

Министерство образования и науки Российской Федерации

САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ
ПОЛИТЕХНИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ ПЕТРА ВЕЛИКОГО

М. В. Лопатин А. Ф. Орлова

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ И ИНСТИТУТЫ

Учебное пособие



Санкт-Петербург
2016

Министерство образования и науки Российской Федерации

САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ
ПОЛИТЕХНИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ ПЕТРА ВЕЛИКОГО

M. B. Лопатин A. Ф. Орлова

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ И ИНСТИТУТЫ

Учебное пособие



Санкт-Петербург
2016

УДК 336.114(075.8)

Л77

Р е ц е н з е н т ы:

Заслуженный деятель науки РФ, доктор экономических наук,

профессор СПбГЭУ *В. К. Потемкин*

Доктор экономических наук, профессор СПбПУ *М. В. Афанасьев*

Лопатин М. В. **Финансовые рынки и институты** : учеб. пособие /
М. В. Лопатин, А. Ф. Орлова. – СПб. : Изд-во Политех. ун-та, 2016. –
203 с.

Соответствует содержанию дисциплины государственного образовательного стандарта по направлению 38.03.02 «Менеджмент», 38.03.03 «Управление персоналом».

Предназначено для студентов дневной и заочной форм обучения Инженерно-экономического института СПбПУ, изучающих финансовый менеджмент, экономическую теорию, финансы и кредит, основы рыночной экономики и другие экономические науки.

Табл. 9. Ил. 7. Библиогр.: 14 назв.

Печатается по решению

Совета по издательской деятельности Ученого совета
Санкт-Петербургского политехнического университета Петра Великого.

© Лопатин М. В., Орлова А. Ф., 2016

© Санкт-Петербургский политехнический
университет Петра Великого, 2016

ISBN 978-5-7422-5114-9

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	5
1. Модели финансовых систем. Финансовые рынки	6
1.1. Модели финансовых систем	6
1.2. Структура финансового рынка: денежный рынок и рынок капиталов	9
1.3. Участники финансового рынка: государство, институциональные участники, профессиональные участники, валютная и фондовая биржи	12
2. Валютная система	19
2.1. Элементы валютной системы: мировой денежный товар, валютный курс, валютный рынок, институты	19
2.2. Развитие и совершенствование валютной системы	23
2.3. Валютный рынок и его структура. Арбитраж. Страхование валютных рисков	28
3. Инфраструктура фондового рынка (рынка ценных бумаг)	33
3.1. Определение и основные задачи инфраструктуры рынка ценных бумаг	33
3.2. Профессиональные участники РЦБ	37
3.3. Выпуск и обращение ценных бумаг в России. Основные этапы IPO	43
4. Долевые и долговые ценные бумаги	54
4.1. Основные виды долевых ценных бумаг и их оценка	54
4.2. Преимущества и недостатки облигаций как инструмента привлечения средств	61
4.3. Особенности обращения векселей: преимущества и недостатки	74
5. Рынок производных финансовых инструментов	80
5.1. Фьючерсные контракты и их особенности. Основные направления использования фьючерсов. Хеджирование	80

5.2. Опционы. Теорема паритета цен опционов. Основные направления использования опционов	86
5.3. Варранты	89
6. Анализ финансовых рынков	92
6.1. Методы анализа рыночных цен. Технический анализ. Основные принципы технического анализа	92
6.2. Фундаментальный анализ рынков. Три уровня фундаментального анализа	101
6.3. Анализ финансово-хозяйственной деятельности при определении капитала компании	104
7. Биржа и биржевая деятельность. Биржевые индексы	109
7.1. Биржи, история их возникновения. Организационная структура бирж. Участники биржевых торгов	109
7.2. Товарные, валютные и фондовые биржи. Мировые центры биржевой торговли. Российские фондовые биржи	114
7.3. Важнейшие мировые фондовые индексы и их статистика. Российские индексы	118
8. Основы системного инвестирования	129
8.1. Биржевые (инвестиционные) операции	129
8.2. Основные виды системного инвестирования	133
8.3. Виды инвестиционного управления	135
9. Основы портфельного инвестирования	137
9.1. Инвестиционный портфель: сущность и методы управления	137
9.2. Модели оптимального инвестиционного портфеля. Управление портфелем	139
Тесты для самопроверки	146
Примерные темы докладов, рефератов, курсовых работ и дипломных проектов	153
Биржевые термины	157
Библиографический список	184
Приложения	
1. Общероссийский классификатор валют	185
2. Общение на фондовом рынке	194
3. Облигация	195
4. Акции и купоны	196
5. Рынок корпоративных облигаций	198
6. Финансовая охота: как завалить «быка» и «медведя»	202

