.		11,25

Окончание таблицы 2.2.

ИНТЕКО-Инвест, 1	3 000 000 000	29.04.2007 г.		Нет торгов
Камская долина-Финанс, 1	100 000 000	15.02.2007 г.	20.02.2006 г.	13,04
МираксГрупп, 1	1000000000	19.08.2008 г.		Еще не начались торги
Пересвет-Инвест, 1	200 000 000	02.10.2007 г.	18.10.2006 г.	14,34
Северный город, 2	200 000 000	22.02.2007 г.		12,26
СУ-155 капитал, 1	1 000 000 000	30.03.2007 г.	30.03.2006 г.	10,49
ЦУН ЛенСпецСМУ, 1	1 000 000 000	22.04.2010 г.	10.05.2006 г.	12,37
ЮСКК, 1	600 000 000	01.07.2008 г.	11.07.2006 г.	13,39
Стройметресурс, 2	525 498 000	21.06.2007 г.		Нет торгов
Стройтрансгаз, 1	3 000 000 000	25.06.2008 г.		8,64

Ценные бумаги были размещены через открытую подписку на Фондовой бирже ММВБ. Организаторы выпуска – ФК «Уралсиб» и банк АВН-АМРО. Андеррайтером выпуска является ФК «Уралсиб». Срок обращения облигаций четыре года, они будут торговаться на ММВБ и на внебиржевом рынке.

Этот заем – уже третий для группы. Дебютное размещение ее облигаций состоялось в марте 2005 г. Объем займа составил 1 млрд руб., ставка – 14%. Второй заем – объемом 2 млрд руб. – был размещен в декабре 2006 г. Ставка купона по нему на момент размещения была одной из самых низких на рынке облигаций российских строительных компаний – 10,7%.

Средства, привлеченные в ходе облигационного займа, Группа ЛСР планирует направить на обслуживание своего кредитного портфеля, а также на финансирование инвестиционных проектов, среди которых строительство в России заводов по производству кирпича и цемента.

По мнению аналитиков, успех размещения обеспечили не только удачная конъюнктура рынка и хорошие финансовые результаты ЛСР за 2006 год, подтвержденные аудиторами KPMG, но и наличие у компании корпоративного рейтинга Moody's Investors Service – В1 (прогноз – стабильный).

Заемствования на фондовом рынке удобны для девелоперов, и прежде всего тем, что не надо заботиться о залоге (банковский кредит без залога не получить). Но для мелких и средних компаний выпуск облигаций – слишком

затратное мероприятие. И деньги для малоизвестного заемщика получаются слишком дорогими.

Ускоренное развитие рынка облигационных займов позволит решить сразу несколько важных задач:

- привлечь дополнительные инвестиции в жилищный сектор рынка недвижимости, наиболее полно задействовав свободные денежные средства юридических лиц и сбережения населения;

- повысить инвестиционную привлекательность рынка недвижимости отдельных регионов, способствуя при этом развитию соответствующего сегмента рынка ценных бумаг;

- обеспечить профессиональным участникам рынка недвижимости дополнительные возможности для осуществления профессиональной деятельности за счет появления новых финансовых инструментов.

Основными преимуществами облигационного займа как инструмента привлечения инвестиций на рынок недвижимости являются:

- возможность мобилизации значительных объемов денежных средств и финансирования крупномасштабных инвестиционно-строительных проектов без угрозы вмешательства инвесторов в управление их реализацией;

- возможность маневрирования при определении характеристик выпуска – все параметры облигационного займа (объем эмиссии, процентная ставка, сроки, условия обращения и погашения и т. д.) определяются эмитентом самостоятельно с учетом характера осуществляемого за счет привлекаемых средств инвестиционно-строительного проекта;

- возможность аккумулирования денежных средств частных инвесторов (населения), привлечения финансовых ресурсов юридических лиц на достаточно длительный срок (продолжительнее срока кредитов, предоставляемых коммерческими банками) и на более выгодных условиях с учетом реальной экономической обстановки и состояния финансового рынка;

- обеспечение оптимального сочетания уровня доходности для инвесторов и уровня затрат эмитента на подготовку и обслуживание облигационного займа;

- повышение инвестиционной привлекательности жилищного строительства для сторонних инвесторов;

- стабильность погашения облигаций, так как ставки доходности не могут быть изменены, если нет специальной оговорки в проспекте эмиссии;

- возможность сбыта облигаций на вторичном рынке по определенным котировкам;

- выпуск производных финансовых инструментов;

- возможность ограничения круга инвесторов;

- привлечение иностранных инвесторов;

- возможность привязки облигаций к одной из мировых валют.

Главным недостатком использования облигационных займов на нестабильном рынке недвижимости можно считать то, что эмитент несет

определенные риски и всегда существует вероятность того, что облигационный заем не будет успешным в перспективе.

Другим фактором, сдерживающим развитие рынка облигационных займов в России, является нерациональный порядок налогообложения операций. Как известно, в российской практике бухгалтерского учета выплачиваемые эмитентами проценты по облигациям не относятся к составу затрат, включаемых в себестоимость (за редким исключением), и выплачиваются из чистой прибыли, что резко снижает эффективность займа. Такой порядок не соответствует международным стандартам бухгалтерского учета, согласно которым проценты по облигациям должны удерживаться из прибыли до налогообложения. Налог на операции с облигациями при регистрации и продаже их выпуска эмитент платит в размере 0,5% от номинального объема выпуска.

Еще одна проблема состоит в том, что в отношении облигаций установлен ряд законодательных требований, ограничивающих их выпуск. При выпуске облигаций эмитент должен соблюдать следующие формальные условия:

- номинальная стоимость всех выпущенных облигаций не должна превышать размер уставного капитала эмитента либо величину обеспечения, предоставленного эмитенту третьими лицами для целей выпуска;

- выпуск облигаций допускается после полной оплаты уставного капитала;

- выпуск облигаций без обеспечения допускается на третьем году деятельности эмитента и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов.

Рассмотрим, как работает облигационный заем на конкретном примере. ООО «Владимирский Пассаж» разместил на Санкт-Петербургской валютной бирже облигационный заем объемом 300 млн. руб.

Номинальная стоимость облигаций – 1 тыс. руб. Срок обращения ценных бумаг – 3 года. Купонный доход по ним будет выплачиваться раз в полгода. Ставка первого купона определится на аукционе в ходе размещения займа. Доход по второму и третьему купонам будет таким же. Условия следующих выплат определит сам эмитент. Через полтора года он обязан по требованию владельца облигаций выкупить их назад по номиналу. Организатор займа – Северо-Западное отделение Сбербанка России. ООО «Владимирский Пассаж» входит в группу компаний «Элис». В ее составе – 11 предприятий в России и 2 – за границей. В бизнесе группы – четыре основных направления: строительное, торговое, производственное и управление недвижимостью. Компания эксплуатирует одноименный торгово-гостиничный комплекс на Владимирском пр., 19, сданный в эксплуатацию в конце 2003 г. (общая площадь – 24 200 м<sup>2</sup>). Для его строительства ГК «Элис» взяла кредит в Международном банке Санкт-Петербурга. Сумма долга около 280 млн руб., процентная ставка – 13% годовых.

Средства, вырученные от размещения облигаций, будут направлены на рефинансирование этого кредита. По расчетам специалистов ЗАО «Сбербанк-Капитал» (соорганизатора выпуска), эмитент в состоянии обслуживать и возратить заем за счет денежных потоков, формируемых «Владимирским Пассажем».

Кроме того, поручителями облигационного выпуска являются две компании, входящие в ГК «Элис»: ООО «Росинвест» – владелец восьми объектов недвижимости в Петербурге (помещения магазинов «Элис» и складские площади), а также ООО «Политекс», которому принадлежит производственная база холдинга в Калининграде. Общая сумма поручительства – 435 млн руб. – обеспечивает сам заем и купонные выплаты и превосходит стоимость чистых активов фирм-поручителей.

Купонный доход по результатам размещения займа ожидается до 13,5% годовых. В планах ГК «Элис» – реализация нескольких крупных инвестпроектов в сфере недвижимости. В I квартале 2006 г. она намерена приступить к строительству двух жилых комплексов (в Московском районе и в Шувалово-Озерках) общей площадью свыше 130 тыс. м<sup>2</sup>. Весной рядом с «Владимирским Пассажем» начнется возведение бизнес-центра с многоярусным паркингом (общая площадь около 5 тыс. м<sup>2</sup>).

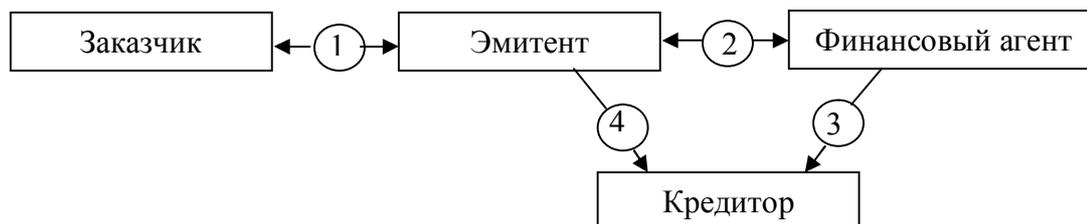
При схеме облигационного жилищного займа граждане имеют возможность постепенно накапливать средства на приобретение жилья путем покупки облигаций. Накопив необходимый пакет облигаций, гражданин вправе обменять его на жилье соответствующей площади. Как правило, облигации жилищного займа дают право на приобретение жилья в домах, построенных муниципалитетом. Облигации жилищного займа могут иметь кратко-, средне- и долгосрочный периоды обращения.

Эмитент может погасить облигации тремя путями: денежными средствами исходя из рыночной стоимости 1 м<sup>2</sup> общей площади построенного жилья, жильем, обменом на облигации последующих серий. Каждая облигация дает право на получение определенного количества площади жилья (не менее 0,1 м<sup>2</sup>). Срок их обращения может достигать 30 лет. В России предельный срок – 10 лет. Цена облигаций устанавливается на основе себестоимости строительства и индексируется в соответствии с изменением стоимости строительства жилья. При отказе от приобретения жилья облигации выкупаются по текущей номинальной цене.

Граждане, желающие приобрести жилье и купившие не менее 30% от требуемого для этого количества облигаций жилищного займа, имеют право заключить с эмитентом договор купли-продажи на приобретение жилья при условии оплаты оставшейся стоимости.

В данной схеме прямые договорные отношения между кредитором и эмитентом заменяются на систему выпуска и размещения ценных бумаг целевого назначения. Эти ценные бумаги дают право их владельцу на получение жилья. Иными словами, облигации жилищного займа гарантируются незавершенным строительством конкретных жилых объектов.

Развитие договорных отношений между участниками данной схемы представлено на рис. 2.6.



**Рис. 2.6.** Договорные отношения при схеме финансирования жилья с использованием облигаций жилищного займа: 1) договор о выполнении функций заказчика и эмитента облигаций жилищного займа; 2) договор о выполнении функций финансового агента; 3) договор купли-продажи облигаций жилищного займа; 4) договор погашения облигаций жилищного займа жильем договоров долевого участия, но с более высокой ликвидностью и обязательной индексацией номинальной стоимости в зависимости от определенного индекса. Номинальная стоимость жилищного сертификата устанавливается в единицах общей площади жилья, а также в его денежном эквиваленте. Схема индексации номинальной стоимости жилищного сертификата устанавливается при его выпуске и остается неизменной в течение определенного срока действия.

В условиях, когда многие субъекты рынка недвижимости вынуждены искать новые варианты привлечения средств, облигационные займы могут стать эффективным инструментом финансирования недвижимости.

Частным случаем облигационного займа с целью финансирования жилищного строительства являются выпуск и продажа накопительных жилищных сертификатов. С другой стороны, по схеме организации применение жилищных сертификатов для финансирования жилищного строительства – разновидность

*Жилищный сертификат можно рассматривать как бескупонную облигацию с возможностью натуральной формы погашения.* Сертификат представляет собой высоколиквидную ценную бумагу, дающую право на получение от 0,1 до 1 м<sup>2</sup> жилья определенного качества и местоположения в строящемся или реконструируемом доме.

Как правило, срок действия жилищных сертификатов не ограничен. После формирования пакета, достаточного для получения жилого объекта недвижимости желаемой площади, его владелец предъявляет сертификаты к погашению и через определенное время становится владельцем жилья от эмитента сертификатов.

К основным особенностям финансирования объектов недвижимости жилищными сертификатами можно отнести:

- эквивалентность жилищного сертификата определенной площади;

– разделение процесса строительства на несколько этапов, под финансирование каждого из которых реализуется определенное количество сертификатов;

– формирование цены жилищных сертификатов в зависимости от затрат по каждому этапу строительства и от уровня инфляции, приведенных к 1 м<sup>2</sup> общей площади жилых объектов недвижимости;

– выбор покупателем сертификатов формы их погашения.

Жилищные сертификаты имеют ряд преимуществ по сравнению с ипотекой:

– отсутствует угроза выселения при потере платежеспособности;

– цена сертификата ниже цены 1 м<sup>2</sup> жилья, тогда как приобретение жилого объекта недвижимости через схемы ипотечного кредитования увеличивает его стоимость зачастую в 2-3 раза;

– сертификаты можно приобретать постепенно, по мере появления свободных денежных средств, ипотека же накладывает долговременные и жесткие ограничения на семейный бюджет.

Жилищные сертификаты дают их владельцам право на получение жилья в домах, под которые эмитент производит эмиссию. При этом банк может размещать сертификаты на рынке ценных бумаг, беря на себя роль финансового агента между их эмитентом и покупателем, одновременно становясь поручителем (гарантом) возвратности средств в случае провала проекта строительства. Поручителем по жилищным сертификатам может быть и страховая компания.

Доход по жилищным сертификатам существует в натуральной или денежной форме. *Натуральный доход* получается при погашении их жилыми объектами недвижимости соответствующей площади, а *денежный* – при погашении по цене строительства 1 м<sup>2</sup> общей площади объекта, построенного на средства от продажи жилищных сертификатов.

Поскольку погашение сертификата происходит из расчета одна ценная бумага – единица площади жилого объекта недвижимости, эмитент жилищных сертификатов может использовать нетрадиционные формы предоставления объектов:

– обмен жилого объекта недвижимости меньшей площади на объект большей площади с передачей эмитенту жилищных сертификатов в количестве, равном разнице между площадями;

– предоставление льготных условий продажи пакетов жилищных сертификатов.

На операции с жилищными сертификатами распространяются правила налогообложения, применяемые к другим ценным бумагам: отсутствие начисления и уплаты НДС, освобождение от уплаты подоходного налога в определенном размере в случае получения дохода от продажи жилищных сертификатов физическим лицам.

В процессе строительства жилого объекта недвижимости жилищные сертификаты можно свободно покупать и продавать. Если купленных

сертификатов недостаточно, чтобы получить жилой объект в момент сдачи первой очереди строительства, они подлежат погашению. При этом клиенту предлагают два варианта:

1) погашение денежными средствами по стоимости построенного жилого объекта недвижимости;

2) погашение жилищными сертификатами следующей серии с повышающим коэффициентом (поскольку стоимость сертификатов для строящегося объекта ниже стоимости законченного строительства).

Специфичной стороной определения сущности жилищного сертификата является возможность трактования его как безвозмездной жилищной субсидии. Об этом свидетельствует ряд реализуемых на территории России программ федерального и регионального значения.

Долговые ценные бумаги на этапе эмиссии оцениваются по номинальной, эмиссионной, рыночной и настоящей стоимости. *Номинальная стоимость* долговых ценных бумаг – это сумма, указанная на самих ценных бумагах и подлежащая к выплате инвестору по окончании срока займа, т. е. это стоимость погашения данного обязательства. *Эмиссионная стоимость* таких финансовых инструментов заимствования – это стоимость, по которой ценные бумаги приобретаются инвесторами. *Рыночная стоимость долговых ценных бумаг* – это сумма, выплачиваемая на фондовом рынке по ценным бумагам с похожими условиями заимствования и риска.

На этапе эмиссии для долговых ценных бумаг, если они являются долгосрочными и по ним предполагается выплата процентов, рассчитывается настоящая стоимость. *Настоящая стоимость* долговых ценных бумаг – оценка реальной стоимости денежных средств состоянием на конкретный момент времени, если эти средства планируется получить в будущем. Величина настоящей стоимости ценных бумаг на этапе эмиссии зависит от срока получения денежных средств и рыночной ставки процента, характеризующей обесценение денежных средств во времени. Настоящая стоимость, рассчитанная по рыночной ставке процента с учетом срока получения денежных средств, на дату баланса будет отличаться от ее фактической стоимости. В связи с этим настоящая стоимость ценных бумаг на дату баланса рассчитывается по методу эффективной ставки процента.

На рынке ценных бумаг находятся облигации двух типов: одни продаются по номинальной стоимости и обеспечивают владельцу облигации получение регулярных купонных выплат плюс получение номинала в срок погашения облигации; такие облигации называются *купонными*. Другие продаются по дисконтной цене ниже номинала, и выплата по ним производится один раз в день погашения облигации, когда владелец облигации получает ее полную стоимость; облигации подобного типа относят к чисто дисконтным, или *бескупонным*. При оценке облигаций обоих типов основное значение имеет концепция приведенной стоимости, под которой в общем случае понимают ту сумму денег, которую инвестор должен заплатить за финансовое

или реальное средство, чтобы через определенные промежутки времени это средство приносило требуемые инвестором суммы денег.<sup>1</sup>

Приведенная стоимость PV облигации высчитывается по формуле:

$$PV = P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+i)^t} + \frac{M_n}{(1+i)^n}, \quad (2.1)$$

где:

PV – приведенная стоимость облигации, равная цене P<sub>0</sub> облигации в момент ее покупки (при t=0);

C<sub>t</sub> – периодические купонные выплаты по облигации M<sub>n</sub> – номинальная стоимость облигации i – ставка дисконта;

n – количество периодов, по окончании которых высчитываются купонные выплаты.

Приведенная стоимость PV бескупонных облигаций находится из формулы (2.1), полагая величины купонных выплат C<sub>t</sub>=0. Отсюда:

$$PV = P_0 = \frac{M_n}{(1+i)^n}, \quad (2.2)$$

Необходимо отметить, что использование формул (2.1) и (2.2) предполагает ряд условий. Во-первых, считается, что инвестор владеет облигациями вплоть до срока их погашения. Во-вторых, время покупки облигаций совпадает со сроком купонной выплаты. В-третьих, формулу (2.1) следует применять в случае ежегодных купонных выплат; если же эти выплаты производятся m раз в год, то в формуле (2.1) необходимо произвести следующие изменения:

1) уменьшить в m раз величины купонных выплат, т. е. каждая купонная выплата станет равной C<sub>t</sub>/m;

2) также уменьшить в m раз ставку дисконта (требуемую норму отдачи) i;

3) увеличить в m раз количество периодов, после которых осуществляются купонные выплаты.

Значит, формулу для подсчета текущей стоимости облигации, имеющей срок погашения n лет и купонные выплаты по которой производятся m раз в год, можно представить в виде:

$$PV = P_0 = \sum_{t=1}^{m \times n} \frac{C_t/m}{(1+i/m)^t} + \frac{M_n}{(1+i/m)^{m \times n}}. \quad (2.3)$$

---

<sup>1</sup> При подготовке использованы материалы Аскинадзи В. М. Рынок ценных бумаг. М., Международный институт эконометрики, информатики, финансов и права, 2002.

Рассмотрим пример вычисления цены облигации  $P_0$  (что эквивалентно определению ее приведенной стоимости). Пусть имеется облигация со следующими характеристиками: номинальная стоимость –  $M_n=1000$ руб.; срок погашения –  $n=20$  лет; купонная выплата – 5%, т. е.  $C_t=0,0571000=50$  руб., производится раз в год; требуемая ежегодная норма отдачи (требуемая ежегодная доходность), или ставка дисконта, –  $H7\%$ . Подставив эти данные в формулу (2.1), получим:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{20} \frac{50}{(1+0,07)^t} + \frac{1000}{(1+0,07)^{20}}.$$

Вычисления дают цену облигации на момент продажи:

$$P_0=529,7+258,4=788,1 \text{ руб.}$$

Процедура нахождения стоимости облигации значительно упрощается для бескупонных облигаций. Например, предположив, что рассмотренная нами облигация является бескупонной, ее цена может быть найдена:

$$P_0 = \frac{M_n}{(1+i)^n} = \frac{1000}{(1,07)^n} = \frac{1000}{(1,07)^{20}} = 258,4 \text{ рублей}$$

Приведем пример расчета цены облигации в случае многократных купонных выплат в течение года: положим  $m=2$ , т. е. процент по облигации выплачивается раз в полгода. Для нашей облигации применительно к формуле (3.3) имеем:  $m \times n=2 \times 20=40$ ;  $C_t/2=25$ руб.;  $i/2=3,5\%$ , значит:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{40} \frac{25}{(1+0,035)^t} + \frac{1000}{(1+0,35)^{40}}.$$

*Взаимосвязь между ценой облигации, купонной выплатой, требуемой доходностью и сроком погашения.* Для облигаций существует строгая взаимосвязь между этими параметрами:

1. Цена облигации  $P_0$  и требуемая доходность (требуемая отдача)  $i$  находятся в обратной зависимости – повышение (понижение) величины  $i$  приводит к падению (росту) цены  $P_0$ .

2. В любой момент времени существует строгая взаимосвязь между ценой облигации  $P_0$ , купонной выплатой  $C_t$  (выраженной в виде процента) и требуемой доходностью  $i$ :

– когда процент  $C_t$  купонной выплаты равняется  $i$ , то цена облигации  $P_0$  равняется номинальной стоимости  $M_n$ . Поскольку величины номинала  $M_n$  и процента купонной выплаты  $C_t$  задаются изначально в момент эмиссии и не меняются вплоть до погашения облигации, а требуемая доходность  $i$  и текущая цена  $P_0$  облигации могут меняться под воздействием рыночных факторов, то справедливо и обратное утверждение: всякий раз, когда цена облигации совпадает с ее номиналом, требуемая доходность облигации

равняется проценту купонных выплат;

– когда купонная ставка процента  $C_t$  выше требуемой доходности  $i$ , текущая цена облигации превосходит ее номинальную стоимость;

– когда купонная ставка  $C_t$  становится ниже требуемой доходности, текущая цена облигации будет меньше номинала.

3. Цена облигации зависит от срока, оставшегося до ее погашения, причем эта зависимость определяется соотношением купонной ставки процента и требуемой доходности. Для наглядности обратимся к табл. 2.3.

Как следует из таблицы, если купонная выплата  $C_t$  равняется требуемой доходности  $i$ , то цена облигации вне зависимости от срока, оставшегося до погашения, всегда равна номинальной стоимости (1000 руб. в нашем случае). Если же  $C_t \neq i$ , то цена облигации  $P_0$  равняется номиналу только в момент ее погашения. При этом, когда облигация имеет дисконт, т. е.  $C_t < i$ , то цена облигации постепенно повышается по мере приближения срока погашения; когда  $C_t > i$  и облигация может быть продана с премией, то цена облигации медленно падает с приближением срока погашения.

Таблица 2.3

**Зависимость цены облигации от срока, оставшегося до ее погашения, при различных величинах  $C_t$**

Годы до погашения	$C_t = i = 5\%$			$i = 7\% > C_t$			$i = 3\% < C_t$		
	PV купонных выплат	PV номинала	$P_0$	PV купонных выплат	PV номинала	$P_0$	PV купонных выплат	PV номинала	$P_0$
20	623,1	376,9	1000	529,7	258,4	788,1	743,9	553,7	1297,6
15	519,0	481,0	1000	455,4	365,4	820,8	596,9	641,9	1238,8
10	386,1	613,9	1000	351,2	508,3	859,5	426,5	744,1	1170,6
5	216,5	783,5	1000	205,0	713,0	918,0	229,0	862,6	1091,6
1	48,6	952,4	1000	46,7	934,6	981,3	48,5	970,9	1019,4
0	0	1000	1000	0	1000	1000	0	1000	1000

*Определение цены облигации, приобретаемой не в день выплаты купонных сумм.* Цена облигации, приобретаемой не в день выплаты купонных сумм, определяется по формуле:

$$P_0 = f \times \frac{C_t}{(1+i)^f} + \sum_{t=1}^{n-1} \frac{C_t}{(1+i)^{t+f}} + \frac{M_n}{(1+i)^{n-1+f}} + (1-f) \times C_t,$$

где  $f$  – коэффициент, подсчитываемый следующим образом:

$$f = \frac{\text{число дней между датой покупки и следующей купонной выплатой}}{\text{число дней в разорванном купонном периоде}}$$

При вычислении  $f$  необходимо учитывать следующие правила: во-первых, день покупки облигации не учитывается, а день купонной выплаты учитывается; во-вторых, если при расчете денежных потоков от облигации используется календарный год, то необходимо в каждом месяце брать календарное число дней. Если же год принимается равным 360 дней, то каждый месяц считается равным 30 дням;

– первое слагаемое – приведенная стоимость оставшейся части разорванной купонной суммы;

– второе слагаемое – приведенная стоимость оставшихся до погашения неразорванных купонных выплат;

– третье слагаемое – приведенная стоимость номинала;

– четвертое слагаемое – заработанная продавцом облигации часть разорванной купонной суммы, называемая *накопленным купоном*.

Существует несколько видов категории доходности облигаций, из которых наиболее часто применяются:

а) номинальная, или купонная, доходность;

б) текущая доходность;

в) доходность к погашению.

*Номинальная доходность* (купонная ставка) показывает процентную величину суммарного ежегодного дохода, полученного от облигации в виде купонных выплат, по отношению к номинальной стоимости облигации:

$$\text{номинальная доходность} = \frac{\text{ежегодный купонный доход}}{\text{номинальная стоимость облигации}}$$

*Текущая доходность* устраняет первый недостаток номинальной доходности, так как при ее исчислении используется не номинальная, а текущая рыночная цена облигации:

$$\text{текущая доходность} = \frac{\text{ежегодный купонный доход}}{\text{номинальная стоимость облигации}}$$

*Доходность к погашению* (yield to maturity – YTM) является наиболее часто употребляемой мерой оценки доходности облигаций, поскольку она устраняет оба недостатка, присущих номинальной и текущей доходности. Существует несколько эквивалентных определений доходности к погашению.

Первое определение доходности к погашению основывается на предположении, что инвестор всегда имеет альтернативу вложить деньги, предназначенные для покупки облигации, в банк. В таком случае под доходностью к погашению облигации следует понимать ту единственную и

неизменную ставку процента (с учетом начисления сложного процента через определенные промежутки времени), которая, будучи выплачиваемой банком на инвестированную сумму, обеспечивала бы инвестору получение тех платежей, которые предусмотрены условиями выпуска облигации.

Второе эквивалентное определение доходности к погашению:  $YTM$  – это такая ставка дисконта, при которой приведенная стоимость денежных потоков, обеспечиваемых облигацией (купонные выплаты и номинал), равна рыночной цене облигации  $P_0$  на момент вычисления текущей стоимости. Подобное определение доходности к погашению эквивалентно понятию *внутренней нормы отдачи* (internal rate of return – **IRR**) инвестиций.

Третье альтернативное определение доходности к погашению:  $YTM$  – это средняя геометрическая годовая норма отдачи, которую инвестор ожидает получить от своей инвестиции в момент покупки облигации, рассчитывая держать облигацию вплоть до ее погашения.

Основные составляющие отдачи облигаций. В общем случае отдача облигации состоит из трех составляющих:

- 1) цена ликвидации (номинал  $M_n$  при погашении облигации; цена продажи  $P_{\text{прод.}}$  в случае продажи облигации до срока ее погашения);
- 2) сумма купонных выплат за  $n$  периодов выплаты процентных сумм =  $n \times C_t$ ;
- 3) сумма процента на процент.

Пример: пусть инвестор приобретает облигацию со сроком погашения 30 лет по номинальной стоимости и с ежегодной купонной ставкой 8%. Если облигация приобретена по номиналу, то ее доходность к погашению, а следовательно, и прогнозируемая годовая средняя геометрическая норма отдачи равна купонной ставке и составляет 8%. Если в последующие 30 лет инвестор реинвестирует все полученные купонные суммы по ставке 8%, то суммарный доход инвестора, т. е. отдача облигации, будет состоять из следующих составляющих:

- 1) выплаченная в момент погашения номинальная стоимость *облигации* – 1000 руб.;
- 2) за 30 лет он 30 раз получит купонные выплаты, т. е. суммарные процентные выплаты равны:  $30 \times 50 = 1500$  руб.;
- 3) процент на процент. Чтобы высчитать процент на процент, необходимо воспользоваться таблицей аннуитетов: эта таблица показывает, что фактор аннуитета для 8% и 30 периодов равен 113,28. Значит, суммарная величина накопленного процента равна:  $113,28 \times 80 = 9062,7$ . Но из этой суммы 2400 руб. составляют купонные выплаты, а чисто процент на процент равен:  $9062,7 - 2400 = 6662,7$  руб. Но для получения такого дохода, а следовательно, и предполагаемой нормы отдачи (или, что равноценно, доходности к погашению) инвестор должен реинвестировать купонные суммы по ставке процента, равной доходности к погашению.

Поскольку третья компонента суммарной отдачи облигации предполагает начисление сложного процента на купонные выплаты, то очевидно, что эта компонента будет зависеть в основном от двух факторов – величины купонной

выплаты и срока до момента погашения: с ростом величины купонной ставки и срока до погашения доля процента на процент в суммарном доходе повышается.

*Измерение суммарной продажи в случае продажи облигации до срока погашения.* При рассмотрении примеров вычисления составляющих отдачи облигаций предполагалось, что инвестор держит облигации вплоть до их погашения. Однако на практике многие инвесторы продают эти ценные бумаги раньше срока погашения. Методика определения суммарной отдачи облигаций в случае ее досрочной продажи содержит ряд особенностей, поскольку предполагает вычисление трех составляющих уже по отношению ко дню продажи, а не к моменту погашения. Кроме того, вместо номинальной стоимости облигации (которую получают при ее погашении) необходимо брать цену продажи облигации. Если мы сегодня хотели бы определить составляющие дохода облигации в будущем (к моменту ее продажи), то главная сложность состоит в определении предполагаемой стоимости облигации в день ее реализации. Данная операция подразумевает прогнозирование рыночной ставки процента, по которой необходимо будет дисконтировать потоки денег, оставшиеся нереализованными к моменту продажи облигации. В случае определения отдачи в момент продажи облигации необходимо пользоваться уже наблюдающимися, реализованными (а не прогнозируемыми) данными о цене продажи.

Рассмотрим конкретный пример определения составляющих отдачи облигации. Предположим, что инвестор покупает по номинальной стоимости 1000 руб. облигацию со сроком погашения 10 лет и ежегодными купонными выплатами 7% (если облигация приобретена по номинальной стоимости, то в момент продажи ее доходность к погашению также составляла 7%). При этом инвестор уверен, что ему удастся реинвестировать получаемые купонные выплаты по ставке 8% в течение семи лет, после чего он намерен продать облигацию. Из каких составляющих формируется его суммарный доход в момент продажи облигации и чему будет равна доходность к моменту продажи, или средняя годовая геометрическая доходность облигации?

Во-первых, определим предполагаемую цену продажи облигации, т. е. приведенную стоимость оставшихся потоков денег. До погашения облигации через 7 лет останется три года; в каждый из этих лет инвестор должен получать по 70 руб. купонных выплат, а в момент погашения ему выплатят номинал 1000 руб. Ставка дисконта  $i=8\%$ . Отсюда цена продажи:

$$P_{\text{пр.}} = \sum_{t=1}^3 \frac{70}{(1,08)^t} + \frac{1000}{(1,08)^3} = 973,8 \text{ руб.}$$

Остальные составляющие отдачи облигации находим, исходя из того, что реинвестирование 70 руб. по ставке 8% в течение 7 лет даст в общей сложности 624,6 руб. Из этого  $70 \times 7 = 490$  руб. составят суммарные купонные выплаты, а  $624,6 - 490 = 134,6$  руб. составят проценты на процент.

Итак, суммарная отдача облигации через 7 лет в момент ее продажи будет содержать три части:

- 1) цена продажи – 973,8 руб.;
- 2) суммарные купонные выплаты – 490 руб.;
- 3) проценты на процент – 134,6 руб.,

т. е. в общей сложности:  $973,8+490+134,6=1598,4$  руб. Ожидаемая средняя геометрическая годовая норма отдачи составит:  $(1598,4/1000)^{1/7} - 1=0,0693$ , или 6,93%.

### ***2.1.2. Вексель***

Основные особенности вексельного института отчетливо наметились и получили развитие в середине XII в. в Италии. Становление рынка товаров в различных странах привело к распространению ремесла менял. Кроме того, значительные неудобства и опасности, связанные с перевозкой больших сумм денег, привели к возникновению и развитию новой формы обмена денег посредством расписок. Первоначально такого рода операции осуществлялись через отделения меняльных контор. Таким образом, простой обмен превращался в обязательство, дававшееся менялой, об уплате против полученных им наличных денег эквивалента в другом месте и через определенное время. Причем обязанность уплатить определенную сумму возлагалась на третье лицо, находящееся в месте платежа. Такое принятие на себя обязательства платежа впоследствии получило наименование «акцепта».

Таким образом, вексель возник из потребностей в переводе денег и оформлении отсрочки платежа при совершении каких-либо гражданских и имущественных операций.

Векселя имели широкое хождение в дореволюционной России, а также в годы нэпа, так как коммерческое кредитование носило повсеместный характер. После этого вексель практически не применялся во внутригосударственном хозяйственном обороте, несмотря на то, что широко использовался во внешнеэкономических операциях. Возрождение векселя в России произошло в 1991 г., когда он был полностью признан: всем государственным предприятиям разрешили вексельное кредитование и его применение в хозяйственных операциях. Тогда же появились региональные и общероссийские программы развития вексельного обращения. Самой первой стала программа Эмиссионного синдиката (ЭС) в составе ряда банков и Российского брокерского дома (РБД). Широкому распространению векселей способствовали обеспечение свободной торговли векселями на фондовых (в том числе биржевых) площадках, проведение постоянно действующих вексельных аукционов. Преимуществом корпоративных векселей является то, что они (в отличие от денег) не могут быть немедленно списаны за долги налоговыми службами, т. е. экономят налоги. Векселя можно заложить, внести в виде взноса в уставный капитал вновь образованной компании, а также учесть в банке, т. е. продать ему.

*Вексель* (от нем. Wechsel – обмен) – это ценная бумага, оформленная в строгом соответствии с требованиями закона, содержащая безусловное абстрактное денежное обязательство, выданное одной стороной (векселедателем) другой стороне (векселедержателю) и дающее его владельцу бесспорное право требовать по истечении определенного срока с лица, выдавшего (или акцептовавшего) обязательство, уплатить обозначенную в нем денежную сумму. Вексель сочетает в себе черты ценной бумаги, с одной стороны, и платежного средства – с другой. Он является абстрактно-денежным документом и в силу этого не обеспечивается залогом (залогом). Одно из отличий векселя от других долговых обязательств состоит в том, что вексель может передаваться из рук в руки по передаточной надписи – индоссаменту. Суть индоссамента заключается в том, что вместе с векселем другому лицу передается право на получение платежа, передаточная надпись при этом проставляется на оборотной стороне векселя или на добавочном листе (аллонже). Реквизиты векселя определены законодательством и являются обязательными. Отсутствие в документе каких-либо из установленных обозначений лишает его силы векселя.

*Векселедатель* – заемщик, должник, выдавший кредитору (векселедержателю) вексель, по которому получен кредит и по которому к определенному сроку он должен погасить вексель, вернуть указанную в нем сумму денег. Векселедатель может указать какое-либо лицо для акцепта или платежа по векселю.

#### *Обязанности векселедателя*

При предъявлении требований со стороны векселедержателя векселедателю тот обязан уплатить:

- 1) неакцептованную или неоплаченную сумму векселя с процентами (при их обусловленности);
- 2) проценты со дня срока платежа;
- 3) издержки по протесту и другие издержки;
- 4) пеню со дня срока платежа.

От долговой расписки вексель отличается тем, что споры по обязательствам, вытекающим из векселя, рассматриваются на основе специального вексельного права, а не общего гражданского права (как в случае долговой расписки). В частности, в вексельном праве предусматривается жесткий и простой механизм взимания долга. В случае неплатежа векселедержатель может совершить у нотариуса протест, и нотариальная запись протеста (акт протеста) будет иметь силу судебного решения. Имея на руках опротестованный вексель, векселедержатель может обращаться в службу исполнения судебных решений для принудительного исполнения обязательства.

#### *Классификация векселей:*

А. В соответствии с *выполняемыми функциями* можно представить два типа векселей:

1) *товарный* вексель, который используется при расчетах за товары, выполненные работы и оказанные услуги. Товарный вексель может быть выдан любым юридическим лицом. Бланки товарных векселей единого образца выпускаются Министерством финансов РФ и реализуются через банки;

2) *финансовый* вексель, который выдается под полученные на возвратной основе денежные суммы. Только организациям, имеющим соответствующую лицензию, выдаваемую Центральным банком Российской Федерации, разрешается выпуск финансовых векселей.

Б. По схеме выпуска и обращения принято выделять четыре вида векселей:

1) *простой* вексель (иначе соло-вексель) – обязательство, выдаваемое заемщиком на имя кредитора;

2) *переводный* вексель (иначе тратта) – письменный приказ одного лица (кредитора, именуемого трассантом) другому (заемщику, плательщику, именуемому трассатом) уплатить определенную сумму денег третьему лицу (предъявителю, именуемому ремитентом);

3) *коммерческий* вексель – вексель, выдаваемый заемщиком под залог товаров; банковский вексель – тратта, выставяемая банками данной страны на своих заграничных корреспондентов (на иностранные банки);

4) *казначейские* векселя – векселя, выпускаемые государством для покрытия своих расходов.

*Простой вексель* – ценная бумага, удостоверяющая безусловное денежное обязательство векселедателя уплатить по наступлении срока определенную сумму денег £ владельцу векселя (векселедержателю). Векселя, срок платежа по которым не указан, рассматриваются как подлежащие уплате по предъявлении. Простой вексель чаще всего используется при оформлении ссуд.

Простой вексель – это безусловное ленное долговое обязательство, составленное по утвержденной законом форме, выданное векселедателем векселедержателю, временно это такое обязательство, которое дает безусловное право его держателю (владельцу или предъявителю) требовать с лица, выдавшего (или акцептовавшего) вексель, уплаты оговоренной в нем денежной суммы. Наконец, это документированное вложение в оборотные средства контрагента, обязующегося возместить их инвестору на оговоренных в векселе условиях в определенный срок. В соответствии с Положением о простом векселе и независимо от того, что в этом векселе участвуют два лица, платеж по векселю может быть обеспечен полностью или частично посредством поручительства – авалия. Такое обеспечение дается третьим лицом (обычно банком) как за векселедателя, так и за каждое обязанное по векселю лицо. Оплатив вексель, авалист приобретает все права, вытекающие из векселя. Отметка об авале может быть сделана на векселе, добавочном листе или даже на отдельном листе за подписью авалиста с указанием того, за кого именно он дан. Авалист и лицо, за которое он поручился, несут солидарную ответственность.

*Реквизиты простого векселя:*

- 1) наименование «вексель» на том языке, на котором составлен документ;
- 2) простое и ничем не обусловленное обещание уплатить определенную сумму;
- 3) указание срока платежа;
- 4) указание места, в котором должен совершиться платеж;
- 5) наименование того, кому или по приказу кого платеж должен быть совершен;
- 6) указание даты и места составления векселя;
- 7) подпись векселедателя;
- 8) наименование плательщика.

*Переводный вексель* – ценная бумага, которая представляет особый письменный приказ кредитора (векселедателя) плательщику об уплате третьему лицу (векселедержателю) в указанный срок определенной суммы денег, указанной в переводном векселе. Векселедатель обязан уплатить вексельную сумму, если плательщик не акцептовал (не принял) вексель к оплате и не заплатил по векселю.

*Субъекты переводного векселя:*

- 1) векселедатель (трассант), выдающий вексель;
- 2) первый приобретатель (векселедержатель), получающий в силу векселя право требовать платеж по нему;
- 3) плательщик (трассат), которому векселедержатель предлагает произвести платеж.

*Обязательства по переводному векселю.* Обязательства по переводному векселю для трассата (плательщика) возникают лишь с момента акцепта (принятия) им векселя, в противном случае он остается (для векселя) посторонним лицом. Исходя из этого получателю денег по векселю до наступления срока платежа следует выяснить отношение плательщика к оплате векселя. Для этого он предъявляет вексель трассату с предложением его акцептовать и, следовательно, принять на себя обязательства произвести платеж. В случае неоплаты векселя в указанный в нем срок или отказа трассата от акцепта вексель предъявляется к протесту.

*Протест переводного векселя* в неплатеже (неакцепте) и недатировании акцепта производится нотариусом. Векселедержатель для совершения протеста должен предъявить такой вексель нотариусу по местонахождению плательщика. Нотариус в день принятия векселя к протесту предъявляет плательщику требование о платеже или акцепте векселя. Если после этого последует платеж, нотариус, не проводя протеста, возвращает вексель плательщику с надписью по установленной форме на самом векселе о получении платежа и других причитающихся сумм. Нотариусом составляется акт по установленной форме о протесте в неплатеже или неакцепте. Одновременно он делает соответствующую запись в реестре, а также отметку о протесте в неплатеже или неакцепте на самом

векселе, если плательщик ответил отказом на требование произвести акцепт или платеж векселя.

#### *Последствия протеста переводного векселя*

1. Органы суда по искам, основанным на опротестованных векселях, вправе выдавать судебные решения.

2. Наступает ответственность перед векселедержателем всех обязанных по векселю лиц, которые отвечают солидарно.

3. Неся определенные издержки, вызванные совершением протеста векселя и неполучением платежа по нему, векселедержатель вправе требовать с обязанных лиц сумму, большую, чем указано в векселе (неуплаченную вексельную сумму с процентом).

Простой вексель выписывает и подписывает векселедатель. В российской коммерческой практике используются преимущественно простые векселя. Это объясняется тем, что структура отношений при применении простого векселя проще, чем при использовании переводного. Кроме того, российское законодательство предусматривает уплату налога на операции с ценными бумагами в размере 0,3% от суммы сделки, который должен взиматься при заключении договора купли-продажи переводного векселя и не взимается с аналогичной сделки по простому векселю.

Простые векселя могут быть использованы во взаиморасчетах, для вексельного кредитования, для привлечения денежных средств.

Для увеличения надежности векселей обоих видов может быть применено вексельное поручительство, которое называется *авалем*. Суть авалья состоит в том, что третье лицо дает гарантию платежа по векселю. Аваль может быть дан за любого должника по векселю; если авалистом не указано другое лицо, то считается, что аваль дан за векселедателя. Аваль может быть дан на всю сумму векселя или на ее часть.

В. По формированию доходов векселя делятся на процентные и дисконтные. *Процентные векселя* – это ценные бумаги, на вексельную сумму которых начисляются проценты. *Дисконтные векселя* – это ценные бумаги, которые продаются со скидкой по отношению к вексельной сумме. *Дисконт* – это разница между вексельной суммой и суммой платежа при продаже векселя.

Согласие принять плательщиком на себя обязательства оплатить вексель в срок получило название «вексельный акцепт». Именно акцепт делает вексель платежным средством. Вексель может быть предъявлен для акцепта до наступления срока платежа плательщику в его местонахождении (местожительстве). В некоторых ситуациях акцепт не обязателен. В любом случае векселедатель может воспретить в векселе предъявление его к акцепту; Плательщик, не акцептовавший вексель, не является ответственным по векселю, несмотря на то, что может оплатить его. При отказе плательщика от оплаты наступает ответственность трассанта как плательщика. Векселедатель может обусловить, что вексель должен быть предъявлен к акцепту с назначением или без назначения срока. Обычно чтобы подтвердить обязательство плательщика оплатить вексель, предусматривающий отсрочку

платежа, к акцепту предъявляются срочные векселя. Акцепт нужен и для векселей сроком «платеж во столько-то времени от предъявления», а также в случаях, специально оговоренных условиями вексельного обращения. Вексель может быть предъявлен к акцепту с наступлением срока платежа. Вексель с оплатой «в определенный срок от предъявления» должен быть представлен акцепту в течение одного года. Вексеledатель может изменить этот срок в любую сторону. Такой акцепт должен быть датирован днем, в котором он был выписан, если вексеledержатель не потребует, чтобы он был датирован днем предъявления. Плательщик может потребовать предъявления векселя на следующий день.

#### *Механизм акцепта*

Акцепт выражается словом «акцептован» или равнозначным словом, отмечается на самом векселе и подписывается плательщиком, но достаточно и одной подписи плательщика на лицевой стороне векселя. Обычно вексель к акцепту предъявляют держатели или трассанты, а плательщик может ограничить его частью суммы. Акцепт должен быть простым и ничем не обусловленным. Производится он, как правило, через банк. Как только плательщик письменно сообщает о своем акцепте или когда он возвращает акцептованный им вексель вексеledержателю, его обязанность по векселю становится безотзывной. Вместе с тем акцепт не обязательное условие для оплаты векселя плательщиком. В некоторых случаях и при использовании простого векселя требуется распространение на него правил об акцепте. В этом случае вексеledатель назначает в качестве плательщика самого себя.

*Поручительство по векселю обрело другое название векселя – аваль – (авалист), или гарант.* Оформляется гарант надписью на векселе или на аллонже либо выдачей отдельного документа (уже не для всех держателей, а для одного – с указанием места выдачи документа). Лицо, совершившее аваль (авалист), принимает на себя ответственность за выполнение вексельных обязательств кем-либо из обязанных по векселю лиц – акцептантом, вексеledателем, индоссантом. Аваль широко используется в практике обращения простых и переводных векселей. В России авалистами часто выступают представители хозяйственной и административной сферы.

#### *Механизм авалья*

Аваль выражается словами «аваль», или «считать за аваль», или другой равнозначной фразой. Авалисты – обычно третьи лица или одно из лиц, подписавших вексель (вексеledержатель, индоссант, акцептант). Особенно часто в качестве авалистов выступают банки. Авалист должен указать, за кого он гарантирует. Если в векселе не указано, за кого дан аваль, то считается, что аваль дан за трассанта (вексеledателя). Здесь появляется новая фигура вексельного обращения – гонорат, обязанное по векселю лицо, в отношении которого с поручительством за него выступило третье лицо. Ответственность авалиста и гонората одинакова.

#### *Права авалиста*

1. Оплатив вексель, авалист имеет право требовать возмещения ущерба с того лица, за которого он дал аваль, а также с лиц, ответственных перед последним.

2. Авалист имеет право ограничить свое обязательство суммой, сроком либо каким-то другим условием. Подпись, поставленная на лицевой стороне векселя, признается за аваль, но лишь в случае, если она не принадлежит векселедателю (трассанту) или плательщику.

Форма кредитования банком векселедержателя, т. е. лица, являющегося получателем по векселю, путем досрочной выплаты ему указанной в векселе суммы за вычетом процентов с момента учета векселя до срока платежа по нему, а также суммы банковской комиссии называется *вексельным кредитом*. Свои права по векселю при этом векселедержатель передает банку посредством индоссамента.