ВВЕДЕНИЕ

Предмет курса является самостоятельным разделом экономической науки; он тесно связан с другими экономическими дисциплинами, в которых изучаются финансы, кредит, международные валютно-кредитные отношения; также исследуются экономические отношения, которые связаны с покупкой и продажей финансовых фондов, т. е. имеющихся в излишке денежных средств. Финансовый рынок – это место их купли и продажи. Предметом изучения являются также сегменты финансового рынка как многофункциональной системы, финансовые услуги (например, информация о продаже валюты, учетной ставке и пр.), субъекты и функции финансового рынка, его составляющие.

Цель курса – изучить специфические товары, обращающиеся на финансовом рынке: денежные средства и ценные бумаги. В ходе изучения курса преследуется цель повышения общей экономической культуры студентов в их последующей профессиональной деятельности.

Основной задачей курса является изучение фундаментальных вопросов института финансов и рынка, механизма перераспределения капитала между кредиторами и заемщиками при помощи посредников на основе спроса и предложения. В качестве капитала рассматриваются денежные средства и ценные бумаги. Особое внимание уделяется вопросам выпуска, размещения и обращения, государственной регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг, вопросам управления (государственное регулирование, саморегулирование), формирования портфеля ценных бумаг и методам его управления. Для самостоятельной работы студентов предложен список тем рефератов, докладов, некоторые из них вполне могут

быть выбраны в качестве курсовой работы или дипломного проекта. Для самоподготовки студентов составлен словарь биржевых терминов.

1. МОДЕЛИ ФИНАНСОВЫХ СИСТЕМ. ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

1.1. Модели финансовых систем

Финансовая система представляет собой совокупность различных звеньев финансовых отношений, каждое из которых характеризуется особенностями в формировании и использовании фондов денежных средств, различной ролью в общественном воспроизводстве. Финансовые системы некоторых государств могут отличаться по своей структуре, но они все имеют общий признак – это различные фонды финансовых ресурсов. Они отличаются по методам их аккумуляции и использованию, однако тесно связаны между собой, оказывают влияние на социально-экономические процессы в обществе, а также на формирование и использование фондов финансовых ресурсов. Финансовая система России – совокупность финансовых институтов, способствующих образованию и использованию соответствующих денежных фондов, существующих в виде государственных, частных и государственно-частных организаций, осуществляющих в пределах своей компетенции финансовую деятельность. Она включает следующие звенья финансовых отношений: государственную бюджетную систему; внебюджетные специальные фонды; государственный и банковский кредиты; фонды имущественного и личного страхования; фондовый рынок; финансы предприятий.

Структуру финансовой системы можно рассматривать как совокупность подразделений, создающих условия для формирования и использования доходов, а также как систему финансовых институтов (рис. 1).

В структуре финансовой системы выделяются подсистемы: государственные и муниципальные финансы; финансы хозяйствую-