#### *Гарантии вексельного кредита*

В качестве обеспечения векселя заемщика принимаются:

- 1) гарантии банков и финансовых структур;
- 2) страховые обязательства;
- 3) гарантии органов государственного управления;
- 4) государственные и муниципальные ценные бумаги, облигации;
- 5) акции и ценные бумаги, находящиеся в собственности заемщика;
- 6) недвижимое имущество и имущественные права заемщика;
- 7) плата за услуги заемщика;
- 8) товарные активы, подтвержденные складскими и товарораспорядительными документами;
- 9) другие формы обеспечения, признанные оператором достаточными.

#### *Права кредитора:*

- 1) требовать от заемщика представления по предмету договора займа необходимых документов, указания уровня доходности  $i$ , векселя заемщика;
- 2) отказать в предоставлении займа при неподтвержденной ликвидности объектов обеспечения займа;
- 3) организовывать биржевой и внебиржевой оборот векселей заемщика;
- 4) осуществлять торговлю векселями заемщика по согласованию с ним либо при нарушении условий договора займа и т. д.

#### *Права заемщика:*

- 1) депонировать векселя до завершения передачи залога на счете «депо» в банке заемщика под свою ответственность;
- 2) заключать договоры непосредственно с головными операторами;
- 3) заключать форвардные контракты с операторами на продажу обеспеченных векселей заемщика;
- 4) получать вознаграждение от операторов при условии совместного выполнения программных мероприятий по ликвидации неплатежей.

Переход или передача векселя из одних рук в другие, движение векселей в сфере обращения как денежных документов от одного лица к другому в соответствии с необходимостью осуществления между ними вексельных расчетов называется вексельным обращением. Эмитентами

векселей могут быть все официально признанные хозяйствующие субъекты. Определенный толчок развитию вексельного обращения в стране дали нормативные материалы, согласно которым просроченная кредиторская задолженность предприятий и организаций всех форм собственности переоформлялась коммерческими банками в срочные долговые обязательства (простые финансовые векселя).

Высокая обращаемость векселей позволяет решать проблемы взаимных расчетов и неплатежей. Поскольку число индоссаментов ничем не ограничено, достаточно ликвидные векселя за непродолжительное время могут сократить неплатежи на суммы, в десятки раз превышающие номиналы векселей. Векселями погашаются долги перед контрагентами и задолженность перед местным бюджетом и государственными внебюджетными фондами.

#### *Вексельные операции*

С векселями осуществляются различные операции:

1) *домицилирование* – это оплата векселя по поручению клиента (векселедателя), который по предварительной договоренности с банком указывает место платежа;

2) *инкассирование* – это выполнение поручения векселедержателя по получению в установленный срок причитающихся платежей по векселю;

3) *дисконт векселей* – это их учет (прием, приобретение) в банках, в ходе которого банк получает учетную ставку;

4) *форфейтирование*, т. е. покупка вексельных долгов, когда векселедержатель делает передаточную надпись покупателю с оговоркой типа «без оборота на меня»;

5) *депонирование векселей*, т. е. их сдача на хранение в специализированные финансово-кредитные и инвестиционные институты.

#### *Условия вексельного обращения*

Для эффективного вексельного обращения необходимы следующие условия:

1) оперативная система взыскания долга по векселю и эффективная система рассмотрения вексельных споров;

2) создание вексельных судов для ускорения процедуры рассмотрения вексельных исков и взыскания по неплатежам;

3) действие вексельных центров по обслуживанию корпоративных долговых обязательств в качестве финансовых посредников и т. д.

#### *Особенности обращения векселей заключаются в:*

1) значительном разбросе цен на рынке;

2) ограниченном круге участников на рынке корпоративных векселей;

3) выдвигании эмитентом в ряде случаев дополнительных условий и ограничений;

4) использовании векселя как средства расчета с кредиторами.

Обращение векселей регулируется *вексельным правом* – совокупностью юридических, правовых норм, регулирующих вексельное обращение и вексельные отношения. Вексель – строго формализованный

документ. Форма векселя, порядок его выставления, оплаты, обращения, права и обязанности сторон и все прочие вексельные правоотношения (например, порядок предъявления исков в случае неакцепта или неплатежа) регулируются вексельным законодательством. Следует также иметь в виду, что все, что не оговорено каким-либо образом в вексельных нормативных актах, в случае с векселями запрещено (не действительно, считается ненаписанным).

Отсутствие какого-либо обязательного реквизита превращает вексель в простое обязательство или в письменное поручение, лишает его силы векселя (за исключением особо оговоренных случаев). Специфика векселя состоит в том, что операции с ним регулируются особым, фактически международным вексельным законодательством, в частности Женевской конвенцией 1930 г., на основании которой были приняты соответствующее Постановление ЦИК СССР 1937 г. и последующие документы уже в наше время. Женевский вексельный закон (или Единообразный вексельный закон – ЕВЗ) от 7 июня 1930 г. № 358–360 используют:

– страны, подписавшие и ратифицировавшие или официально присоединившиеся к Женевской конвенции и издавшие на их основе свои национальные вексельные законы (Австрия, Венгрия, Германия, Италия, Польша, Финляндия, Франция, Япония и др.);

– страны, подписавшие, но не ратифицировавшие Женевскую конвенцию и официально не присоединившиеся к ней, но издавшие на их основе свои национальные вексельные законы (Аргентина, Болгария, Румыния, Сирия, Турция, Эфиопия и др.).

Английский закон о переводных векселях 1882 г. применяется в Австралии, Англии, Индии, Канаде, США, ЮАР и других странах.

Среди стран иных основ вексельного законодательства можно назвать Египет, Иран и др.

Россия по основе вексельного законодательства относится к 1-й группе. Кроме этого, правовые отношения на вексельном рынке основываются на Законе «О переводном и простом векселе» от 11 марта 1997 г., который, например, устанавливает:

1) вексельную дееспособность, граждан, частных предпринимателей и юридические лица РФ;

2) абстрактный характер обязательства: текст векселя не должен содержать ссылок на основание, по которому выдан вексель;

3) бесспорный характер обязательств по векселю, если он признан подлинным;

4) безусловный характер обязательств – любое условие исполнения платежа, например, «подписание акта приемки», «передача таких-то ценностей», «наступление такого-то события» и т. п. не имеет юридической силы;

5) денежный характер обязательства – не может считаться векселем обязательство, по которому уплата долга совершается товаром, оказанием услуг и т. п.;

6) обязательность применения принципа документарности при составлении векселя;

7) простую письменную форму – выпуск векселя в виде записи на счетах невозможен;

8) строго установленную форму – вексель должен иметь обязательные реквизиты. Отсутствие хотя бы одного из них приводит к непризнанию документа векселем, превращает его в обычную долговую расписку или приказ о выплате денежных средств, выводит документ из сферы действия вексельного права и соответствующих ему процедур взыскания задолженностей и подчиняет рассмотрение обстоятельств, связанных с документом, нормам общего гражданского права;

9) солидарную ответственность по векселю – при неисполнении обязательства основным должником векселедержатель может обратиться за взысканием долга к любому из прежних держателей векселя, который при погашении векселя приобретает право требования вексельной суммы<sup>1</sup> у любого из лиц, указанных в вексельной цепочке;

10) соответствие пени по выставленному к оплате векселю учетной ставке ЦБ РФ.

Неурегулированные законодательством вопросы вексельного обращения могут быть решены с помощью организаций профессиональных участников вексельного рынка. Одной из них является Ассоциация участников вексельного рынка (АУВЕР), учрежденная в 1996 г. Одной из задач этой организации является разработка правил и стандартов проведения операций с векселями.

В целях унификации вексельного законодательства ведется работа в рамках Комиссии ООН по праву международной торговли (ЮНСИТРАЛ).

#### *Функции вексельного законодательства*

1. Единообразный вексельный закон направлен на унификацию вексельных законов и устранение сложностей использования векселей в международных расчетах и служит базой для национального законодательства в большинстве стран.

2. Вексельное законодательство регулирует учет, обращение векселей, операции с векселями.

3. Вексельное законодательство определяет терминологию вексельного обращения, такие понятия, как «индоссамент», «векселедатель», «индоссант», «акцепт «авалист» и т. д.

В соответствии с Женевской конвенцией вексель должен иметь следующие обязательные реквизиты:

1) вексельную метку – наименование «вексель» в тексте документа;

2) безусловный приказ или обязательство уплатить определенную сумму;

3) наименование плательщика и первого держателя;

---

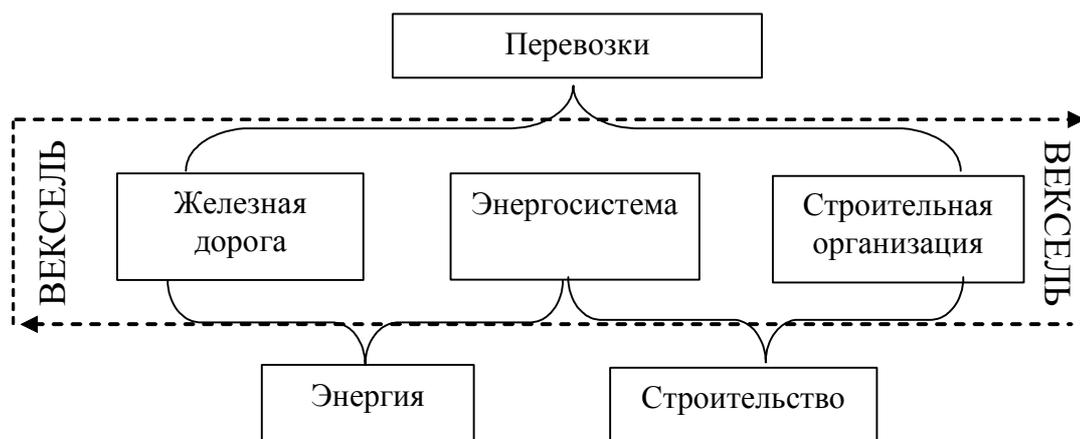
<sup>1</sup> *Вексельная сумма* – денежная сумма, указанная в векселе и подлежащая платежу.

- 4) указание срока платежа;
- 5) указание места совершения платежа;
- 6) наименование ремитента;
- 7) указание даты и места составления документа;
- 8) подпись векселедателя.

Документ, в котором нет указанных обозначений, не имеет силы векселя, за исключением специально оговоренных вексельным законодательством случаев. Так, векселя, срок платежа по которым не указан, рассматриваются как подлежащие уплате по предъявлении. Место, обозначенное рядом с наименованием плательщика (место составления документа), при отсутствии особых указаний считается местом платежа и местожительством плательщика (векселедателя). Вексель, в котором не указано, где он составлен, признается подписанным на месте, обозначенном рядом с наименованием векселедателя. Вместе с тем в векселе могут иметь место вексельные оговорки – предусмотренные законом отметки об особых обстоятельствах, не отраженных в тексте.

Далее целесообразно привести наиболее распространенные вексельные схемы.<sup>1</sup>

1. *Применение простого векселя для проведения взаиморасчетов по строительству жилья* (рис. 2.7). Как правило, в таких операциях используются векселя надежных банков или транспортной, энергетической, металлургической и других отраслей, продукция или услуги которых достаточно ликвидны.



**Рис. 2.7.** Схема применения простого векселя для проведения взаиморасчетов по строительству жилья

Допустим, железная дорога имеет кредиторскую задолженность перед энергосистемой за поставленную энергию в размере 5 млн руб., но не имеет «живых» денег для ее оплаты. В таком случае она может выпустить вексель

<sup>1</sup> При подготовке использован конспект лекций Секо Е. В. Финансирование и кредитование строительства. СПб.: СПб ГАСУ, 2000.

на эту сумму с обязательством уплатить ее через определенный срок. Энергосистема принимает данный вексель и передает его строительной организации, которой она должна авансировать строительно-монтажные работы, но не может это сделать из-за отсутствия денег на расчетном счете. Строительная организация принимает вексель и использует его для погашения кредиторской задолженности за услуги железной дороге по перевозке грузов для строительства жилья.

Финансовая привлекательность такой схемы заключается в том, что строительная организация, принимая вексель, учтет его с дисконтом (по цене ниже номинала). Величина дисконта будет зависеть от срока оплаты векселя (чем больше срок, тем больше дисконт) и от процентных ставок на рынке кредитов.

Предположим, что курсовая стоимость векселя железной дороги на фондовом рынке составляет 40% от номинала. В этом случае строительная организация зачтет аванс от энергосистемы, оплаченный векселем, в размере 2 млн руб. Предъявив вексель железной дороге, строительная организация может погасить кредиторскую задолженность перед железной дорогой на сумму 5 млн руб. Доход по такой сделке составит 3 млн руб.

Как видим, эффект от таких сделок может быть очень значительным. Кроме того, такие схемы, как правило, предусматривают досрочное погашение кредиторских задолженностей перед векселедателем. Выпуск таких векселей (называемых иногда «расчетными») сопровождается гарантийными письмами векселедателя с обязательством досрочно погасить вексель в счет кредиторской задолженности векселедержателя.

*2. Применение простого векселя для кредитования строительства жилья.* Суть данного вида кредитования заключается в том, что заемщик получает кредит в банке не денежными средствами, а векселями, т. е. обращающимися долговыми обязательствами банка. При этом банку нет необходимости предварительно привлекать денежные средства и платить за их привлечение. Благодаря этому вексельный кредит может выдаваться под значительно более низкие проценты, чем обычные денежные ссуды (на практике процент по вексельным кредитам может быть в 2–3 раза ниже, чем по обычным). Это весьма привлекательно для заемщика.

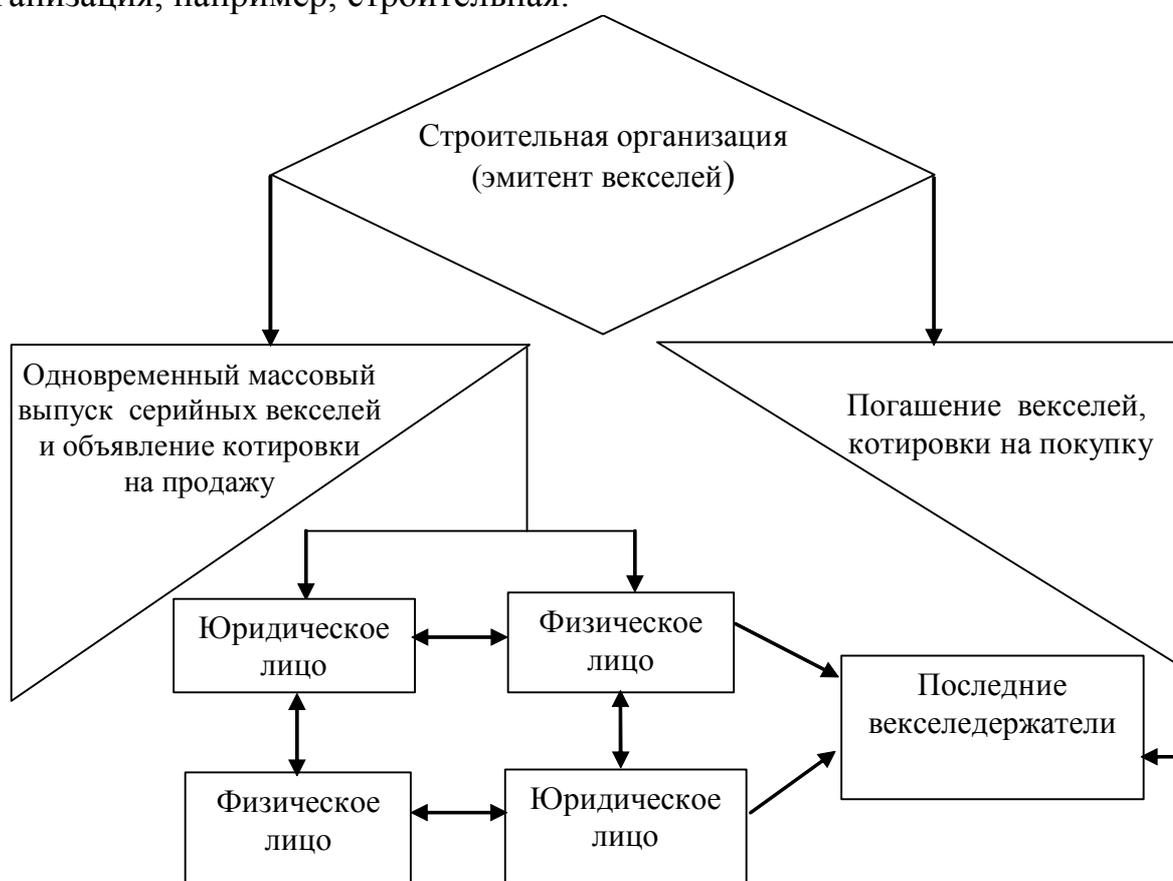
Как правило, схема выглядит следующим образом. Банк выдает кредит строительной организации в виде пакета собственных векселей. Строительная организация, в свою очередь, использует векселя банка как средство платежа для расчета с субподрядчиками и поставщиками, которые рассчитываются векселями банка со своими партнерами. При наступлении срока погашения векселедержатели предъявляют векселя в банк для оплаты деньгами. Банк выплачивает по векселям денежные средства за счет поступлений средств от заказчика строительной продукции. Деньги переводятся на расчетный счет строительной организации за выполненные объемы работ.

При этом необходимыми условиями являются высокая степень надежности банка, способного внушить доверие всем участникам процесса, и

согласие участников на вексельные расчеты. Следует иметь в виду, что вексель не отменяет договора. Бухгалтерские проводки и налогообложение определяет именно сделка – независимо от того, выдан ли вексель поставщику, банку и т. п. Договор важен потому, что в него могут быть включены дополнительные (вневексельные) гарантии и штрафные санкции в случае неоплаты векселя, помимо мер, предусмотренных вексельным законодательством.

Договор с использованием векселей должен быть заключен в письменной форме.

3. *Применение простого векселя для привлечения средств на строительство объекта недвижимости* (рис. 2.8). Привлечение средств с помощью векселей в отечественной практике используется чаще всего банками. Однако векселя с той же целью может выпускать и любая другая организация, например, строительная.



**Рис. 2.8.** Схема применения простого векселя для привлечения средств на строительство жилья

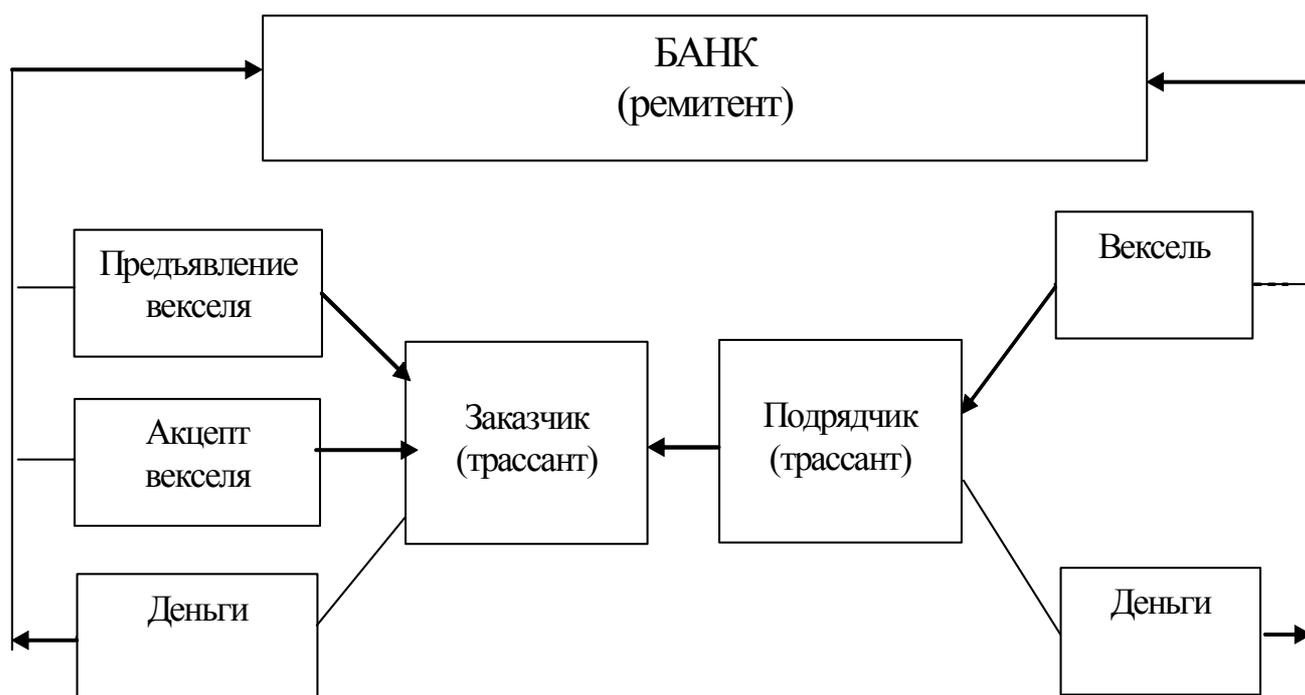
При выдаче векселей коммерческими организациями не практикуется требование по резервированию средств, которые обязательны для банков.

Ставка налога на доход по векселю значительно ниже общей ставки налога, что является мощным стимулом для вкладчика средств. Кроме того, вексель может быть использован как средство взаиморасчетов между юридическими и физическими лицами. При привлечении средств с помощью векселей эмитент производит одновременный массовый выпуск серийных

векселей и объявляет их котировку на продажу. Любое юридическое или физическое лицо может приобрести вексель, если его устраивают надежность эмитента и доходность векселя.

При выдаче векселя строительным организациям следует исходить прежде всего из собственной платежеспособности, так как неоплата векселя приведет к подрыву кредита со стороны как поставщиков, так и банков. Сроки и суммы выданных векселей не должны вести к ухудшению ликвидности. В договорах с поставщиками и субподрядчиками следует предусматривать порядок расчета векселями. В частности, в договорах необходимо указывать, что поставщик или субподрядчик предоставляет кредит строительной организации, плата за который производится им в виде дисконта или процентной ставки, указанной на векселе, с целью отнесения этих выплат на себестоимость строительно-монтажных работ. На случай возможных трудностей с оплатой векселей желательно заключать с банками и страховыми компаниями договора, предусматривающие получение авалья данных организаций. При этом финансовой службе строительной организации следует обеспечить соблюдение показателей структуры баланса, которая должна быть равна коэффициенту текущей ликвидности не менее 2, а коэффициенту обеспеченности собственными средствами – не ниже 0,1. Несоблюдение этих соотношений может свидетельствовать о появлении банкротства. Выдача векселей влияет на эти показатели.

4. *Использование переводного векселя для финансирования строительства жилья (рис. 2.9).*



**Рис. 2.9.** Схема использования переводного векселя с целью финансирования строительства объектов недвижимости

По условиям договора заказчик оплачивает строительные-монтажные работы строительной организации только после их полного завершения. Последняя, нуждаясь в средствах для проведения работ, получает кредит в банке и трассирует переводной вексель на заказчика, предлагая тем самым ему уплатить банку в определенный срок сумму взятого кредита. Переводной вексель акцептуется заказчиком, который после этого становится прямым должником по векселю, поскольку акцептант по переводному векселю обязан так же, как векселедатель по простому. Переводной вексель передается строительной организацией в банк. В случае согласия принять его банк переведет на счет строительной организации сумму, обычно несколько меньшую, чем вексельная. Разница составит доход банка.

В деловой практике обращения векселей установилась следующая терминология.

*Вексель дружеский* – вексель, не связанный с реальной коммерческой сделкой. Кредитор по одному векселю является должником по другому. Например, дружеский вексель выписывается векселедателем, испытывающим финансовые затруднения, первому векселедержателю, который использует такой вексель для последующих расчетов. В дальнейшем, когда векселедатель рассчитывается по векселю, первый векселедержатель компенсирует эти расходы векселедателю.

*Вексель дутый* – не имеющий товарного покрытия и никакой ценности вексель, жаргонное обозначение дружеского векселя, в частности, такого, сумма которого завышена с целью создания иллюзии прибыльности. Бронзовый вексель – «дутый», выставляемый предпринимателями друг другу с целью получения банковских ссуд.

*Вексель акцептованный* – вексель, имеющий согласие (акцепт) плательщика (трассата) на его оплату. Акцепт оформляется надписью на векселе («акцептован», «принят», «обязуюсь заплатить» и т. д.) и подписью трассата, может быть просто подписан плательщиком на лицевой стороне векселя. Он имеет силу акцепта. Плательщик посредством акцепта принимает на себя обязательство оплатить вексель в срок. В случае неплатежа по векселю векселедержатель может предъявить акцептанту прямой иск.

*Вексель банковский* – помогает банкам аккумулировать деньги, а векселедержателям – получать доход. Удостоверяет при наступлении условленного срока беспорное право его владельца получить и безусловное обязательство векселедателя уплатить определенную сумму денег лицу, давшему банку деньги в кредит.

*Функции банковского векселя*

1. Является средством накопления, так как выполняет функцию срочного депозита (от 1 недели до 1 года).

2. При получении, например, денежного кредита может использоваться векселедержателем в качестве залога под выгодный процент у другого заимодавца.

3. Является средством оплаты и гарантии по товарным сделкам и другим хозяйственным услугам.

4. Передаточной надписью (индоссаментом) векселедержателя может быть передан в качестве средства платежа другому юридическому или физическому лицу.

*Вексель предъявительский* – вексель, который подлежит оплате немедленно по требованию предъявителя.

*Вексель безусловный* – вексель, не обремененный никакими условиями и подлежащий по предъявлении оплате наличными.

*Вексель бронзовый* – дутый частный финансовый вексель, т. е. не имеющий никакой ценности. Он выписывается либо вымышленными фирмами, либо двумя субъектами друг на друга, после чего учитывается в банке. Бронзовый вексель является откровенно фиктивным. Гашение векселей для их оплаты осуществляется новыми векселями, которые учитываются в других банках, и т. д.

*Вексель встречный* – вексель, по которому два лица взаимно по отношению друг к другу выступают в качестве кредиторов и заемщиков. Выдается двумя лицами друг другу с целью учета этих векселей в банке, а не на основе состоявшейся между ними сделки.

*Вексель гарантийный* – вексель, выданный в обеспечение хозяйственной сделки без получения векселедателем от векселедержателя означенной в нем суммы;

*Вексель домашний* – переводный вексель, выставленный банком на свое отделение или филиал, расположенный за рубежом.

*Вексель домицилированный* (от лат. *domicilium* – «местожительство») – вексель, имеющий оговорку, зафиксированную на векселе векселедателем, о том, что он подлежит оплате третьим лицом (домицилиатом) по местожительству плательщика или в месте, отличном от местожительства векселедателя. Домицилированный вексель предъявляется к оплате домицилиату, который лишь своевременно оплачивает вексель за счет плательщика и предоставляет в его распоряжение необходимые средства, не являясь ответственным по векселю лицом. В современной коммерческой практике в качестве домицилиата обычно указывается банк, у которого предварительно получают согласие.

*Вексель казначейский* – краткосрочные государственные обязательства являются разновидностью ценных бумаг, выпускаемых государством в обращение для покрытия бюджетных расходов. Казначейские векселя в основном реализуются среди кредитных учреждений (банков) по цене ниже номинальной (с дисконтом к номинальной стоимости), а выкупаются по полной нарицательной стоимости, со сроком действия 3, 6 и 12 месяцев. Эмиссия и погашение казначейских векселей производятся центральными банками по поручению казначейств. Доход держателя казначейского векселя равен разнице между ценой погашения (номинальной) и продажной ценой. Казначейский вексель является основным видом краткосрочных обязательств государства, обычно выпускается на предъявителя и не имеет процентных купонов. Покупка и продажа ценных бумаг на свободных денежных рынках является основой денежно-кредитной политики.

*Вексель коммерческий* – вексель, возникающий на основе торговой сделки, срок его действия до 270 дней. Он выдается заемщиком кредитору под залог товара. Коммерческий простой или переводной вексель корпорации, правительственного агентства или банковской холдинг-компании, применяемый для краткосрочного кредитования, как правило, не имеет специального обеспечения, но подкреплён неиспользованными банковскими кредитными линиями. Такие векселя продаются непосредственно инвестору или дилерам с дисконтом к номиналу. Последние, в свою очередь, продают их инвесторам.

*Вексель обеспечительский* – при задолженности в течение длительного времени, в случае необязательности или ненадежности заемщика от него может быть потребован обеспечительский вексель. Он хранится на депонированном счете заемщика и не предназначается для дальнейшего оборота, в этом случае вексель используется как обеспечение ссуды. Если платеж совершается в срок, то вексель погашается. Если же выплата ссуды задерживается, то должнику предъявляется претензия.

*Вексель опротестованный* – вексель, по которому векселедержателем нотариально удостоверен отказ должника от оплаты. Протест векселя – это официальное (нотариальное, судебное) подтверждение фактов, с которыми по вексельному законодательству связывается наступление определенных правовых последствий.

#### *Формы протеста*

Акт протеста удостоверяет факт отказа плательщика:

- 1) в платеже;
- 2) в акцепте;
- 3) в датировании акцепта.

Своевременное совершение протеста в течение нескольких дней, следующих за днем платежа, позволяет держателю векселя предъявить иск ко всем лицам, несущим солидарную ответственность за главного должника.

#### *Механизм протеста*

Для удостоверения факта отказа векселя его надписателя от акцепта или платежа по векселю векселедержатель должен обратиться в установленный срок в нотариальный орган для совершения протеста по векселю. Держатель должен также известить непосредственного индоссанта и трассанта об отказе в акцепте или в платеже в течение 4 рабочих дней, следующих за днем протеста. Каждый индоссант должен, в свою очередь, в течение 2 рабочих дней, следующих за днем получения им соответствующего послания, сообщить своим индоссантам полученное им извещение. Такое уведомление предыдущего векселедержателя называется нотификацией. Индоссант, не пославший извещение в установленный срок, не теряет своего права, но несет ответственность за ущерб, который может произойти от его небрежности (но в пределах, не превышающих вексельную сумму). Опротестованные векселя изымаются из оборота (не являются средством платежа, не могут служить обеспечением платежа в банк и т. п.). Протест в неакцепте освобождает от предъявления к платежу и от протеста в

неплатеже. При условии включения в вексель оговорки «без протеста» для осуществления прав регресса векселедержатель освобождается от совершения протеста по векселю, но не избавляется ни от предъявления векселя в установленные сроки, ни от посылки извещения. Оговорка «без протеста» ускоряет рассмотрение дела. Должник автоматически признается банкротом, если по решению суда он отказывается платить по векселю. За совершение протестов всех видов в нотариальном учреждении взимается госпошлина.

*Вексель срочный* – вексель с фиксированным сроком, обозначенным на нем и ограниченным датой платежа по нему. В соответствии с этим сроком вексель и предъявляется к оплате. Оплачиваться он должен по полной стоимости, но по нему возможен и частичный платеж, от которого векселедержатель не вправе отказываться. При оплате вексель погашается. В случае если на вексельные суммы векселедатель предусматривает начисление процента, то векселедержатель должен его выплатить. Это касается векселей со сроками оплаты по предъявлении или во столько-то времени от предъявления. В остальных векселях такое условие следует считать ненаписанным.

#### *Срок векселя*

Векселя могут быть выставлены на срок:

1) по предъявлении (могут быть предъявлены к оплате в течение 1 года от даты выдачи векселя). Векселедатель может также установить, что этот вексель не может быть предъявлен к оплате ранее определенной даты, с которой и начинается исчисление годового срока. Срок этот может быть изменен векселедателем или индоссантами в любую сторону;

2) в установленный промежуток времени от предъявления. По векселям с предъявлением к оплате в установленный промежуток времени срок платежа от предъявления определяется датой акцепта (или датой протеста). Датирование акцепта здесь обязательно. Недатированный акцепт при отсутствии протеста в отношении акцептанта считается сделанным в последний день срока, предусмотренного для предъявления к акцепту;

3) в установленный промежуток времени от даты составления. В этом случае срок платежа определяется сразу же в момент выставления (составления) векселя и используется редко.

4) на определенную дату. Векселя с заранее определенной датой платежа (на конкретный день или во столько-то времени от составления или от предъявления) предъявляются к оплате в эту дату (либо в один из двух следующих рабочих дней).

*Вексель товарный* – частный вексель, возникающий на основе реальных сделок по купле-продаже товаров в кредит.

*Вексель банковый* – вексель, выдаваемый банковским учреждением другому банковскому учреждению для получения взамен его денег. Срок их обращения не ограничен. Бланк банковского переводного векселя позволяет сделать на нем до 6 передаточных надписей (индоссаментов). Финансовые (банковские) векселя не связаны с реальной товарной сделкой, а служат в

качестве мобилизации денежных средств. Финансовые векселя – лидеры рынка банковских ценных бумаг. Такие векселя используются банками для мобилизации временно свободных денежных средств. На их основе оформляются ссуды между хозяйствующими субъектами либо просроченная кредиторская задолженность. В этом случае проводится вексельное кредитование, когда вместо денег заемщик получает от банка те или иные банковские векселя. Выписка таких векселей – сугубо банковская операция, на которую нужна лицензия. Операции с финансовыми векселями сопряжены с определенным риском, так как обычно гарантами по банковским векселям выступают сами банки-векселедатели. Обычно финансовые векселя передаются заемщику с дисконтом, но могут передаваться и по номиналу. Взамен заемщик выписывает срочное обязательство или вексель на сумму долга (когда он получен с дисконтом) или на сумму долга плюс проценты на момент возвращения долга (когда он получен по номиналу). Кроме того, банковские векселя, в отличие от большинства других ценных бумаг, выпускаемых банками, не требуют регистрации со стороны центрального банка, что чревато переоценкой банком своих кредитных возможностей. Тем не менее финансовые векселя остаются популярным инструментом. Эти векселя могут быть выданы под депозиты. Они высоколиквидны, так как могут быть предъявлены любому члену банковского синдиката и досрочно погашены.

#### *Виды финансовых векселей*

Существуют следующие виды финансовых (банковских) векселей:

- 1) дисконтные;
- 2) валютные;
- 3) золотые векселя;
- 4) кратко-, средне- и долгосрочные, высоко- и низкономинальные векселя и т. д.

*Вексель частный* – вексель, выданный частным лицом.

*Вексельная книжка* – сброшюрованные векселя, служащие универсальным средством при немедленной оплате. Вексельная книжка выпускается в обращение и продается коммерческими банками, содержит определенное количество векселей, сумма каждого из которых определяется ее обладателем. Все средства с расчетного счета клиентов могут быть направлены на покупку таких книжек и обращены в векселя.

Преимущество вексельных книжек состоит в том, что в отличие от средств, находящихся на расчетных счетах, на вексельные суммы банк начисляет проценты. Да и расчеты с использованием векселей происходят гораздо быстрее, нежели просто в банковской системе.

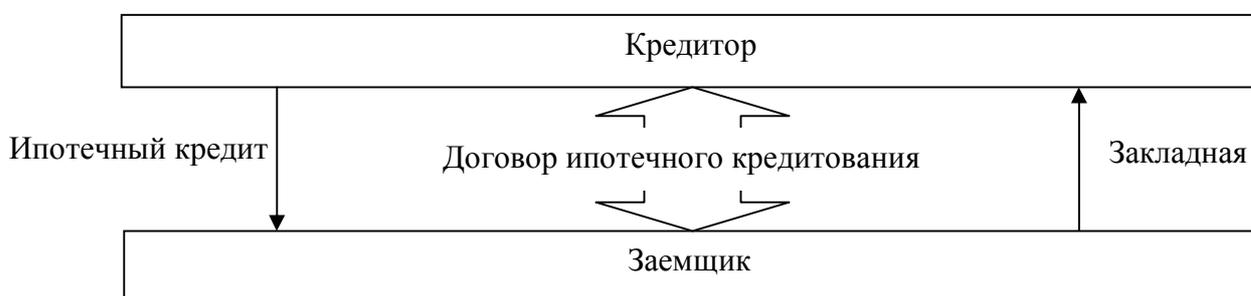
### **2.1.3. Ипотечные ценные бумаги**

На протяжении уже трех десятилетий ипотечное кредитование – неотъемлемая часть американского рынка ценных бумаг. За этот немалый срок в ответ на потребности инвесторов появилось много различных схем,

форм и видов ценных бумаг на базе ипотечного кредита. Однако первая и самая простая схема (так называемая «сквозная», pass-through) остается одной из самых популярных. Она реализуется в основном через два государственных агентства – FNMA и GNMA, а также одно полугосударственное – FHLMC.

*Ипотечный рынок* представляет собой взаимосвязанную систему, состоящую из трех основных элементов: рынка ипотечных кредитов (первичного ипотечного рынка), рынка ипотечных ценных бумаг (вторичного ипотечного рынка, который, в свою очередь, тоже делится на первичный и вторичный) и рынка недвижимости.

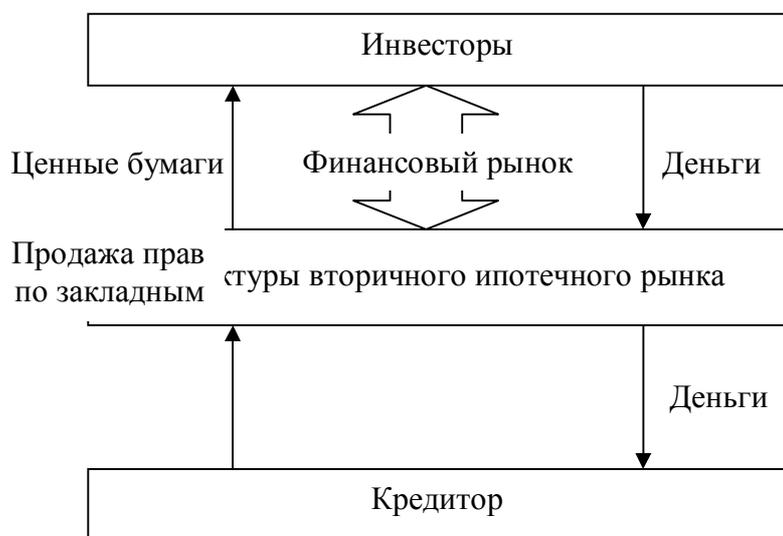
1. *Рынок ипотечных кредитов (первичный ипотечный рынок)* охватывает сферу деятельности кредитора и заемщика, между которыми в силу заключения договора ипотечного кредитования возникают обязательства. Участниками первичного рынка выступают граждане и ипотечные банки, ипотечные компании и другие учреждения, предоставляющие гражданам кредиты под залог недвижимости (рис. 2.10).



Если кредитором является банк, то для него важна возможность возобновления кредитных ресурсов, которые он может выдавать в виде новых долгосрочных ипотечных кредитов очередным заемщикам (для решения этой задачи организуется вторичный ипотечный рынок).

Первичный ипотечный рынок охватывает всю совокупность деятельности залогодержателей (кредиторов) и залогодателей (заемщиков), вступающих в соответствующие обязательственные отношения.

2. *Ипотечные ценные бумаги (вторичный ипотечный рынок)* (рис. 2.11). На этом рынке осуществляется продажа закладных по уже предоставленным ипотечным кредитам. Закладная – юридический документ о закладе (залоге) недвижимого имущества, который удостоверяет отдачу объекта недвижимости в обеспечение обязательств под кредит (ссуду).



**Рис. 2.11.** Рынок ипотечных ценных бумаг

Впервые понятие закладной как свободно обращающейся на рынке ценной бумаги появилось в Федеральном законе 1998 г. «Об ипотеке» (закон о залоге недвижимости).<sup>1</sup>

Являясь оборотоспособной ценной бумагой, закладная передается путем совершения очередной передаточной надписи (требуется лишь последующая государственная регистрация передачи). Таким образом, закладная упрощает передачу прав по рассматриваемым правоотношениям. Удобство закладной состоит еще и в том, что она сама может быть предметом залога. Тем не менее рынок закладных в России так и не сформировался.

Особый интерес участников фондового рынка вызывают другие инструменты – *ипотечные облигации* и *ипотечные сертификаты участия*. Определения, правила оборота и категории инвесторов в эти бумаги установлены Федеральным законом «Об ипотечных ценных бумагах».<sup>2</sup>

*Ипотечные ценные бумаги* – облигации с ипотечным покрытием и ипотечные сертификаты участия; *облигация с ипотечным покрытием* – облигация, исполнение обязательств по которой обеспечивается залогом ипотечного покрытия; *ипотечный сертификат участия* – именная ценная бумага, удостоверяющая долю ее владельца в праве общей собственности на ипотечное покрытие, право требовать от выдавшего ее лица надлежащего доверительного управления ипотечным покрытием, право на получение денежных средств, полученных во исполнение обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие, а также иные права, предусмотренные настоящим Федеральным законом.

<sup>1</sup> ФЗ РФ «Об ипотеке (закон о залоге недвижимости) от 16 июля 1998 г. № 102-ФЗ.

<sup>2</sup> «Об ипотечных ценных бумагах» от 29 октября 2003 г. № 152-ФЗ.

Сертификат участия – совсем новая бумага для нашего рынка, предполагающая более сложный финансовый механизм. Каждый покупатель ценной бумаги имеет свою долю в общей собственности на имущество, составляющее «покрытие» сертификатов. Владелец этого сертификата является как бы сособственником ипотечных кредитов и одновременно выступает в качестве учредителя и выгодоприобретателя по договору доверительного управления этим имуществом. Он получает почти все средства, которые выплачивает по кредиту заемщик, за вычетом вознаграждения управляющего.

*Ипотечный агент* – специализированная коммерческая организация,<sup>1</sup> исключительным предметом деятельности которой является приобретение прав требования по кредитам (займам), обеспеченным ипотекой, и (или) залогом и которой в соответствии с настоящим Федеральным законом предоставлено право осуществлять эмиссию облигаций с ипотечным покрытием.

Предметом деятельности ипотечного агента<sup>2</sup> может быть только приобретение требований по кредитам (займам), обеспеченным ипотекой, и (или) залогом, которые могут быть приобретены ипотечным агентом на основании договора купли-продажи, мены, цессии (уступки требования), иной сделки об отчуждении этого имущества, в том числе связанной с оплатой уставного капитала (акций) ипотечного агента этим имуществом, а также в результате универсального правопреемства.

Ипотечный агент может иметь гражданские права и нести гражданские обязанности, необходимые для реализации указанной деятельности, в том числе осуществлять эмиссию облигаций с ипотечным покрытием, нести обязанности перед третьими лицами, связанные с осуществлением эмиссии и исполнением обязательств по облигациям с ипотечным покрытием, а также с обеспечением деятельности ипотечного агента.

Указанная деятельность может осуществляться только ипотечным агентом в форме акционерного общества. В уставе ипотечного агента должны быть определены предмет и цель его деятельности в соответствии с настоящим Федеральным законом. Внесение в устав ипотечного агента изменений и (или) дополнений, связанных с изменением и (или) дополнением предмета или цели его деятельности, не допускается.

Полное фирменное наименование ипотечного агента на русском языке должно содержать слова «ипотечная специализированная организация» или «ипотечный агент».

Ипотечный агент не может иметь штат сотрудников. Полномочия единоличного исполнительного органа ипотечного агента должны быть переданы коммерческой организации, которая не может вести бухгалтерский учет этого ипотечного агента. Ведение бухгалтерского учета ипотечного

---

<sup>1</sup> Статья 8 ФЗ РФ № 152. Об ипотечных ценных бумагах от 11 ноября 2003 года в ред. Федеральных законов от 29.12.2004 N 193-ФЗ, от 27.07.2006 N 141-ФЗ

<sup>2</sup> Там же.

агента должно быть передано специализированной организации, которая соответственно не может осуществлять полномочия единоличного исполнительного органа этого ипотечного агента.

Ипотечное покрытие могут составлять только обеспеченные ипотекой требования о возврате основной суммы долга и об уплате процентов по кредитным договорам и договорам займа, в том числе удостоверенные закладными, и (или) ипотечные сертификаты участия, удостоверяющие долю их владельцев в праве общей собственности на другое ипотечное покрытие, денежные средства в валюте Российской Федерации или иностранной валюте, а также государственные ценные бумаги и объекты недвижимости.

Требования по обеспеченным ипотекой обязательствам могут входить в состав ипотечного покрытия только в случае их соответствия следующим условиям:

- основная сумма долга по обеспеченному ипотекой обязательству по каждому договору или закладной не должна превышать 70% определенной независимым оценщиком рыночной стоимости (денежной оценки) недвижимого имущества, являющегося предметом ипотеки;

- договор об ипотеке, обеспечивающий соответствующие требования, не должен предусматривать возможность замены или отчуждения залогодателем заложенного недвижимого имущества, являющегося предметом ипотеки, без согласия залогодержателя;

- недвижимое имущество, заложенное в обеспечение исполнения соответствующего обязательства, должно быть застраховано от риска утраты или повреждения в пользу кредитора по обеспеченному ипотекой обязательству в течение всего срока действия обязательства. При этом страховая сумма должна быть не менее чем размер (сумма) обеспеченного ипотекой требования;

- в случае если должником по обеспеченному ипотекой обязательству является физическое лицо, его жизнь и здоровье должны быть застрахованы в течение всего срока действия обязательства в пользу такого физического лица. При этом страховая сумма должна быть не менее чем размер (сумма) обеспеченного ипотекой требования;

- предметом договора займа должны являться только денежные средства.

Обязанность должника одновременно возвращать основную сумму долга и уплачивать проценты на нее периодическими платежами, за исключением первых 12 месяцев, должна предусматриваться не менее чем 50% обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие.

Ипотечное покрытие не должны составлять требования в отношении закладных, заложенных в обеспечение иных обязательств.

Требования, обеспеченные последующей ипотекой, могут составлять ипотечное покрытие только при условии, что основная сумма долга по обязательству, обеспеченному предшествующей ипотекой, и основная сумма долга по обязательству, обеспеченному последующей ипотекой, в совокупности не превышают 70% определенной независимым оценщиком

рыночной стоимости (денежной оценки) недвижимого имущества, являющегося предметом ипотеки.

Доля требований, обеспеченных залогом объекта недвижимости, строительство которого не завершено, не должна превышать 10% размера ипотечного покрытия.

Размер ипотечного покрытия определяется путем суммирования размера требований, суммы денежных средств и стоимости (денежной оценки) иного имущества, составляющих ипотечное покрытие и должен определяться в порядке, установленном федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Одно и то же имущество, в том числе требования по одним и тем же обязательствам, может входить в состав только одного ипотечного покрытия. Ипотечные сертификаты участия не могут входить в состав ипотечного покрытия, долю в праве общей собственности на которое они удостоверяют.

Требование по обеспеченному ипотекой обязательству, входящее в состав ипотечного покрытия, должно быть подтверждено:

- выпиской из Единого государственного реестра прав на недвижимое имущество и сделок с ним;

- договором об ипотеке, на котором совершена специальная регистрационная надпись, удостоверяющая проведение государственной регистрации в соответствии с законодательством Российской Федерации о государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним, или его нотариально удостоверенной копией;

- кредитным договором или договором займа, на основании которых возникло обеспеченное ипотекой обязательство, либо нотариально удостоверенной копией договора;

- закладной со всеми приложениями к ней в случае, если имели место составление и выдача закладной, или ее нотариально удостоверенной копией;

- документом, который выражает содержание сделки, по которой были переданы права кредитора и залогодержателя по обеспеченному ипотекой обязательству, и на котором совершена специальная регистрационная надпись, удостоверяющая проведение государственной регистрации в соответствии с законодательством Российской Федерации о государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним, в случае, если имела место передача (уступка) таких прав, или его нотариально удостоверенной копией.