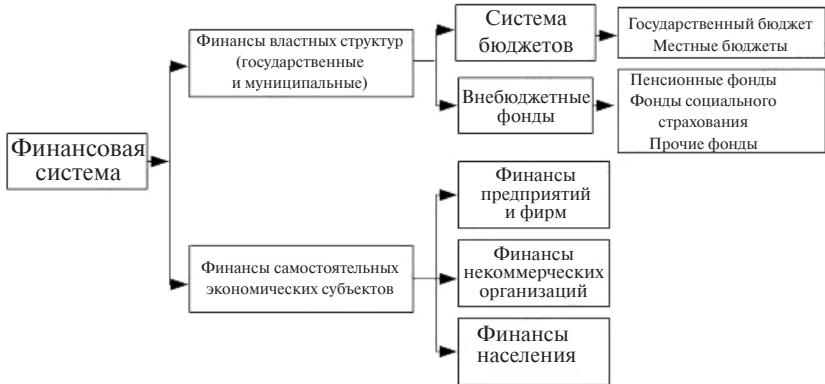


Рис. 1. Структура финансовой системы

ющих субъектов; население. Их функционирование строится на основе анализа и сопоставления методов и инструментов финансирования – привлечения заемного или акционерного капитала, собственных средств и капиталосберегающего финансирования, а также целевого привлечения средств государственного бюджета. Исторически сформировались две основные модели финансовых рынков: *континентальная модель* – финансовая система, ориентированная на банковское финансирование, и *англо-американская модель* – финансовая система, ориентированная на рынок ценных бумаг и систему институциональных инвесторов. Для англо-американской модели характерно публичное размещение ценных бумаг и высокий уровень развития вторичного рынка, который по объему значительно больше вторичного рынка европейских стран. В конце XX – начале XXI вв. во многих странах континентальной Европы финансовые рынки стали приобретать черты англо-американской модели. В этом усматривается постепенная конвергенция обеих моделей финансовых рынков. Для стран *англо-американской модели* (США, Великобритания) характерно следующее: высокая доля акционерного капитала корпораций; финансирование с помощью коммерческих бумаг; пониженная роль банковского

сектора в кредитовании экономики. В *континентальной модели* (Германия и другие страны континентальной Европы, отчасти Япония) присутствуют свойства, в целом противоположные первой модели. Так, относительно более низкой является доля акционерного финансирования при повышенном значении облигационных заимствований. Малая роль отводится сектору коммерческих бумаг. Вместе с тем традиционно активными действующими лицами инвестиционного процесса являются коммерческие банки. Очень типично их участие в уставных капиталах промышленных предприятий, их доля в финансовых активах относительно стабильна. В итоге на рынке ценных бумаг преобладает влияние банков. На современном этапе развития все большее развитие получает германо-японская модель, которая отличается повышенной концентрацией собственности; большинство финансовых рынков носит долговой характер. В этой связи различают следующие *типы финансовой системы*: банковский, рыночный, бюджетный. Для первого типа характерна определяющая роль коммерческих банков и других финансовых организаций (Германия, Франция, Япония). В финансовой системе рыночного типа главную роль в перераспределении дохода выполняют предприятия-эмитенты, в ценные бумаги которых вкладывают свои свободные финансовые ресурсы юридические и физические лица (США, Великобритания, Канада). В бюджетной системе наибольшая часть финансовых ресурсов общества в централизованном порядке перераспределяется через систему бюджетов и внебюджетных фондов (Россия, Швеция). Российская модель финансовой системы, копируя зарубежную практику, во многом носит конфликтный характер. С начала постсоветского периода (с 1990-х гг.) была сделана попытка переноса в Россию системы финансирования, основанной на рынке,войственной для экономик англо-саксонского мира со значительной диверсификацией собственности. Для большинства стран мира характерна модель финансовой системы, основанная прежде всего на банках и долговом финансировании. Неудачными были попытки заимствований англо-американской модели финансирования, основанной на венчурном финансировании и капитализации

нового бизнеса через индустрию IPO. Массовый рынок IPO оказался невозможен в условиях сверхконцентрации собственности, сложившейся в экономике России. Модель российской финансовой системы, как отмечают специалисты, должна развиваться как *смешанная*, основанная на соединении преимуществ англо-американской и англо-саксонской моделей. В современных условиях основное предназначение финансовой политики – содействие развитию прямых иностранных инвестиций, рынка средне- и долгосрочных кредитов, рынка корпоративного контроля, банковского сектора (*bank-based system*). При концентрированной собственности и возрастающем государственном участии должна быть создана отечественная модель организации рынка венчурного финансирования, что неизбежно приведет к расширенному участию государственных унитарных предприятий в финансировании инноваций, к широкому применению государственно-частного партнерства (ГЧП).

1.2. Структура финансового рынка: денежный рынок и рынок капиталов

Финансовый рынок является составной частью финансовой системы. Это организованная или неформальная система торговли финансовыми ресурсами. Основную роль выполняют финансовые инструменты, направляющие потоки денежных средств к их заемщикам. В качестве товара выступают деньги и ценные бумаги. Главное назначение финансового рынка – быть механизмом, который обеспечивает условия для привлечения инвестиций, их доступность и большую привлекательность по сравнению с банковскими кредитами. Один из первых отечественных исследователей рассматриваемых проблем Б. И. Алехин¹ представил структуру финансового рынка как единство рынков банковских ссуд и ценных бумаг. Проблема исследования структуры финансового рынка в дальнейшем разрабатывалась и другими авторами. В частности

¹Алехин Б. И. Рынок ценных бумаг: введение в фондовые операции / Б. И. Алехин. М.: Финансы и статистика, 2012. 305 с.