Учет требований и иного имущества, составляющих ипотечное покрытие, осуществляется путем ведения реестра ипотечного покрытия. Сведения о требованиях и об ином имуществе, составляющих ипотечное покрытие, вносятся в реестр ипотечного покрытия с указанием в отношении каждого из них:

- суммы (размера) требования (в том числе основной суммы долга и размера процентов) или стоимости (денежной оценки) имущества;

- названия и достаточного для идентификации описания имущества, составляющего ипотечное покрытие, и (или) имущества, на которое

установлена ипотека в обеспечение исполнения обязательства, требование по которому составляет ипотечное покрытие. В случае, если таким имуществом является жилое помещение, в составе сведений о его месте нахождения не указывается номер этого жилого помещения (жилого дома, квартиры);

– рыночной стоимости (денежной оценки) имущества, на которое установлена ипотека;

– срока уплаты суммы требования или, если эта сумма подлежит уплате по частям, сроков (периодичности) соответствующих платежей и размера каждого из них либо условий, позволяющих определить эти сроки и размеры платежей (плана погашения долга);

– степени исполнения обязательства, требование по которому составляет ипотечное покрытие;

– иных сведений, установленных федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Требования или иное имущество считаются включенными в состав ипотечного покрытия с момента внесения соответствующей записи в реестр ипотечного покрытия. Реестр ипотечного покрытия должен вестись, в частности, с использованием электронной базы данных.

*Ограничение использования понятий, связанных с выпуском ипотечных ценных бумаг.*<sup>1</sup> Ни одно лицо, за исключением лиц, имеющих в соответствии с настоящим Федеральным законом право выпускать ипотечные ценные бумаги, не вправе привлекать денежные средства и иное имущество с использованием слов «облигации с ипотечным покрытием», «ипотечные сертификаты участия» и «ипотечное покрытие», а также не вправе использовать в своем наименовании слова «ипотечная специализированная организация» или «ипотечный агент» в любом сочетании.

*Эмиссия облигаций с ипотечным покрытием* может осуществляться только ипотечными агентами и кредитными организациями.<sup>2</sup>

Облигации с ипотечным покрытием могут быть выпущены в одной из форм, предусмотренных Федеральным законом от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»). При документарной форме облигаций с ипотечным покрытием обязательным реквизитом сертификата облигации с ипотечным покрытием является указание о порядке и об условиях выплаты дохода владельцам облигаций с ипотечным покрытием, а также о порядке и об условиях погашения таких облигаций (ст. 9).

*Облигации с ипотечным покрытием должны закреплять право их владельцев на получение фиксированного процента их номинальной стоимости.* Выплата процентов по облигациям с ипотечным покрытием должна осуществляться не реже чем раз в год (ст. 10).

---

<sup>1</sup> Статья 6 ФЗ РФ № 152. Об ипотечных ценных бумагах от 11 ноября 2003 года в ред. Федеральных законов от 29.12.2004 N 193-ФЗ, от 27.07.2006 N 141-ФЗ

<sup>2</sup> Там же.

В решении о выпуске облигаций с ипотечным покрытием *должны быть определены срок погашения (частичного погашения) облигаций и стоимость (порядок определения стоимости), выплачиваемая (выплачиваемой) по каждой облигации при ее погашении (частичном погашении).*

Центральный банк Российской Федерации вправе устанавливать для кредитных организаций, осуществляющих эмиссию облигаций с ипотечным покрытием, особенности расчета и значений следующих обязательных нормативов, определенных Федеральным законом от 10 июля 2002 г. № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)»:

- норматив достаточности собственных средств (капитала);
- нормативы ликвидности;
- размер процентного и валютного риска.

Центральный банк Российской Федерации устанавливает для кредитных организаций, осуществляющих эмиссию облигаций с ипотечным покрытием, требования к раскрытию информации о своей деятельности дополнительно к требованиям, установленным другими федеральными законами.

В случае проведения оценки облигаций с ипотечным покрытием рейтинговым агентством, признанным в порядке, установленном законодательством Российской Федерации, эмитент облигаций с ипотечным покрытием обязан раскрывать и предоставлять сведения о такой оценке.

В распространяемой или публикуемой информации об ипотечных сертификатах участия и осуществлении доверительного управления их ипотечным покрытием должны содержаться:

- полное или сокращенное фирменное наименование управляющего ипотечным покрытием, индивидуальное обозначение, идентифицирующее ипотечные сертификаты участия, удостоверяющие долю их владельцев в праве общей собственности на ипотечное покрытие, номер и дата регистрации правил доверительного управления ипотечным покрытием, а также номер и дата выдачи соответствующей лицензии управляющему ипотечным покрытием;

- информация о местах (с указанием адреса и (или) номера телефона), где до приобретения ипотечных сертификатов участия можно ознакомиться с правилами доверительного управления ипотечным покрытием, реестром ипотечного покрытия, а также иными документами, предусмотренными настоящим Федеральным законом и нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг;

- сведения об оценке ипотечных сертификатов участия рейтинговым агентством, признанным в порядке, установленном законодательством Российской Федерации, в случае проведения такой оценки;

- положение о том, что стоимость ипотечных сертификатов участия может увеличиваться и уменьшаться, государство не гарантирует доходность инвестиций в ипотечные сертификаты участия, а также сведения о том, что, прежде чем приобрести ипотечный сертификат участия, следует внимательно

ознакомиться с правилами доверительного управления ипотечным покрытием.

Эмитент облигаций с ипотечным покрытием и управляющий ипотечным покрытием несут ответственность за содержание и форму распространяемой или публикуемой информации о выпуске ипотечных ценных бумаг и об их ипотечном покрытии, в том числе за распространение или опубликование неточной, неполной или вводящей в заблуждение информации, а также за ее несвоевременное распространение или опубликование.

Любые предоставляемые для распространения или опубликования сведения о выпуске ипотечных ценных бумаг и об их ипотечном покрытии не должны содержать:

- недобросовестную, недостоверную, неэтичную, заведомо ложную, скрытую, вводящую в заблуждение информацию;
- информацию, которая не имеет документального подтверждения;
- информацию, не имеющую непосредственного отношения к выпуску ипотечных ценных бумаг и их ипотечному покрытию;
- ссылки на утверждение или одобрение органами государственной власти какой-либо информации о деятельности, связанной с выпуском ипотечных ценных бумаг.

Коммерческая организация до получения соответствующей лицензии, предоставляющей ей в соответствии с настоящим Федеральным законом право выпускать ипотечные сертификаты участия, не вправе предоставлять для распространения или опубликования информацию о своей деятельности в качестве управляющего ипотечным покрытием.

Эмитент облигаций с ипотечным покрытием обязан обеспечить всем заинтересованным лицам по их требованию возможность ознакомления с информацией, содержащейся в реестре ипотечного покрытия, а также получения копий реестра или выписок из него. Он также должен опубликовать информацию об эмиссии таких облигаций в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг», иными федеральными законами и нормативными правовыми актами Российской Федерации об эмиссионных ценных бумагах.

*Управляющий ипотечным покрытием обязан обеспечить всем заинтересованным лицам по их требованию возможность ознакомления с информацией, содержащейся в реестре ипотечного покрытия, а также получения копий реестра или выписок из него,* а также опубликовать правила доверительного управления ипотечным покрытием до начала срока выдачи ипотечных сертификатов участия и сообщения о регистрации изменений и дополнений, вносимых в правила доверительного управления ипотечным покрытием.

Опубликованию в соответствии с требованиями нормативных правовых актов федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг подлежат:

– баланс имущества, составляющего ипотечное покрытие, бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и об убытках управляющего ипотечным покрытием;

– отчет об исполнении обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие, сведения о вознаграждении управляющего ипотечным покрытием и расходах, подлежащих возмещению за счет имущества, составляющего ипотечное покрытие;

– иные документы в соответствии с настоящим Федеральным законом;

– информация о принятии решения о передаче прав и обязанностей по договору доверительного управления ипотечным покрытием другому лицу, которое в соответствии с настоящим Федеральным законом имеет право выдавать ипотечные сертификаты участия.

Государственное регулирование выпуска ипотечных ценных бумаг, деятельности ипотечных агентов и управляющих ипотечным покрытием, а также государственный контроль за их деятельностью осуществляются федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг и Центральным банком Российской Федерации в соответствии с законодательством Российской Федерации.

*На вторичном ипотечном рынке происходит формирование совокупного кредитного портфеля ипотечной системы за счет трансформации прав по обязательствам и договорам об ипотеке (закладных) в обезличенные ценные бумаги и размещения их среди долгосрочных инвесторов.* На вторичном рынке ипотека рассматривается уже как закладная, удостоверяющая права залогодержателя на объект недвижимости, и свободно обращается на рынке.

Вторичный ипотечный рынок является связующим звеном между заемщиками и кредиторами на первичном ипотечном рынке, обеспечивая аккумуляцию денежных средств и направляя финансовые потоки в ипотечные кредиты.

Чтобы ипотечные ценные бумаги могли получить правовой статус обращения на ипотечном рынке, они должны отвечать следующим требованиям:

– обращаемости (способности покупаться и продаваться на рынке недвижимости). Являясь оборотоспособной ценной бумагой, закладная передается путем совершения очередной передаточной надписи (требуется лишь последующая государственная регистрация передачи);

– стандартности (формы, содержания, правила);

– доступности для гражданского оборота (т. е. быть объектом сделок с недвижимостью);

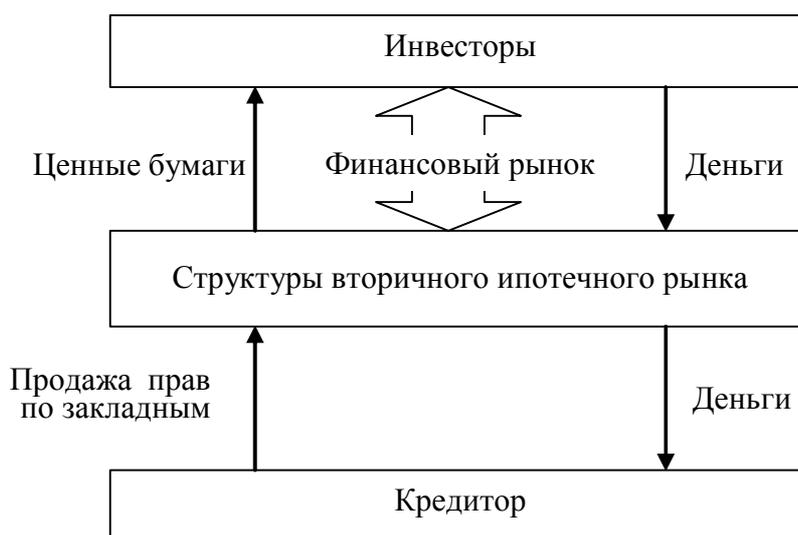
– документальности (содержать все предусмотренные законодательством реквизиты);

– регулируемости и признания государством;

– ликвидности.

Рынок ипотечных ценных бумаг (рис. 2.12), в свою очередь, делится также на *первичный* и *вторичный*. На первичном рынке осуществляется

начальное размещение ипотечных ценных бумаг среди кредиторов. Экономическая сторона возникновения закладных, обеспеченных объектами недвижимости, связана с созданием условий предоставления значительному числу инвесторов возможности получения относительно дешевых и долгосрочных кредитов под залог ипотечных ценных бумаг и имеющих у них имущественных прав на объекты недвижимости. Особенности таких ценных бумаг следует считать: превращение в ликвидную (денежную) форму имущественных прав на объекты недвижимости залогодателя; возможность их использования в качестве залога под ипотечный кредит.



**Рис. 2.12.** Рынок ипотечных ценных бумаг

Рефинансирование банков через механизм выпуска ипотечных облигаций под залог закладных происходит следующим образом:

- 1) коммерческий банк заключает с юридическими и (или) физическими лицами кредитные договора под залог недвижимости с оформлением соответствующих закладных;
- 2) ипотечные агентства производят выкуп закладных у банка через выпуск облигаций, которые размещаются на фондовом рынке;
- 3) денежные средства, полученные от размещения облигаций на фондовом рынке, возвращаются к кредитору;
- 4) государство гарантирует выплаты по облигациям.

Известны различные варианты организации работы, связанной с эмиссией ипотечных облигаций. В качестве примера можно привести деятельность Федерального агентства по ипотечному жилищному кредитованию, которое вместе с Центральным банком России и крупными банками – эмитентами ипотечных облигаций – должно рефинансировать ипотечные банки путем выкупа закладных.

Схема деятельности федерального ипотечного агентства на ипотечном рынке России представлена на рис. 2.13.



**Рис. 2.13.** Схема ипотечного жилищного кредитования с участием Федерального агентства по ипотечному жилищному кредитованию

АИЖК создано в 1997 г. Агентство действует по следующей схеме: получает государственные гарантии, под которые выпускает облигации. Бумаги размещаются среди инвесторов. На вырученные средства АИЖК через свои региональные представительства выкупает закладные у банков. 60% ипотечных кредитов, выданных с участием АИЖК, приходится на регионы. С 2003 по 2005 г. Агентство получило госгарантии на сумму около 9 млрд руб. На 1 мая 2005 г. по схеме АИЖК предоставлено 16,5 тыс. кредитов на 6,6 млрд руб. по средней ставке 15% годовых.

До 2006 г. государственные гарантии распространялись только на покупку банковских займов.

Нововведения разрешают агентству использовать госгарантии «для приобретения прав требования, по кредитам и займам, предоставленным банком, иной кредитной организацией или юридическим лицом гражданам... на приобретение жилых домов и помещений и обеспеченным ипотекой». Эта формулировка, строго говоря, позволяет АИЖК выкупать ипотечные

кредиты хоть у жилищно-накопительного кооператива, хоть у потребительского общества.

Кроме того, гарантии бюджета могут использоваться для приобретения ипотечных ценных бумаг, для выкупа и погашения собственных облигаций АИЖК и даже для погашения «кредитов и займов, привлеченных агентством».

При создании агентства за основу была взята американская классическая модель ипотеки, поэтому нормативная база по ипотечному кредитованию в нашей стране опирается на двухуровневую систему.

Общая схема организации работы по выпуску ипотечных облигаций выглядит следующим образом.

1. Эмитент формирует пул закладных.
2. Эмитент оформляет бланковую передаточную надпись на закладной, после чего передает все документы по пулу ипотек документарному хранителю для проверки, сертификации и последующего хранения в течение всего срока действия пула. Заключение по проверке документарный хранитель впоследствии передает ипотечному агентству, действующему в рамках рассматриваемой схемы (либо эмитенту). Эмитент также направляет пакет документов для оформления гарантии (список ипотечных ссуд, составляющих пул; проспект эмиссии ценных бумаг; заключение документарного хранителя по ссудам) на рассмотрение и утверждение в агентство по ипотечному кредитованию.
3. Агентство по ипотечному кредитованию проверяет полученные документы и, если они отвечают необходимым критериям, переводит право требования по ипотеке, составляющей пул, на себя и выдает гарантию по выпускаемым ценным бумагам. При этом эмитент обязан обслуживать пул, для чего агентство заключает с ним договор на обслуживание и доверенность.
4. Эмитент публикует проспект эмиссии и размещает ценные бумаги. При размещении в реестре, ведущемся регистратором, открываются счета владельцев с зачислением на них ценных бумаг.
5. В ходе действия пула эмитент ведет обслуживание ипотеки, составляющей пул, учет и контроль за платежами заемщиков, аккумулирует данные платежи, переоформляет закладные, ипотечные договоры.
6. Все платежи от заемщиков по ипотеке перечисляются на специальные счета, списания с которых производятся в строго определенных случаях: на оплату гарантии агентства по ипотечному кредитованию, для компенсации услуг задействованных в схеме участников и на выплату процентов и основной суммы долга по облигациям.

Данная схема выпуска облигаций предполагает перевод прав требования по ипотечным кредитам от эмитента к агентству по ипотечному кредитованию на все время действия пула. В договоре может быть закреплено право агентства вернуть эмитенту закладные от пула при неплатежеспособности заемщиков по ипотеке. При этом агентство наделяет

эмитента полномочиями по обслуживанию ипотечных кредитов, составляющих пул, на основании агентского соглашения.

Перевод права требования необходим для снижения риска неоплаты облигаций в случае неплатежеспособности или банкротства эмитента.

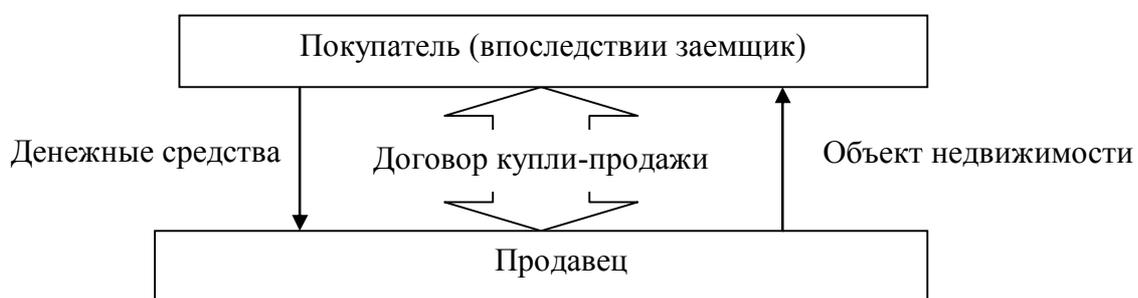
Вторичный рынок ипотечных ценных бумаг – это рынок, на котором происходит их оборот. Вторичный рынок не увеличивает стоимости привлеченных финансовых ресурсов, но создает механизм их ликвидности и спрос на ипотечные ценные бумаги. Стимулирование операций на вторичном рынке ипотечных ценных бумаг предполагает такие операции кредиторов, как выдача поручительств за заемщиков по переуступаемым кредитам и доверительное управление правами требования по ипотечным кредитам.

Рынок ипотечных ценных бумаг США представляет собой наиболее динамично развивающийся сегмент национального фондового рынка. В 2002 г. общий объем рынка ипотечных облигаций составил 4,3 трлн долл. (22% от общего объема облигаций в США), из них 1,67 трлн пришлось на ипотечные ценные бумаги, выпущенные в прошлом году (это 36,6% всей эмиссии долговых обязательств).

Наиболее распространенным в мире видом ипотечных ценных бумаг являются сквозные ипотечные сертификаты участия. Совокупная стоимость эмитированных бумаг такого типа только в Америке превышает 2 трлн долл.

В Италии и Германии рынок ипотечных ценных бумаг в последнее время вытесняется так называемыми банковскими облигациями. В этой схеме государство не участвует, ипотечный банк сам выпускает бумаги и сам кредитует заемщика. Ресурсы этих банков состоят из собственных накоплений и ипотечных облигаций. Этот путь позволяет быстро наращивать капитал банка.

*Рынок недвижимости.* Функционирование первичного и вторичного ипотечных рынков невозможно без рынка недвижимости, на котором происходят сделки с конкретными объектами, в частности купля-продажа объектов недвижимости, последующий залог которых обеспечивает дальнейшее функционирование первичного и вторичного ипотечных рынков (рис. 2.14).



Рассмотрим взаимодействие первичного и вторичного ипотечных рынков, а также рынка недвижимости.

Потенциальный заемщик обращается в ипотечный банк за кредитом. У клиента имеются определенные требования к объекту недвижимости. На

основании предоставленной заемщиком и проверенной сотрудниками банка информации о доходах делается предварительный расчет максимально доступной суммы кредита и графика ежемесячных платежей, производится подбор объекта недвижимости. При принятии банком положительного решения о выдаче кредита:

1) между банком и заемщиком заключается кредитный договор, затем между покупателем (заемщиком) и продавцом заключается договор купли-продажи объекта недвижимости, который регистрируется в ГБР;

2) между банком и заемщиком заключается договор ипотечного кредитования, который также регистрируется в ГБР;

3) заемщик страхует собственную жизнь, объект недвижимости и право собственности на него.

Кредитный договор и договор ипотечного кредитования заключаются между банком (кредитором) и заемщиком. Кредитор создает первичный рынок ценных бумаг. Он может сохранять выданные закладные в собственном портфеле ценных бумаг или передать их другим инвесторам, которые создают вторичный рынок закладных. Покупая закладные, инвесторы обеспечивают банки дополнительными денежными средствами для предоставления новых кредитов. Работающие на вторичном рынке компании также могут сохранять ипотечные кредиты в собственном инвестиционном портфеле либо выпускать ценные бумаги, обеспеченные закладными.

Покупателями указанных ценных бумаг могут выступать различные финансовые учреждения: коммерческие банки, инвестиционные и пенсионные фонды, страховые компании. При этом эмитент таких ценных бумаг гарантирует их держателям своевременные ежемесячные выплаты процентов и основной части долга.

Когда банки предоставляют гражданам новые кредиты под залог объектов недвижимости, опираясь на финансовые ресурсы, мобилизованные на вторичном рынке, цикл повторяется.

## **2.2. Акции – основной источник собственного капитала акционерного общества**

### ***2.2.1. Структура собственного капитала.***

*Ценные бумаги предназначенные для образования или увеличения собственного капитала компаний, нацеленных на получение прибыли, которой они затем поделятся с держателями этих бумаг, получили название капитальных ценных бумаг. К их числу относятся акции, облигации, паи*

кооперативов, инвестиционные сертификаты, закладные листы и их разновидности.

Рынок капитальных ценных бумаг служит основой для формирования капитала акционерного общества.

Собственный капитал акционерного общества включает:

– собственно акционерный капитал и резервный капитал, который создается за счет отчисления от прибыли (используется в качестве резервного фонда) для получения собственного капитала и для выплаты дивидендов в периоды конъюнктурных спадов.

*Ценные бумаги – это авансированная часть собственного капитала компании.* Авансированный капитал имеет такую структуру:

– уставный капитал (выпущенные в обращение акции по номинальной стоимости);

– сумма, полученная акционерным обществом при реализации акций по стоимости, превышающей номинальную (эмиссионный доход);

– акции, выпущенные и распределенные между акционерами в счет дивидендов по номинальной стоимости;

– исключается из суммы оплаченного капитала стоимость акций, по которым осуществлена подписка, но которые полностью не оплачены акционерами;

– исключается из суммы оплаченного капитала стоимость акций собственной эмиссии, выкупленных у акционеров по стоимости, согласованной с учредителями.

В основу классификации авансированной части собственного капитала (уставный, паевой, дополнительно вложенный, неоплаченный и изъятый) положен принцип ее отражения на счетах бухгалтерского учета и в балансе компании.

В Великобритании, как и в большинстве развитых западных стран, преобладают такие организационно-правовые формы компаний, как акционерные общества и партнерства. Это свидетельствует о преобладании в собственном капитале доли инвестиционных взносов. Поэтому часто собственный капитал рассматривается как заимствованный компанией и подлежащий возвращению в будущем. Источники образования средств делятся на две группы – собственный (акционерный) капитал и ссудный (привлеченный) капитал. И первый, и второй являются обязательствами, долгами акционерного общества, потому что рано или поздно полученные средства придется возвращать. А авансированный капитал, составляющий незначительную долю в собственном капитале таких фирм, представлен в отчетности в достаточно свернутом виде (в основном как акционерный и дополнительный капитал).

Аналогично авансированный капитал представлен в балансах Франции и Греции (акционерный капитал и эмиссионный доход), Австрии и Швеции (акционерный капитал), Австралии (объявленный акционерный капитал и лаж на акции), Чехии (уставный фонд и капитальные фонды, в том числе

эмиссионное ажио), Германии (уставный капитал), России (уставный капитал и дополнительный капитал).<sup>1</sup>

В Эстонии авансированный капитал делится на:

- акционерный или паевой капитал по номинальной стоимости;
- ажио (завышение / занижение номинальной стоимости);
- капитал, переданный по договору дарения;
- собственные акции или собственные паи (уменьшают сумму авансированного капитала).<sup>2</sup>

Французские компании могут выкупить и реализовать собственные акции только на определенных условиях: для передачи работникам, при уменьшении акционерного капитала или с целью регулирования ситуации на рынке, если компания включена в листинг (в этом случае она может заключать соглашения не более чем с 10% акций). Выкупленные собственные акции показываются в балансе как актив.<sup>3</sup>

В Бельгии авансированная часть собственного капитала представлена:

- акционерным капиталом;
- премиями по акциям (разница между эмиссионной ценой и номинальной стоимостью, не подлежащей распределению);
- инвестиционными дотациями.

Неоплаченные суммы объявленного капитала учитываются в Бельгии в составе дебиторской задолженности.<sup>4</sup>

В Украине, в зависимости от стадии формирования, акционерный капитал может быть: объявленным, подписанным, оплаченным, выкупленным. Структура собственного капитала представлена на рис. 2.15.

Собственный капитал является абстрактной стоимостью имущества, принадлежащего владельцам акционерного общества. Сумма собственного капитала, отраженная в балансе, зависит от оценки активов и обязательств. Как правило, совокупная сумма собственного капитала только случайно соответствует совокупной рыночной стоимости акций компании или сумме, которую можно получить путем продажи чистых активов частями или акционерного общества в целом на основе принципа непрерывности.

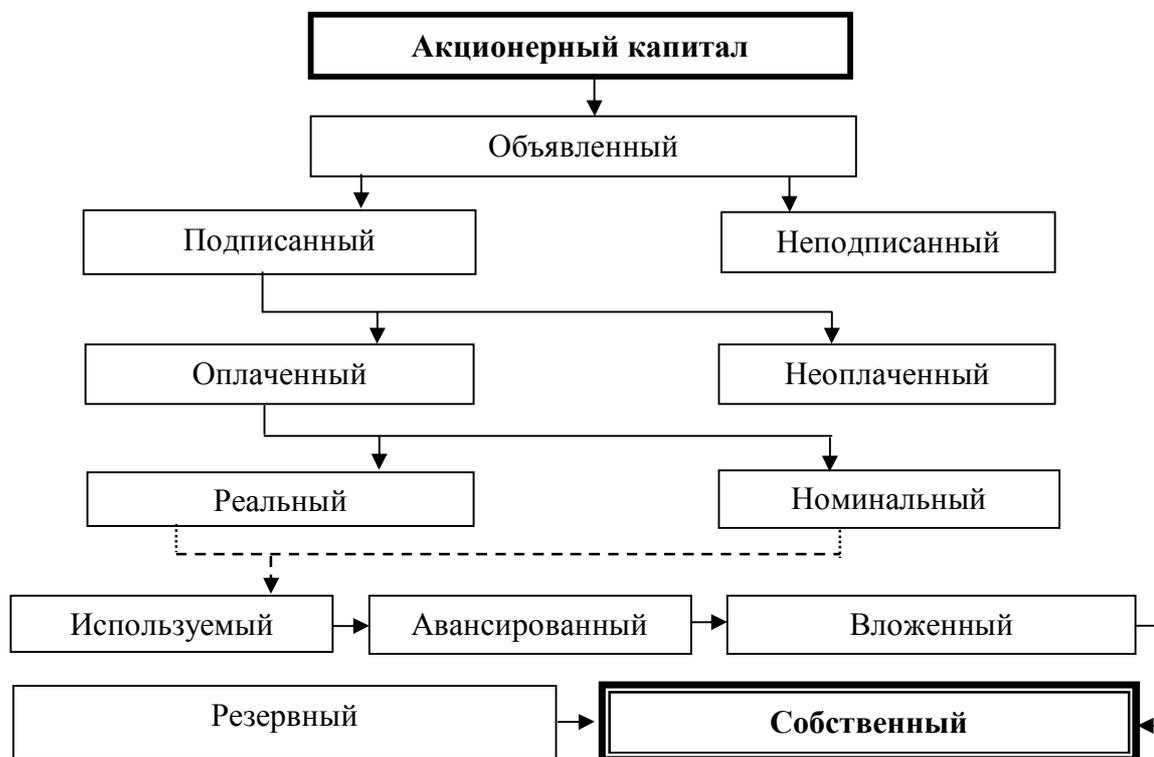
---

<sup>1</sup> Волкова О. Н. Бухгалтерский учет в Великобритании // Бухгалтерский учет. 1999. № 9. С. 96–102; Ришар Ж. Бухгалтерский учет: теория и практика / Пер. с фр.; под ред. Я. В. Соколова. М.: Финансы и статистика, 2000. 160 с.; Островский О. М., Ковалев В. В. Интеграция России в международное бухгалтерское сообщество // Бухгалтерский учет. 2002. № 5. С. 73–78; Молоток Я. В. Консерватизм как основной принцип бухгалтерского учета: опыт Германии // Бухгалтерский учет. 1999. № 8. С. 105–108.

<sup>2</sup> Линнакс Э. Книга о бухгалтерских счетах / Пер. с эстон. А. Свирина; ред.: В. Вайнгорт, Л. Павлова. Таллинн: Изд-во «Из первых рук», 1996. 212 с.

<sup>3</sup> Соколов Я. В., Семенова М. В. Бухгалтерский учет во Франции // Бухгалтерский учет. 2000. № 5. С. 69–77.

<sup>4</sup> Дымова И. Э. Учет в Бельгии // Там же. 2001. № 22. С. 56–60.



**Рис. 2.15.** Структура собственного капитала АО

В свое время в марксистской литературе получило признание понятие «фиктивный капитал», которым обозначался не реальный капитал, представленный в виде фабрик и заводов, товарных запасов, машин и оборудования, золота и денег, а его отражение в ценных бумагах. Марксистская трактовка сущности акций раскрывает их как ценные бумаги, не создающие стоимости или прибавочной стоимости, однако указывает, что фиктивный капитал, представленный в акциях, тесно связан с промышленным капиталом, который, в свою очередь, обладает способностью самовозрастать и создавать стоимость. Фиктивный капитал, выраженный акциями, «возникает и развивается на основе промышленного капитала, влияя на процесс изменения его инвестиционной привлекательности».<sup>1</sup>

Последние получают самостоятельное движение в отрыве от реального капитала, который они представляют в документарной форме ценных бумаг. Современный этап обращения финансово-кредитных инструментов в документарной и бездокументарной (в виде электронных файлов) формах, принципиально отличается от прошлого их состояния – фиктивного капитала. Еще пару десятилетий назад безличная форма существования ценных бумаг означала записи в особых книгах, которые хранились у специальных регистраторов. В настоящее время безличная организация документооборота чаще всего ведется в форме электронных записей, которые

<sup>1</sup> Политическая экономия / Академия наук СССР. М.: Политическая литература, 1954. С. 175.

по своей природе виртуальны. Виртуальное состояние полностью снимает ограничения (территориальные и временные) с прежнего фиктивного капитала и придает ему новые элементы, относящиеся больше к информационно-космополитическим категориям, чем к простым бумажным документам.

Акционерный капитал – это основной, базовый, первоначальный капитал акционерного общества, образуемый посредством выпуска и продажи акций. Складывается из средств акционеров, объединенных с целью получения прибыли. По сути представляет собой смешанную форму собственности. Вообще это собственность акционерного общества, являющаяся одной из форм частной собственности, индивидуального или коллективного подвида, именуемая акционерной, или корпоративной.

В ходе образования акционерного капитала различают:

- 1) *неоплаченный* – часть акций, которую акционеры еще не оплатили;
- 2) *полностью оплаченный* – акционерный капитал, образующийся в результате полной оплаты акционерами купленных ими акций.

Капитал в форме акций в настоящее время наиболее распространен, что обуславливается рядом преимуществ акционерного капитала. Создание акционерного общества позволяет собрать за небольшой промежуток времени значительные суммы, которые служат основой для нового производства или развивают уже имеющиеся организации. Так, российские железные дороги развиваются в основном благодаря созданию акционерных обществ. Акции позволяют в короткие сроки перемещать средства из одной отрасли в другую и между компаниями, поэтому экономика развивается ускоренными темпами. Появление и развитие акционерных обществ и отношений между ними изменило и отношения собственности. По сути акции представляют собой один из видов частной собственности, это коллективная собственность вкладчиков (акционеров). Посредством операций по продаже и покупке акций собственники капитала меняются, а на существовании и благополучии компаний это никак не отражается. Это наглядно показывает, что *основной капитал не является необходимостью для воспроизводства, он необходим лишь для создания организации*. Акционерное общество позволяет передать средства производства самим работникам компании, что избавляет от необходимости выплаты дивидендов и сохраняет прибыль. Развитие акционерной формы капитала значительно облегчило слияние различных капиталов, в том числе функционирующих в разных отраслях экономики.

*Используемый акционерный капитал* – это вклады, поступившие от акционеров в оплату размещенных акционерным обществом акций, используемые обществом для осуществления уставной деятельности и извлечения прибыли.

*Вложенный капитал* – это средства, вложенные в активы компании акционерами в обмен на акции и образующие часть собственного капитала акционерной компании. При разделе прибыли между акционерами именно величина вложенного капитала берется за основу, процент прибыли

начисляется на стоимость акций, купленных вкладчиком. Размер вклада указывается в учредительном договоре, в списке вкладчиков. Таким образом, *главным документом, закрепляющим право собственности акционера на долю в уставном капитале акционерного общества является акция – ценная бумага у которой нет конечного срока погашения.*

Капитал, вложенный в акцию, не может быть востребован обратно ее держателем (за исключением случая ликвидации акционерного общества). Однако он может быть превращен в деньги путем продажи этой бумаги. Владелец акции обладает ограниченной ответственностью, т. е. не отвечает по обязательствам общества в целом. Инвестор не может потерять больше, чем вложил в акцию.

Уставный капитал в момент создания акционерного общества – это совокупность активов, уплаченных за акции, выпущенные акционерным обществом, которая равняется их общей номинальной стоимости.

### ***2.2.2. Эмиссия и формирование стоимости акций.***

Следует различать понятия «эмиссия» и «выпуск акций». *Выпуск акций* – это зарегистрированная в установленном порядке совокупность акций одного эмитента с одним государственным регистрационным номером, которые могут иметь разные условия эмиссии, но предоставлять одинаковые права. *Эмиссия акций* – совокупность действий эмитента по поводу осуществления подписки на акции, т. е. осуществленные эмитентом мероприятия от принятия решения о выпуске акций до регистрации выпуска акций. Иными словами, *уставный капитал связан с понятием выпуска акций, а процедура его формирования – с эмиссией.* Таким образом, эмиссия и выпуск собственных акций для акционерных обществ, в первую очередь, связаны с формированием собственного капитала, воплощенного на данном этапе в уставном капитале.

Процесс эмиссии включает следующие этапы:

- 1) принятие общим собранием акционерного общества решения о размещении ценных бумаг;
- 2) принятие эмитентом (утверждение советом директоров) решения о выпуске ценных бумаг;
- 3) подготовку проспекта эмиссии ценных бумаг;
- 4) регистрацию выпуска и проспекта эмиссии (осуществляется Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг – ФКЦБ);
- 5) раскрытие информации, содержащейся в средствах массовой информации;
- 6) изготовление сертификатов ценных бумаг;
- 7) размещение эмиссионных ценных бумаг;
- 8) регистрацию отчета об итогах выпуска ценных бумаг;
- 9) раскрытие информации, содержащейся в отчете-сообщении, в средствах массовой информации;
- 10) регистрацию изменений в уставе.

Основные этапы осуществления первой эмиссии акций в открытых и закрытых акционерных обществах Украины представлены на рис. 2.16.

Проспект эмиссии ценных бумаг содержит три раздела:

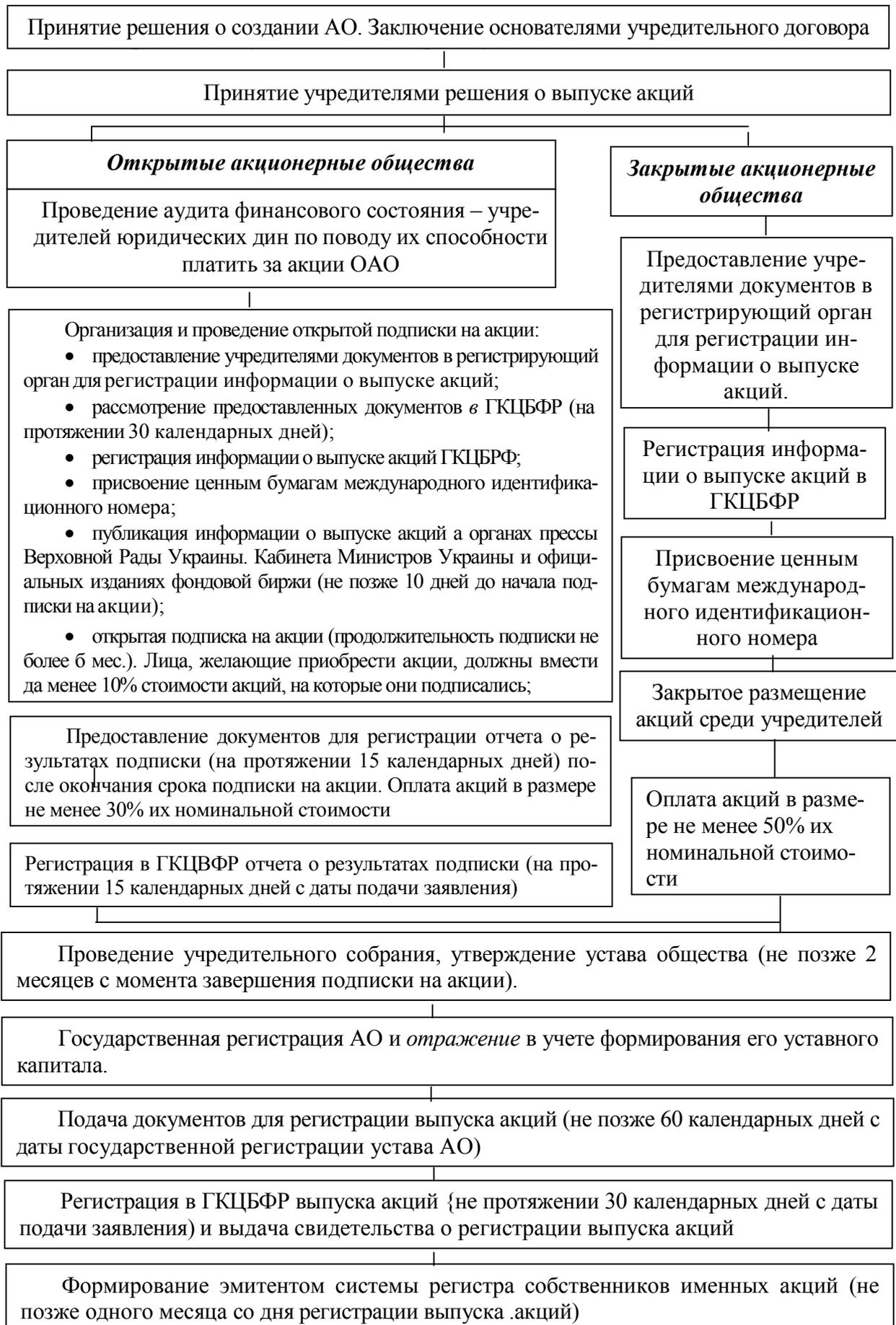
- 1) данные об эмитенте;
- 2) данные о финансовом состоянии эмитента;
- 3) сведения о предстоящем выпуске ценных бумаг.

Согласно Гражданскому кодексу Украины от и Закону Украины «О ценных бумагах и фондовом рынке» от 23 февраля 2006 г. № 3480-IV акционерные общества имеют право выпускать только именные акции двух типов – простые и привилегированные акции, причем доля последних в уставном капитале акционерного общества не должна превышать 25%. Акция имеет номинальную стоимость не ниже 1 коп. Простые акции не подлежат конвертации в привилегированные акции или прочие ценные бумаги акционерного общества.

Привилегированные акции дают возможность их владельцам получить гарантированные дивиденды в виде фиксированного процента и номинала акции и в виде твердой абсолютной суммы. Владелец их акций дивиденды выплачиваются после владельцев облигаций, до владельцев обыкновенных акций. Данная бумага не дает права на управление компанией, а в отдельных случаях выкупить, эти акции у их владельцев по заранее установленным ценам, например, в связи с неожиданным ростом их курсовой стоимости. Выкупаются и обыкновенные акции, но по другим причинам: для предотвращения поглощения другой фирмой; когда менеджеры пытаются убедить акционеров и инвесторов в том, что акции недооценены на рынке, в результате чего цены на эти бумаги резко возрастают. В некотором смысле привилегированные акции можно охарактеризовать как бесценную облигацию. Они, как и облигации, могут содержать условия их конвертируемости в другие ценные бумаги, как правило, в обыкновенные акции.

Акции обычно не хранятся на руках у владельцев, даже если они выпущены в бумажной форме. Признано более удобным право акционера на долю в собственности акционерной компании фиксировать в форме *единого сертификата*, в котором указаны имя инвестора и количество принадлежащих ему акций. Такой сертификат вместе с данными о владельце регистрируется в учетных книгах компании. Процесс обращения акции отражается в виде погашения сертификатов прежних владельцев и выдачи других сертификатов новым акционерам. *Сертификат не следует путать с бланком акции*.

Акция дает ее владельцу право на получение некоторой части прибыли акционерного общества в виде дивидендов. Обыкновенные акции не имеют гарантированных дивидендов, поскольку все вопросы, связанные с их выплатой, решает совет директоров компании. Он может отменить выплату дивидендов, признав целесообразным инвестирование прибыли в производство, чтобы акционерное общество не закончило отчетный период с убытком. Но этот недостаток обыкновенной акции компенсируется очень важным преимуществом: возможностью ее владельца голосовать на собраниях акционеров.



**Рис. 2.16.** Этапы эмиссии акций акционерными обществами в Украине

Больше обыкновенных акций на руках – больше власти в компании. Однако при ликвидации акционерного общества, к примеру, в результате банкротства владельцы обыкновенных акций получают остатки розданного кредиторами имущества в последнюю очередь. Ответственность за удачное руководство бизнесом в конечном итоге ложится на его собственников – акционеров.

Важнейшей характеристикой акции, как и любого вида товара, является ее цена. Различают несколько разновидностей цен на акции. Номинальная стоимость (в этом случае традиционно применяется термин «стоимость», но не в абстрактном, научном смысле) указывается на самой акции, но какого-либо значения в расчетах ее номинальной стоимости не имеет. Она используется для целей учета. В некоторых странах, например в США, акции могут выпускаться без номинальной стоимости. Для того чтобы провести их по бухгалтерским счетам, используют так называемую *объявленную стоимость*, которая отражается (объявляется) в проспекте эмиссии.

Рыночная (курсовая) *стоимость* – важнейшая разновидность денежной оценки ценной бумаги, поскольку именно она используется при покупке и продаже акций. Чаще всего эта цена определяется как базированный доход. Например, если акция дает твердые годовые дивиденды в 100 руб., а норма ссудного процента (например, рефинансирования Центрального банка) равна 12% годовых, курсовая стоимость бумаги составит 500 руб.: (100 руб. × 100%) / 12%. Курсовая стоимость акции зависит также от спроса и предложения, которые определяются трудно предсказуемой рыночной конъюнктурой.

Кроме того, *рыночная цена акции, как и любой ценной бумаги, отражает компромисс для ее владельца между риском вложения в нее и ожидаемыми дивидендами.*

Особо следует выделить так называемую *действительную стоимость* акции. Она имеет значение для инвестора, цель которого – получение дивиденда, и определяется исходя из ожидаемых, т. е. прогнозируемых, доходов в виде дивидендов. Такую бумагу инвестор рассматривает как капитал, приносящий проценты. Действительная стоимость сравнивается с курсом (рыночной ценой) акции, и в результате делается вывод о целесообразности ее приобретения или дальнейшего владения.

*Рыночная стоимость акции*<sup>1</sup> – это стоимость, формирующаяся на организованном и открытом фондовом рынке в условиях конкуренции под влиянием множества факторов макро- и микроуровня и устраивающая продавцов и покупателей акций, результат множества сделок независимых продавцов и покупателей.

---

<sup>1</sup> В российском законодательстве понятие рыночной стоимости акций раскрывается ст. 3 ФЗ РФ № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29 июля 1998 г., с последними изменениями и дополнениями, а также ст. 3 стандарта оценки № 20-05-96.

*Рыночная стоимость – это денежная величина, за которую предполагается переход акций из рук в руки в результате коммерческой сделки, на определенную дату, при этом имеется в виду, что каждая из сторон действует разумно, располагая всей необходимой информацией и без принуждения.*

Для формирования рыночной стоимости акций необходимо соблюдение ряда условий:

– рынок акций должен быть организованным и информация о выставляемых котировках и событиях, происходящих на фондовом рынке, должна быть доступна всем заинтересованным лицам;

– должно быть множество независимых участников рынка акций, так как ограниченное число участников скорее всего будет устанавливать манипулятивные цены, формируемые под воздействием ограниченного числа факторов;

– участники рынка должны действовать без принуждения, принимая во внимание множество факторов макро- и микроуровня;

– инфраструктура рынка должна обеспечивать всем участникам рынка соблюдение законности и принятых норм делового оборота;

*Рыночной стоимостью обладают:*

– акции, активно обращающиеся на фондовом рынке и имеющие рыночные котировки профессиональных участников фондового рынка;

– акции, с пакетами которых осуществлялись реальные сделки между независимыми покупателями и продавцами в условиях конкуренции и открытой информации о торгах.

Для компаний, чьи акции не обращаются или ограниченно обращаются на фондовом рынке (низколиквидные/неликвидные), процесс формирования стоимости акций существенно отличается от процесса формирования стоимости свободно обращающихся акций. Это связано с тем, что, как правило, информация о состоянии капитала и финансово-хозяйственной деятельности таких компаний является закрытой и доступна лишь ограниченному кругу лиц: менеджменту компаний; стратегическим акционерам, владеющим контрольными пакетами акций; государственным органам, осуществляющим контроль и надзор за деятельностью акционерного общества, а также специализированным организациям, например, банкам, в которых открыты счета, аудиторам-консультантам.

Низколиквидные и неликвидные акции обладают только внутренней (фундаментальной) стоимостью, являющейся основой для определения стоимости, близкой к рыночной. Внутренняя (фундаментальная) стоимость акций формируется под влиянием внутренних факторов акционерного общества: стоимости активов, текущего производственного и финансово-экономического состояния. *Внутренняя стоимость рассчитывается независимым оценщиком на базе индивидуальных знаний, профессионального мастерства и жизненного опыта, является его экспертной оценкой на определенную дату и позволяет определить стоимость, близкую к рыночной, так называемую рекомендуемую стоимость. Рекомендуемая*

стоимость – это величина, полученная расчетным путем и не прошедшая процедуру торгов между покупателем и продавцом в условиях конкуренции и равнодоступности информации, поэтому она не является рыночной стоимостью (это стоимость, близкая к рыночной) и *выступает основанием для принятия решений* о сделке с акциями.