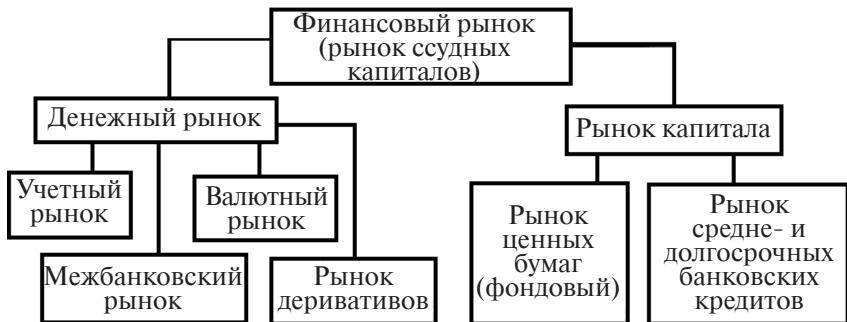


Рис. 2. Структура финансового рынка

М. Ю. Алексеев², определив, что финансовый рынок есть рынок, обеспечивающий распределение денежных средств между участниками экономических отношений, тоже разделил его на рынок банковских ссуд и рынок ценных бумаг. Хотя такого рода разделение финансового рынка не бесспорно, так как составляющая «рынок банковских ссуд» не охватывает всех отношений, связанных с кредитом, обособленным от сегментов рынка ценных бумаг, оно тем не менее позволило подойти к определению рынка ценных бумаг как особого экономического института.

Категория «финансовый рынок» по своему содержательному наполнению часто отождествляется с категорией «рынок ценных бумаг». Мы считаем, что подобный подход к понятию «финансовый рынок» не является оптимальным, поскольку рынок ценных бумаг важный, но не единственный элемент в системе финансового рынка.

Финансовый рынок подразделяется на денежный рынок, рынок капитала, рынок ценных бумаг, валютный рынок, рынок золота и драгоценных металлов. Схематически его структура представлена на рис. 2.

На денежном рынке осуществляется краткосрочное финансирование (до 1 года) государственных органов и крупных организа-

² Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг / М. Ю. Алексеев. М.: Финансы и статистика. 2012. 255 с.

ций. Денежный рынок обычно подразделяется на учетный, межбанковский и валютный рынки, а также рынок деривативов³. Рынок капиталов обеспечивает среднесрочные (от 1 до 5 лет) и долгосрочные (свыше 5 лет) финансовые услуги государству и коммерческим субъектам.

Рассмотрим особенности финансового рынка России. В ходе восстановления и развития финансового рынка в постсоветской России выявились необходимость формирования такой финансовой структуры, которая переориентирует финансовые потоки на обслуживание потребностей конечных заемщиков. В условиях, когда снижение конкурентоспособности государственных ценных бумаг, чему в немалой степени способствовал дефолт 2008 г., создает реальные возможности для развития других финансовых инструментов (и корпоративных, в том числе), произошла также переоценка роли финансового рынка. Становится все очевиднее, что именно развитие реального сектора экономики обеспечивает условия для оживления работы финансового рынка. Кроме того, возрастание акционерной культуры граждан России требует разнообразия способов инвестирования своих сбережений и снижения финансовых рисков в результате инфляции и деятельности финансовых пирамид. К общим функциям финансового рынка относятся: инвестиционная, коммерческая, ценовая, информационная, регулирующая. Специфические функции финансового рынка проявляются в процессе обращения финансовых активов на рынке как особого инвестиционного товара. С помощью его механизма осуществляется диверсификация капиталов между отраслями и сферами экономики, а также ее участниками. Данную функцию можно определить как распределительную. Отдельные авторы в числе специфических называют функции страхования ценовых и финансовых рисков, трансформационную и инновационную. Актуальной является отраслевая диверсификация с ускоренным развитием обрабатывающей промышленности на преимущественно инновационной основе.

³ Экономика / под ред. А. С. Булатова, 3-е изд., перераб. и доп. М.: Юристъ, 2002. 896 с.