*Внутренней (фундаментальной) стоимостью* обладают:

- низколиквидные и неликвидные акции;
- акции, с пакетами которых либо не осуществлялись реальные сделки между покупателями и продавцами, либо осуществлялись, но результаты торгов недоступны широкой общественности, поэтому не могут использоваться в качестве примера;

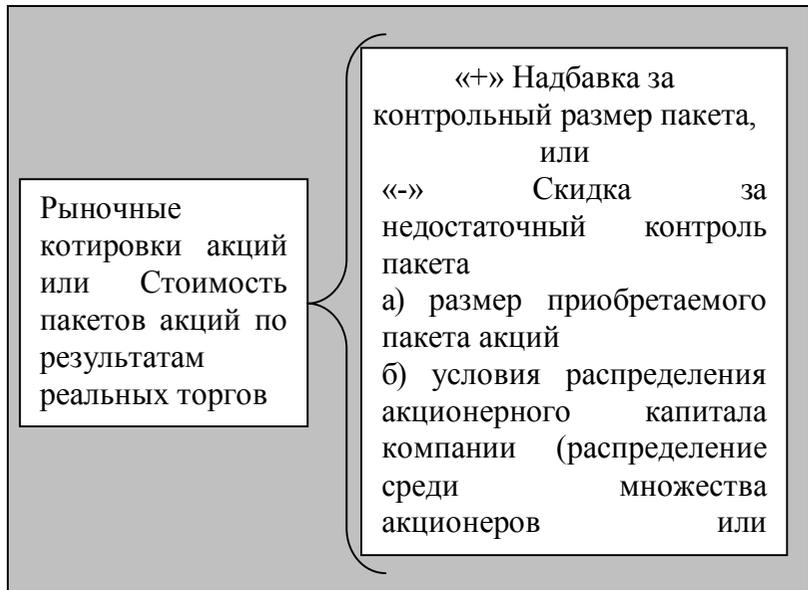
- акции, стоимость которых определяется на основе иных подходов, нежели рыночных котировок или реальных сделок. Например, при выходе одного из учредителей из состава ЗАО выкупная стоимость его доли определяется не на основе рыночных котировок, которые отсутствуют, а в соответствии с действующим законодательством по балансу – методом чистых активов. Такую сделку нельзя считать рыночной.

Формирование рыночной стоимости акций акционерного общества (см. рис. 2.17) – это процесс, происходящий на протяжении всего жизненного цикла компании, в результате чего капитал любого акционерного общества под воздействием различных факторов (см. Приложение 15) изменяется: возрастает или уменьшается.

Это находит отражение в изменении участниками фондового рынка котировочных цен на акции. Участники рынка акций покупают и продают корпоративные акции лишь по той цене, которая, по их мнению, отражает наиболее точную стоимость в каждый конкретный момент времени. Рыночная цена акций включает всю информацию уже случившихся событий на фондовом рынке, а также информацию о предстоящих событиях, объявленных публично или ставших известными в результате доступа к инсайдерской информации.

**Акции, обладающие рыночной стоимостью:**  
 акции, активно обращающиеся на фондовом рынке и имеющие рыночные котировки профессиональных участников рынка (ликвидные и высоколиквидные акции)  
 акции, с пакетами которых осуществлялись реальные сделки между независимыми покупателями и продавцами в условиях конкуренции и открытой информации о торгах

**Рыночная стоимость**



**Акции, обладающие внутренней (фундаментальной) стоимостью:**  
 низколиквидные и неликвидные акции  
 акции, с пакетами которых либо не осуществлялись реальные сделки между покупателями и продавцами, либо осуществлялись, но результаты торгов недоступны широкой общественности, поэтому не могут использоваться в качестве примера  
 акции, стоимость которых определяется на основе иных подходов, нежели рыночные котировки реальных сделок

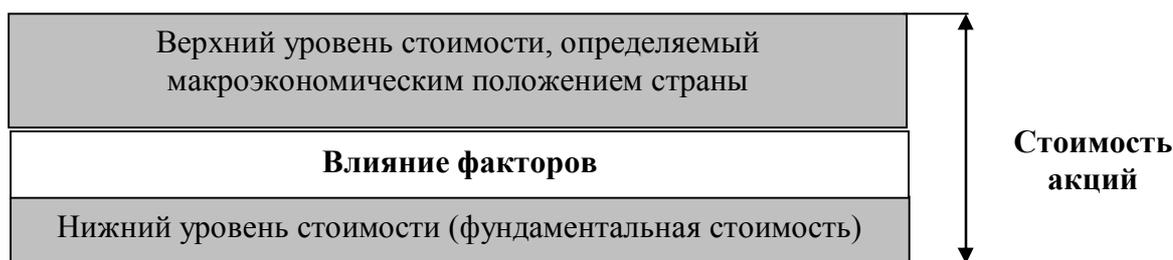
**Стоимость, близкая к рыночной (рекомендуемая продавцу и покупателю акций стоимость)**



**Рис. 2.17. Формирование стоимости акций**

Необходимо обратить внимание на тот факт, что акции не только инвестиционный актив, но как титул деловой собственности на капитал акционерной компании, выраженный имуществом и другими активами, предоставляют акционерам-инвесторам и определенные права, наличие которых позволяет собственнику акций не только управлять деятельностью акционерной компании но и получать часть прибыли в виде дивидендных выплат (см. § 2.3). Таким образом, с одной стороны, акции компаний интересны для инвесторов как форма фиктивного капитала акционерного общества, отражающего рыночную стоимость всей совокупности имущественных и других активов акционерной компании, а с другой – акции предоставляют их владельцам определенные права. Перечень этих основных прав представлен в Приложении 14.

Подводя итог, можно сказать, что рыночная стоимость акций российских компаний – это паритет цен между продавцами и покупателями акций, причем верхняя граница стоимости определяется и формируется факторами макроуровня, характеризующими финансово-экономическую ситуацию в стране, а нижняя граница стоимости акций формируется стоимостью активов, финансово-экономическим положением и перспективами развития бизнеса акционерной компании, корректируясь на факторы микроуровня.<sup>1</sup> Наглядное представление данного процесса представлено на рис. 2.18.



**Рис. 2.18.** Формирование стоимости акций отечественных акционерных обществ

### **2.2.3. Модели оценки акций.**

Оценка ценных бумаг собственной эмиссии, воплощенных в собственном капитале, в частности, в авансированной его части, не влияет на оценку собственного капитала в целом. В то же время ценные бумаги, а именно акции собственной эмиссии, для нужд бухгалтерского учета должны быть оценены по номинальной, рыночной, эмиссионной, выкупной, учетной

<sup>1</sup> *Минасов О. Ю.* Формирование рыночной стоимости акций российских предприятий: Дис. ... канд. экон. наук. М., 2002. 195 с.

(балансовой) и ликвидационной стоимости. На рис. 2.19 представлены определенные системой учета способы оценки ценных бумаг.

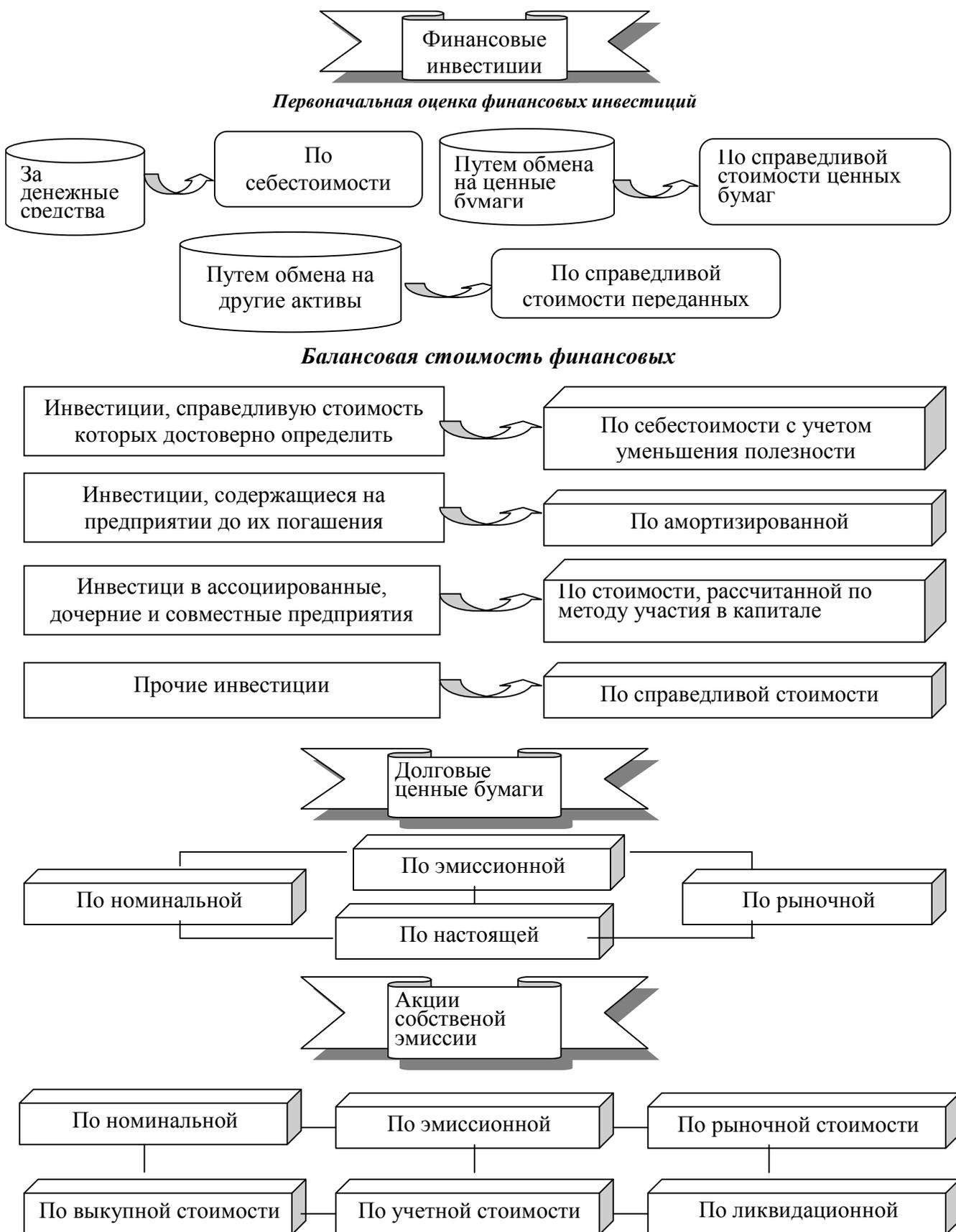


Рис. 2.19. Способы оценки ценных бумаг

Оплата акций общества при его основании проводится по их *номинальной стоимости*. Во время всех последующих выпусков реализация акций осуществляется по эмиссионной цене. Это обусловливается тем, что собственный капитал акционерного общества выше уставного, поскольку в процессе существования акционерного общества происходит увеличение стоимости его активов вследствие инфляционных процессов, присоединения нераспределенной прибыли и т. п.

Специфика акций состоит в том, что для них вводятся несколько категорий стоимостей, из которых можно выделить: рыночную стоимость, экономическую стоимость, номинальную стоимость, балансовую стоимость, эмиссионную стоимость, ликвидационную стоимость.

*Рыночная стоимость* определяется в каждый текущий момент действующей рыночной ценой акции. Если эту цену умножить на количество находящихся в обращении акций, то получится рыночная стоимость собственных средств корпорации.

*Экономическая стоимость* акции представляет собой приведенную стоимость тех потоков денег, которые в данный момент инвестор ожидает получить от акции в будущем. Иными словами, это дисконтированная стоимость будущего потока дивидендов и цены акции в момент ее продажи (акция обеспечивает только эти два вида денежных потоков).

*Номинальная стоимость*  $P_{\text{номин.}}$  – это та официальная цена акции, которая устанавливается создателями акционерного общества в момент утверждения его устава; это доля уставного капитала, приходящаяся на одну акцию. Номинальная стоимость определяет минимальную стоимость акции, которая не может быть снижена путем выплаты дивидендов, это тот минимум, который могут получить владельцы акций в случае ликвидации АО. В связи с этим номинальная стоимость акций устанавливается обычно очень низкой. Если умножить величину номинальной стоимости обыкновенной акции  $P_{\text{номин}}$  на количество находящихся в обращении акций данного эмитента (положим, «Салюта»)  $N$ , то получим величину *уставного капитала* «Салюта»  $= N \times P_{\text{номин.}}$

Когда происходит первичное размещение дополнительных акций, то устанавливаемая цена размещения (*эмиссионная стоимость*)  $P_{\text{размещ.}}$  практически всегда превышает номинальную стоимость. Если было размещено дополнительно  $M$  акций «Салюта» по цене  $P_{\text{размещ.}}$ , то собственные средства «Салюта» возрастут на величину:  $M \times P_{\text{размещ.}}$ . При этом сумма  $M \times P_{\text{номин.}}$  добавится к уставному капиталу, а  $M \times (P_{\text{размещ.}} - P_{\text{номин.}})$  войдет во вторую часть собственных средств «Салюта» – *добавочный капитал*.

Наконец, по результатам года «Салют» может иметь *чистую* прибыль. Часть этой прибыли выплачивается акционерам в виде дивиденда, а оставшаяся часть – *нераспределенная прибыль* – реинвестируется. Накопленные суммы нераспределенной прибыли учитываются нарастающим итогом. Общая сумма уставного капитала, добавочного капитала и нераспределенной прибыли

составляет *собственные средства* акционерного общества и учитывается в разделе «капитал плюс резервы» пассива баланса.

*Балансовая стоимость* акции представляет собой величину, полученную делением суммы собственных средств фирмы на количество обыкновенных акций.

Балансовую стоимость акций определяют во время аудиторских проверок в том случае, когда эмитент собирается пройти листинг для включения своих акций в биржевой список ценных бумаг, допущенных к биржевым торгам, а также во время ликвидации акционерного общества, чтобы определить долю собственности, приходящейся на акцию (если в составе капитала нет привилегированных акций). В ином случае определяется *ликвидационная стоимость* акций.

Существуют три теоретические модели оценки акций – дисконтирования потока дивидендов, дисконтирования потока доходов и дисконтирования потока денег. Если используемые в этих моделях переменные величины подобраны правильным способом, то все модели дадут один и тот же результат. Наиболее часто используется модель дисконтирования дивидендов.

*Модель дисконтирования дивидендов.* Представим, что в исходный момент времени  $t=0$  цена акции составляла  $P_0$  руб. По прошествии холдингового периода цена акции возросла до  $P_1$  руб. и владельцу акции выплачивается дивиденд в размере  $D_1$  руб. Тогда доходность к акции за холдинговый период:

$$k = \frac{P_1 + D_1 - P_0}{P_0}. \quad (2.4)$$

Эту формулу можно преобразовать и найти величину  $P_0$ :

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{P_1}{(1+k)}. \quad (2.5)$$

Норму отдачи  $k$ , которая в формуле (2.5) служит ставкой дисконта для вычисления приведенной стоимости акции, называется *рыночной ставкой капитализации*. В условиях эффективного рынка ставка капитализации (она же в данном случае и требуемая норма отдачи) отражает издержки упущенной возможности размещения денег в акцию.

Строго говоря, формула дисконтирования позволяет утверждать, что приведенная стоимость акции  $PV$  (что и определяет цену акции в исходный момент времени) может быть представлена в виде:

$$PV = P_0 = \frac{D_1}{(1+k_1)^1} + \frac{D_2}{(1+k_2)^2} + \frac{D_3}{(1+k_3)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+k_n)^n}, \quad (2.6)$$

где:  $D_1, D_2, D_3, \dots, D_n$  – денежные потоки в момент  $1, 2, \dots, n$ ;

–  $k_1, k_2, k_3, \dots, k_n$  – рыночные ставки капитализации в момент  $1, 2, \dots, n$ ;  
 –  $n$  – количество лет, в течение которых инвестор предполагает владеть акцией.

Формула (2.6) предполагает, что инвестор должен задать прогнозируемые величины денежных потоков  $D_1$  и ставок дисконта  $k_1$  на « $n$ » лет вперед, что делает задачу вычисления  $P_0$  практически невыполнимой. Поэтому для построения приемлемой математической модели необходимо пойти на ряд существенных допущений и упрощений.

1. Будем считать, что  $k_1 = k_2 = \dots = k$ . Иными словами, в любой момент инвесторы всегда одинаково оценивают риск, связанный с данной акцией. Это допущение не столь жесткое, поскольку аналогичное делается и при оценке, например, реальных средств.

2. Предполагается, что любая величина  $D_t = D_{t-1} \times (1+g_t)$ , где  $g_t$  – ставка прироста ежегодных выплат в год  $t$ ,  $D_t$  – сумма, выплачиваемая в год  $t$ ,  $D_{t-1}$  – сумма, выплачиваемая по акции годом раньше.

Наиболее простая модель оценки стоимости акции предложена американским экономистом Майроном Гордоном (Myron J. Gordon) в 1962 г. Для ее построения Гордон пошел на другие упрощения:

– во-первых, поскольку срок действия акции теоретически не ограничен, то считаем, что поток денежных выплат представляет собой бесконечный поток дивидендов (ликвидационной суммы уже не будет, так как акция существует бесконечно долго). Иными словами, с учетом уже сделанных упрощений формулу (2.7) можно представить так:

$$PV = P_0 = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n}, \quad (2.7)$$

– во-вторых, Гордон предложил считать все величины  $g$ , равными друг другу, т. е. дивиденды возрастают ежегодно в  $(1+g)$  раз, причем величина  $g$  не меняется до бесконечности. Иными словами, в модели Гордона:

$$\begin{aligned} D_2 &= D_1 \times (1+g) \\ D_3 &= D_2 \times (1+g) = D_1 \times (1+g)^2 \\ D_4 &= D_3 \times (1+g) = D_2 \times (1+g)^2 = D_1 \times (1+g)^3 \text{ и т. д.} \end{aligned}$$

С учетом этого допущения формула (2.8) примет вид:

$$PV = P_0 = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_1 \times (1+g)^2}{(1+k)^2} + \frac{D_1 \times (1+g)^3}{(1+k)^3} + \dots \quad (2.8)$$

Если же считать, что дивиденд  $D_1 = D_0 \times (1+g)$ , где  $D_0$  – дивиденд, выплачиваемый годом раньше, то формула (2.9) может быть записана так:

$$PV = P_0 = \frac{D_0 \times (1+g)^1}{(1+k)^1} + \frac{D_0 \times (1+g)^2}{(1+k)^2} + \frac{D_0 \times (1+g)^3}{(1+k)^3}. \quad (2.9)$$

Выражение (2.10) представляет собой бесконечно убывающую геометрическую прогрессию. Сумма членов такой прогрессии:

$$S = P_0 = \frac{D_1}{k - g}. \quad (2.10)$$

Итак, согласно модели Гордона приведенная стоимость акции  $P_0$  определяется делением величины ожидаемого по результатам текущего года дивиденда  $D_1$  на разность между рыночной ставкой капитализации  $k$  и ожидаемой ставкой прироста дивиденда  $g$ .

Модель Гордона дает возможность быстрой оценки текущей стоимости акций, однако прежде чем применять ее и на этой основе делать инвестиционное решение, необходимо иметь в виду следующие обстоятельства:

поскольку модель предполагает дисконтирование поступающих дивидендов вплоть до бесконечности, то формула (2.11) очень чувствительна даже к небольшим изменениям исходных данных.

Кроме того, помимо уже упоминавшихся упрощений и дополнений модель Гордона предполагает, что:

–  $k$  должно быть всегда выше  $g$ , поскольку в противном случае цена акции становится неопределенной. Это требование вполне логично, так как величина  $g$  (темпа прироста дивидендов) может в какой-то момент превысить требуемую норму отдачи акции  $k$ , но этого не может произойти, если полагать бесконечным выбранный срок дисконтирования, ибо в данном случае дивиденды постоянно прирастали бы с более высокими темпами, чем норма отдачи акции, что не может быть;

– фирма должна выплачивать дивиденды регулярно. Если этого не произойдет, модель Гордона неприменима. Более того, требование неизменности величины  $g$  означает, что фирма направляет на выплату дивидендов всегда одну и ту же долю своего дохода;

– требование неизменности величин  $k$  и  $g$  вплоть до бесконечности ограничивает структуру капитала фирмы: необходимо предполагать, что единственным источником финансирования фирмы являются ее собственные средства и отсутствуют иные внешние источники. Новый капитал поступает на фирму только за счет удерживаемой доли дохода, и чем выше доля дивидендов в доходе фирмы, тем ниже уровень обновления капитала.

Конечно, весь набор ограничений в модели Гордона нереален, но он необходим для создания математической модели.

*Взаимосвязь факторов, воздействующих на стоимость акции.*  
Обратимся к формуле (2.11):

$$P_0 = \frac{D_1}{(k - g)} \quad (2.11)$$

и выразим отсюда ставку капитализации:

$$k = \frac{D_1}{P_0} + g. \quad (2.12)$$

Первое слагаемое  $D_1/P_0$  называют дивидендной доходностью, и ее оценка не вызывает особой сложности. Труднее обстоит с величиной  $g$ . Для ее оценки можно применить следующий способ: пусть в течение года акция принесла прибыль на акцию  $E_1$ . Выплачиваемые дивиденды определяются долей выплат  $p$ :  $D_1 = p \times E_1$ . Например, если фирма выплачивает в виде дивиденда 40% полученных за год доходов на акцию, то  $p = 0,4$  и  $D_1 = 0,4 \times E_1$ . Остальная часть идет на реинвестирование, т. е. направляется фирмой на закупку нового или обновление старого оборудования. Эта часть определяется долей возврата  $b$ . Значит,  $p = (1 - b)$  и  $D_1 = (1 - b) \times E_1 = 0,4 \times E_1$ . Если предположить, что фирма использует только собственные средства, то норма отдачи реинвестированных доходов равняется отношению прибыли на акцию  $E_1$  к балансовой стоимости акции; эту норму отдачи называют доходностью капитала (return on equity – ROE):

$$ROE = \frac{\text{чистая прибыль на акцию } E_1}{\text{балансовая стоимость акции}}.$$

Можно доказать, что величина  $g = b \times ROE$ . Если подставить полученные выражения для  $D_1$  и  $g$  в формулу (2.7), то получим:

$$P_0 = \frac{E_1 \times (1 - b)}{k - b \times ROE}. \quad (2.13)$$

Данная формула связывает между собой две нормы отдачи:  $k$  – ставку капитализации, определяющую издержки упущенной возможности приобретения акции, т. е. норму отдачи наилучшего альтернативного средства такого же уровня риска, и ROE – доходность капитала. Взаимодействие этих двух величин с учетом дивидендной политики фирмы (что определяется величиной  $b$ ) воздействуют на текущую стоимость акции, и все акции условно можно разбить на три группы: акции «нормальных» компаний, акции «растущих фирм», акции «угасающих» фирм.

*Нормальные фирмы* характеризуются тем, что для них  $k = ROE$ . Значит, нормальная фирма и ее конкуренты выбрали возможности инвестировать собственные средства в проекты с  $NPV > 0$  и вынуждены вкладывать деньги в инвестиции с  $NPV = 0$ . Поэтому ROE каждой фирмы уравниваются и

приближаются к рыночной ставке капитализации  $k$ . Подставим выражение  $k=ROE$  в формулу (2.9) и получим:

$$PV = P_0 = \frac{D_0 \times (1+g)^1}{(1+k)^1} + \frac{D_0 \times (1+g)^2}{(1+k)^2} + \frac{D_0 \times (1+g)^3}{(1+k)^3}.$$

Эта формула позволяет сделать два вывода: во-первых, ставка дисконта может быть выражена через соотношение  $P_0/E_1$  только в том случае, если  $k=ROE$  (замечание важное, поскольку величина  $P/E$  является одной из важных качественных характеристик акций, приводящихся в таблицах котировки акций). Попытка использовать величину, обратную отношению  $P/E$ , в качестве ставки дисконта в формуле Гордона может дать результат, далекий от истины, если  $k \neq ROE$ ). Во-вторых, если фирма «нормальная», то инвесторам абсолютно безразлична ее дивидендная политика – они получают одинаковую отдачу от акции вне зависимости от соотношения дивидендов и ценового выигрыша.

Для растущей фирмы  $ROE > k$ , т. е. эта фирма имеет возможность инвестировать собственные средства в такие проекты, для которых  $NPV > 0$ . Иными словами, подобные фирмы имеют возможность приобретать капитальные ресурсы с издержками  $k$  процентов и получать от их эксплуатации норму отдачи  $ROE$ , превышающую  $k$ .

Наконец, для угасающей фирмы  $ROE < k$  – она не в состоянии реинвестировать деньги в проекты с  $NPV > 0$ . Подобные фирмы переживают значительное сокращение производства и, как правило, получают отдачу за счет более высокой доли дивиденда.

Необходимость в рыночной оценке акций возникает при поглощении и слиянии общества, купле голосующего пакета акций, выдаче кредита под обеспечение акций, преобразовании ОАО в ЗАО, определении целесообразности купли ранее реализованных собственных акций, реорганизации и ликвидации общества.

В практике функционирования акционерных обществ имеет место объединение компаний посредством *обмена функциями*. Существуют два варианта: в первом – каждая из двух компаний сохраняется в неизменном виде, но происходит взаимный обмен акциями, таким образом, каждая компания владеет определенным количеством акций другой компании и ряд директоров входят в советы директоров обеих компаний. Во втором варианте происходит слияние двух компаний и акции одной компании обмениваются на акции другой компании. Обмен может происходить с доплатой или 1:1.

С рыночной стоимостью, как правило, совпадает выкупная стоимость акций, кроме случаев, когда акционерное общество реорганизуется.

В заключение необходимо подчеркнуть, что главная экономическая и финансовая цель акционерного общества – это обеспечение благосостояния акционеров. При этом одни компании стремятся продемонстрировать динамичный рост прибыли и стоимости акций, а другие стараются стабильно

выплачивать высокие дивиденды. В России сложилась особенная ситуация, когда возможно и то и другое одновременно.

## 2.3. Дивидендная политика акционерного общества.

### 2.3.1. Основные формы выплаты дивидендов.

*Дивиденд* – часть общей суммы чистой прибыли акционерного общества, распределяемая между акционерами в соответствии с имеющимися у них акциями.

*Некумулятивный дивиденд* – привилегированный дивиденд, который накапливается у держателя акций, не будучи объявленным дирекцией акционерной компании (общества). Этот вид дивидендов по своей сути является премией, которую руководство компании выплачивает по желанию в случае достаточности финансовых резервов. Выплаты некумулятивного дивиденда производятся для того, чтобы продемонстрировать возможным инвесторам надежность и прибыльность работы компании, а также для стимулирования уже существующих акционеров.

*Дивидендная доходность акций* – фактический доход, который поступает в настоящее время по капиталовложениям в акции при текущей цене на рынке и равняется дивиденду на акцию как процент этой цены.

$$\text{Дивидендная доходность} = \frac{\text{Дивиденд на акцию}}{\text{Рыночная цена акции}} \times 100$$

Дивидендная доходность акций рассчитывается путем арифметического сложения чистого дивиденда и налоговых льгот. В этом случае имеет место прямое сопоставление с иными возможностями капиталовложений.

Дивидендная доходность акций является важным показателем при анализе существующих и потенциальных инвестиций. Часто этот показатель применяют, чтобы сравнить денежную прибыль от акции и прибыль от инвестиций с фиксированным процентом, при этом во внимание не принимается удорожание капитала или понижение курса акции. Как правило, высокодоходные акции ЮТСИ прогнозируют низкий рост капитала, в то время как акции с низкой доходностью дивиденда прогнозируют относительно большой рост капитала.

*Дивидендный выход* – это результат деления дивиденда по обыкновенным акциям на доступную держателям обыкновенных акций прибыль, причем деление производится в расчете на одну акцию. Возможности капиталовложений, предпочтения держателей акций между текущим и будущим доходом оказывают влияние на значение дивидендного выхода.

От дивидендного выхода не зависит стоимость капитала даже в среднесрочной перспективе, что также необходимо учитывать.

Размер дивидендов имеет меньшее значение, чем капитализация на рынке и прибыль от них, однако акционеров, интересующихся текущими выплатами, привлекают высокие дивиденды. Выплата дивидендов связана с высокими налоговыми изъятиями, поэтому в интересах менеджмента, трудового коллектива, акционеров реинвестировать прибыль. В зависимости от уровня дивидендного выхода, стабильности дивидендов на акцию акционерное общество выбирает определенный вид дивидендной политики.

*Дивидендная перепись* – перепись всех получающих дивиденды акционеров компании, дата проведения которой объявляется на три недели раньше срока выплаты дивидендов. В ходе дивидендной переписи держатели акций, как правило, сообщают реквизиты счета, на который следует перечислять дивиденды.

*Дивидендный мандат* – документ, подписанный акционером, о том, кто должен получить от акционерного общества дивиденды держателя акций. Он может выступать своего рода расчетным документом, например, для погашения долговых обязательств акционера, а также применяться в случае, когда акционер сам не может получить дивиденды в установленный компанией срок.

Дивиденды – это платеж, осуществляемый юридическим лицом – эмитентом корпоративных прав или инвестиционных сертификатов в пользу владельца таких корпоративных прав (инвестиционных сертификатов) в связи с распределением части прибыли такого эмитента, рассчитанного по правилам бухгалтерского учета.<sup>1</sup> Иначе говоря, в определении источника выплаты дивидендов состоялось сближение бухгалтерского и налогового учета.

К дивидендам приравнивается также платеж, осуществляемый государственным некорпоративизованным, казенным или коммунальным предприятием в пользу, соответственно, государства или органа местного самоуправления в связи с распределением части прибыли такого предприятия. При этом наличие или отсутствие прибыли, рассчитанной согласно правилам налогового учета, не может влиять на принятие или непринятие решения о начислении дивидендов.

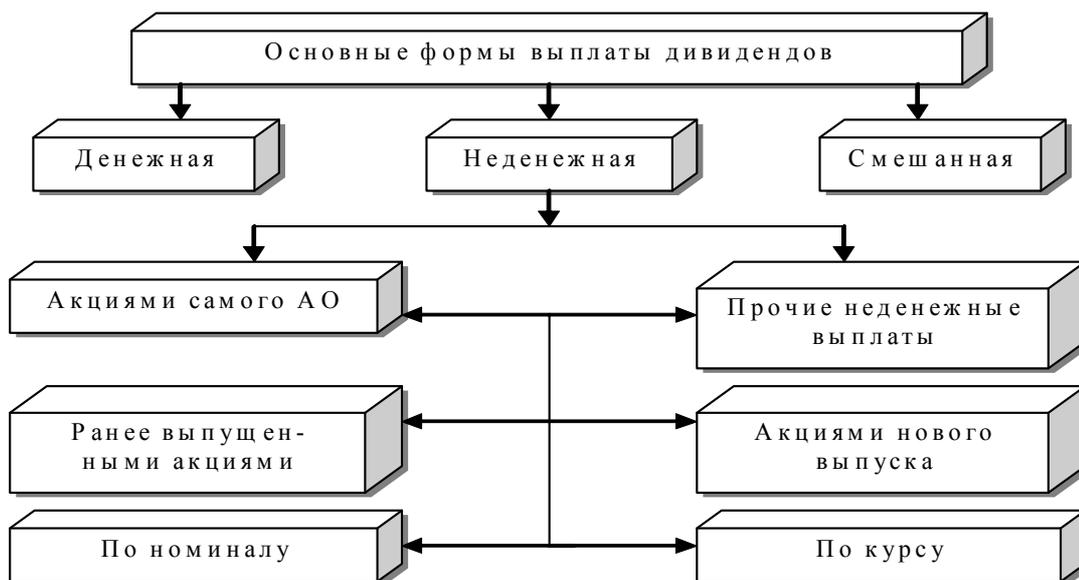
Физическое лицо (как и юридическое) – учредитель частной организации, являющееся владельцем 100% капитала такой компании, включает право на управление и получение соответствующей части прибыли в виде дивидендов. Иначе говоря, единоличный учредитель организации имеет право на дивиденды.

Выплата доходов акционерам производится наличными или акциями. Размер дивиденда варьируется для обычных акций и фиксирован для привилегированных акций (см. рис. 2.20).

---

<sup>1</sup> п. 1.9. ст. 1 Закона Украины от 24 декабря 2002 г. «№ 349-IV «О внесении изменений в Закон Украины «О налогообложении прибыли предприятий»

Компания может выплачивать дивиденды акционерам из прежних доходов даже в сложное для нее время. В США практикуется условие, что сумма дивидендов не должна превышать сумму накоплений нераспределенной прибыли.



**Рис. 2.20.** Основные формы выплаты дивидендов

Отчисление прибыли или ее части иностранному материнскому предприятию (организации) российским дочерним организациям считается также выплатой дивидендов.

Доходы от соглашений (долговых обязательств), которые предусматривают участие в прибылях, приравниваются к дивидендам, причем соглашения должны быть определены по законодательству того государства, в котором возникают такие доходы.

Выплата дивидендов товарами принадлежит к бартерным операциям, поэтому предприятие-эмитент должно учесть, что в налоговом учете доходы и расходы от осуществления бартерной операции не могут быть ниже обычных цен. Подтверждением этого могут быть: данные предприятия (учетная цена товара, балансовая стоимость объектов основных средств), опубликованные цены (прайс-листы) или статистические данные. Такая операция подлежит налогообложению НДС. Если юридическое лицо, получающее дивиденды, является связанным лицом по отношению к эмитенту (например, владеет долей не менее 20% от уставного фонда эмитента), база налогообложения НДС не может быть ниже обычной цены.

Выплата дивидендов товарами для предприятия-эмитента неудобна, поскольку в налоговом учете она рассматривается как бартерная, в результате чего возникают налоговые обязательства по НДС и увеличивается валовой доход на сумму, не меньше обычной цены.

Дивиденд в форме ценных бумаг (англ. stock dividend) – дополнительный выпуск обычных акций в порядке доли обозначенного

акционерного капитала для распределения их на пропорциональном основании между зарегистрированными держателями обычных акций.

Дивиденды, выплачиваемые акциями, – это способ капитализации неиспользованной прибыли, которая перераспределяется и увеличивает уставный капитал (за счет дополнительной эмиссии).

Выпуская дивиденд такого рода, акционерная компания получает возможность сохранить наличные средства, которые необходимы для коммерческой деятельности или реализации любых инвестиционных проектов. Активизация производства на основе использования этих средств может обеспечить получение дополнительной прибыли и выполнение взятых обязательств при выплате гарантированных дивидендов. Такая форма выплаты дивидендов используется только в случае полной оплаты акционерами акций (внесение полностью всеми участниками своих взносов).

Дивиденды в виде дополнительных ценных бумаг не облагаются налогом до момента продажи, что является преимуществом для акционеров, так как дивиденды, выплачиваемые наличными деньгами, должны декларироваться в качестве дохода в том году, когда были получены акционером.

Денежная форма выплаты дивидендов в наибольшей степени отвечает их экономическому содержанию и поэтому распространена во многих акционерных обществах. Тем не менее ее реализация осложняется не только непростым финансовым состоянием акционерных обществ, но и положениями отдельных документов, которые регламентируют финансовые операции акционерных обществ. Так, согласно п. 5 Положения о ведении кассовых операций в национальной валюте в Украине, утвержденного постановлением Правления НБУ от 15 декабря 2004 г. № 637, денежные средства на выплату дивидендов должны получаться исключительно из касс банка. Для выплаты дивидендов в денежной форме нельзя использовать средства, находящиеся в кассе предприятия, например, денежную выручку.

### ***2.3.2. Выбор дивидендной политики.***

Одним из важных аспектов работы акционерного общества является дивидендная политика его руководства, существенно влияющая на цену акций компании. Дивиденды, как следствие дивидендной политики, – показатель защищенности акционеров. Дивиденды являются денежным доходом учредителей и в определенной степени сигнализируют им о том, что акционерное общество, в акции которого они вложили свои денежные средства (или имущество), работает с успехом.

С теоретической точки зрения выбор дивидендной политики допускает возможность решения двух основных вопросов: влияет ли величина дивидендов на смену совокупного богатства акционеров, и если так, то какой должна быть их оптимальная величина.

Существует два подхода в теории дивидендной политики. Первый носит название «теория начисления дивидендов по остаточному принципу».

Его последователи считают, что величина дивидендов не влияет на смену совокупного богатства акционеров, поэтому оптимальная стратегия в дивидендной политике заключается в том, чтобы дивиденды начислялись после того, как проанализированы все возможности для эффективного реинвестирования прибыли. Таким образом, дивиденды выплачиваются лишь в том случае, когда профинансированы за счет прибыли все принятые инвестиционные проекты. Если всю прибыль целесообразно использовать для реинвестирования, тогда дивиденды не выплачиваются вообще, с другой стороны, если в АО нет инвестиционных проектов, то прибыль в полном объеме направляется на выплату дивидендов.

Основные теоретические разработки по другой теории были осуществлены Франко Модильяни и Мертоном Миллером в 1961 г. Они выдвинули идею о существовании так называемого «эффекта клиентуры», согласно которой акционеры в большей мере отдают предпочтение стабильности дивидендной политики, чем получению любых экстраординарных доходов. Они считали, что дисконтированная цена простых акций после финансирования за счет прибыли всех допустимых проектов с добавлением полученных по остаточному принципу дивидендов в сумме соответствует цене акций до распределения прибыли, т. е. сумма выплаченных дивидендов приблизительно равняется расходам, которые в данном случае необходимо понести для поиска дополнительных источников финансирования. Однако Модильяни и Миллер все же признают определенное влияние дивидендной политики на цену акционерного капитала, но объясняют это не влиянием величины дивидендов, а информационным эффектом: информация о дивидендах (их рост) провоцирует акционеров на повышение цены акций. Основным вывод этих ученых – дивидендная политика не нужна.

Оппоненты теории Модильяни-Миллера считают, что дивидендная политика влияет на величину совокупного богатства акционеров. Главным идеологом такого подхода к проблеме выбора дивидендной политики является М. Гордон. Его основной аргумент сводится к тому, что инвесторы, исходя из принципа минимизации риска, всегда отдают предпочтение текущим дивидендам, а не возможным будущим так же, как и возможному приросту акционерного капитала. Кроме этого, текущие дивидендные выплаты уменьшают уровень неопределенности инвесторов относительно целесообразности и полезности инвестирования в ту или иную компанию. Таким образом, их удовлетворяет меньшая норма дохода на инвестированный капитал, что приводит к повышению цены акционерного капитала. И, наоборот, если дивиденды не выплачиваются, возрастают неопределенность и принятая для акционеров норма дохода, что приводит к снижению цены акционерного капитала.

Гарантированная стабильность дивидендов, является важной характеристикой при котировке акций. В зависимости от уровня риска в каждой отрасли, от места в ней конкретной фирмы в каждом случае

соотношение прибыли к сумме выплачиваемых дивидендов 2:1 может считаться хорошим покрытием дивиденда.

*Дивидендное покрытие* – индикатор, который отражает, во сколько раз прибыль больше суммы выплачиваемых дивидендов, используется в числовом выражении, рассчитывается следующим образом:

$$\text{Покрытие дивиденда} = \frac{EPS}{\text{Дивидент на акцию}} \times 100$$

Покрытие дивиденда показывает степень уязвимости. Обычно высокое покрытие дивиденда прогнозирует значительное падение прибыли до вероятного уменьшения дивиденда. Даже при незначительном уменьшении прибыли низкое покрытие дивиденда отражает невозможность его увеличения или сохранения. Покрытие дивиденда отражает также политику, проводимую компанией по удержанию прибыли от ее обязательного распределения. Эта политика позволяет удерживать значительную часть прибыли от распределения при условии высокого покрытия дивиденда.

Дивидендное обеспечение отражает вероятность стабильной выплаты дивидендов, а также является показателем способности фирмы к экономическому росту и притоку инвестиций.

*Дивидендное обеспечение* – множитель, показывающий, во сколько раз чистая прибыль акционерной компании после уплаты налогов (*net profits after taxation*) больше прибыли, которая необходима для выплаты фиксированного дивиденда по привилегированным акциям.

Например, о дивиденде в размере 800 тыс. руб., выплаченном компанией, показавшей чистую прибыль в размере 2 млн. руб., можно сказать, что он покрыт два с половиной раза.

Высокая и низкая степени дивидендного обеспечения означают соответственно, что компания накапливает доходы на инвестирование и в неудачные годы ей будет нелегко выплачивать дивиденды на неизменном уровне.

На цену акций компании существенное влияние имеет как управление структурой капитала, так и дивидендная политика акционерного общества.

Мировая практика показывает, что дивидендная политика должна иметь долгосрочный характер, т. е., решая вопрос о распределении прибыли текущего года, необходимо иметь план развития компании на несколько лет вперед. В частности, менеджеры, прежде чем принять решение о выплате дивидендов, должны тщательно выучить ситуацию, сложившуюся с активами акционерного общества, проверить, в каких именно активах воплощены дивиденды и, если они находятся в необоротных активах, отсрочить их выплату до того времени, когда компания пополнит свой оборотный капитал. Конкретный пример неправильной выплаты дивидендов приведен в Приложении 3.

Иначе говоря, если  $ЧП - ТО < 0$ , где ЧП – чистая прибыль, а ТО – текущие обязательства, то начисление дивидендов является

нецелесообразным. Если  $ЧП - ТО \geq 0$ , то предприятие может выплачивать своим акционерам дивиденды, не прибегая к услугам кредиторов.

### ***2.3.3. Факторы влияющие на дивидендную политику.***

Существует много обстоятельств формального и неформального, объективного и субъективного характера, влияющих на дивидендную политику. Назовем наиболее характерные из них.

#### *Ограничение правового характера*

Собственный капитал предприятия состоит из трех элементов: акционерный капитал, эмиссионный доход, нераспределенная прибыль. В большинстве стран законом разрешена одна из двух схем – на выплату дивидендов может тратиться или только прибыль (прибыль отчетного периода и нераспределенная прибыль прошлых периодов), или прибыль и эмиссионный доход.

В национальных законодательствах есть и другие ограничения дивидендных выплат. Так, если АО неплатежеспособно или объявлено банкротом, то выплата дивидендов в денежной форме, как правило, запрещается. Поскольку налогом облагаются лишь полученные акционерами дивиденды, а отложенные к выплате дивиденды (нераспределенная прибыль) налогом не облагаются, то компании часто не выплачивают дивиденды, чтобы не платить налогов. В таком случае превышение нераспределенной прибыли свыше установленных нормативов облагается налогами, например, для защиты прав кредиторов.

#### *Ограничение контрактного характера*

Во многих странах величина выплачиваемых дивидендов регулируется специальными контрактами в том случае, если АО пытается получить долгосрочный заем. Чтобы обеспечить обслуживание такого долга, в контракте, как правило, обуславливается уровень, ниже которого не может снижаться величина нераспределенной прибыли, или минимальный процент реинвестированной прибыли. В Украине такой практики нет.

#### *Ограничение в связи с расширением производства*

Много предприятий, особенно на стадии своего становления, сталкиваются с проблемой поиска финансовых источников для целесообразного расширения производственных мощностей. Дополнительные источники финансовых ресурсов нужны как для предприятий, которые наращивают объемы производства высокими темпами, для приобретения дополнительных основных средств, так и для предприятий с относительно невысокими темпами роста – для обновления материально-технической базы. В этих случаях часто применяют практику ограничения дивидендных выплат.

#### *Ограничение в связи с недостаточной ликвидностью*

Дивиденды в денежной форме могут быть выплачены в том случае, если в АО есть деньги на расчетном счете или денежные эквиваленты, конвертируемые в деньги, в объеме, достаточном для выплаты. Теоретически

предприятие может взять кредит для выплаты дивидендов, однако это не всегда возможно и, кроме того, связано с дополнительными расходами. Таким образом, АО может быть прибыльным, но не готовым к выплате дивидендов по причине отсутствия реальных денежных средств.

#### *Ограничение в связи с интересами акционеров*

В основе дивидендной политики лежит принцип максимизации совокупного дохода акционеров. Его величина состоит из суммы полученного дивиденда и прироста курсовой стоимости акций. Поэтому, определяя оптимальный размер дивидендов, руководство предприятия и акционеры должны оценить, как величина дивидендов может повлиять на цену предприятия в целом. Последняя выражается в рыночной цене акций, которая зависит от общего финансового состояния компании на рынке товаров и услуг, размера выплачиваемых дивидендов, темпов их роста и т. д. Есть и другие обстоятельства, связывающие размер дивидендов и интересы акционеров. Акционеры могут как ограничить размер дивидендов, так и проголосовать за более высокие дивиденды.

#### *Ограничение рекламно-финансового характера*

В условиях рынка за информацией о дивидендной политике компаний пристально следят аналитики, брокеры, менеджеры и т. д. Довольно часто компании необходимо поддерживать дивидендную политику на достаточно стабильном уровне, несмотря на возможные колебания конъюнктуры. Степень стабильности дивидендной политики для многих акционеров служит своеобразным индикатором успеха деятельности данного предприятия.

Дивиденд является чутким индикатором состояния конъюнктуры, его резкие изменения свидетельствуют о поворотах в тенденциях хозяйственного развития. В связи с формированием в государствах СНГ рынка ценных бумаг дивиденд становится распространенной формой доходов.

Было бы, однако, неверным полагать, что дивидендная политика, т. е. участие персонала в собственности и прибылях, решит социально-экономические проблемы акционерного общества и баланс интересов. Обладание на сегодняшний день акциями значительной частью персонала, причем прежде всего наиболее квалифицированной и высокооплачиваемой, создает ощутимое несоответствие интересов между работниками-собственниками и рядовыми работниками, не имеющими акций или располагающими лишь единичными их экземплярами.

У владельцев акций и у работников, не имеющих таковых, естественно, весьма различное отношение к распределению доходов акционерной компании. Если последние, что называется, обеими руками голосуют за увеличение расходов на социальные услуги, всякого рода льготы, пособия и т. д., то работники-акционеры проявляют несравненно большую заинтересованность в использовании прибылей для роста экономических показателей компании, стоимости ее акций и особенно – выплат дивидендов по ним. «Нестыковка» интересов – это весьма серьезная проблема, так как рост числа и усиление влияния работников-акционеров могут затруднить дальнейшее развитие сферы социальных услуг внутри акционерной

компании и ее участие в поддержании и развитии социальной инфраструктуры муниципалитетов.

Таким образом, в основе указанных противоречий лежат принципиально различные подходы к развитию внутрикорпоративных отношений. В случае с работниками, не имеющими акций, преобладают коллективистские, в известной степени уравнилельные начала данных отношений, напрямую связанные с идущими от советских времен традициями. В случае же с работниками-акционерами мы имеем дело с уже принципиально иным подходом к данным отношениям, основанным не на коллективистских, а на индивидуалистических началах. И тот факт, что эти начала все ощутимее дают о себе знать, не может не отразиться на будущей модели внутрикорпоративных отношений, включающей и дивидендную политику акционерных обществ, особенно в случае, если упомянутые выше меры и шаги в приобщении персонала к собственности и прибылям начнут реализоваться.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> *Перегудов С. П.* Корпорации, общество, государство: Эволюция отношений / С. П. Перегудов. М.: Наука, 2003. 352 с.