1.3. Участники финансового рынка: государство, институциональные участники, профессиональные участники, валютная и фондовая биржи

На финансовом рынке действуют различные участники, функции которых определяются целями их деятельности и степенью участия в совершении отдельных сделок. С учетом форм заключения сделок на финансовом рынке основные его участники подразделяются на две группы: продавцы и покупатели; финансовые посредники. На кредитном рынке основными участниками в группе продавцов и покупателей выступают кредиторы, осуществляющие продажу как собственных, так и заемных денежных активов; заемщики, получающие ссуды от кредиторов на условиях платности, срочности и возвратности. На рынке ценных бумаг основными видами прямых участников финансовых операций являются эмитенты, выступающие субъектами финансового рынка; инвесторы, вкладывающие свои денежные средства в разнообразные виды ценных бумаг с целью получения дохода. На валютном рынке основными участниками финансовых операций являются продавцы и покупатели иностранной валюты. На страховом рынке основными прямыми участниками финансовых операций выступают страховщики, принимающие на себя на условиях платности риски с обязательством их возмещения при наступлении страхового события и страхователи, покупающие страховые услуги у страховых компаний с целью минимизации своих финансовых потерь при наступлении страхового события. На рынке золота и других драгоценных металлов основными прямыми участниками финансовых операций являются продавцы и покупатели.

Кроме основных участников довольно многочисленную группу рынка образуют его посредники.

Рассмотрим основных посредников на финансовом рынке. *Брокер* участвует в заключении сделок на основании договора-поручения от клиента или в качестве комиссионера на основании договора комиссии. При осуществлении сделок по договору-по-

ручению брокер выступает исключительно от имени клиента и за его счет. При осуществлении сделок по договору комиссии финансовый посредник выступает от своего имени, но за счет клиента. Эту группу финансовых посредников представляет многочисленный институт финансовых брокеров, осуществляющих свою деятельность как на организованном (биржевом), так и на неорганизованном (внебиржевом) финансовом рынке. В составе общего института финансовых брокеров выделяют: инвестиционных брокеров; валютных брокеров; страховых брокеров (агентов) и т. п. Практически все сделки купли-продажи ценных бумаг совершаются брокерами по одному из двух типов клиентских счетов: наличному (кассовому) и маржинальному. Наличный счет отражает операции с ценными бумагами, осуществляемые брокером по поручению клиента, на условиях оплаты наличными средствами, т. е. без предоставления кредита. Оплата и поставка ценных бумаг по наличным сделкам должна осуществляться, например, на (T+3), (T+5) рабочий день⁴. Маржинальный счет – это счет, открываемый клиенту в брокерской компании, позволяющий клиенту использовать кредиты под залог ценных бумаг, покупаемых в том числе за счет кредита. При этом клиент депонирует на счете денежные средства в размере, установленном в качестве первоначальной маржи, составляющей, как правило, не менее 50 % рыночной стоимости предполагаемых к покупке ценных бумаг. Остальную часть клиент может привлечь в качестве заемных средств под залог купленных ценных бумаг.

Дилер осуществляет куплю-продажу финансовых инструментов от своего имени и за свой счет с целью получения прибыли от разницы в ценах. Финансовые посредники, осуществляющие дилерские операции, могут при наличии соответствующей лицензии осуществлять и брокерскую деятельность, а также выступать в качестве эмитентов, институциональных инвесторов и т. п.

Типовая структура брокерской и дилерской компаний включает, как правило, отдельные подразделения к обслуживанию клиен-

⁴ Согласно правилам ФРС США оплата и поставка ценных бумаг – не позднее седьмого рабочего дня после совершения сделки.

тов. Фронт-офис, работники которого заключают сделки с ценными бумагами по поручению клиента. Бэк-офис, обеспечивающий внутренний учет и контроль операций с ценными бумагами. Аналитический отдел, главной задачей которого является исследование финансовых рынков для подготовки рекомендаций (консультаций) клиентам в области инвестиций в ценные бумаги. Служба внутреннего контроля, обеспечивающая контроль за соблюдением законодательных норм, а также мер по защите интересов и активов клиентов. Бухгалтерия, осуществляющая учет операций и составляющая финансовую отчетность.

По степени риска операций, выполняемых на финансовом рынке, участников рынка можно условно разделить на следующие группы: предприниматели и инвесторы; спекулянты и игроки; арбитражеры, хеджеры.

Предприниматели и инвесторы – это физические или юридические лица, вкладывающие временно свободные средства с целью извлечения прибыли. *Спекулянт* – лицо, стремящееся получить максимально возможную прибыль за счет разницы курсов покупки и продажи финансовых инструментов. Деятельность спекулянта зависит от множества условий, главными из которых являются умение прогнозировать развитие рыночной ситуации и умение принимать целенаправленные решения, позволяющие максимизировать приращение стоимости первично вкладываемых спекулянтом средств. Он владеет правилами технического анализа: если цена финансового инструмента пересекла сверху линию скользящего среднего – имеется сигнал к продаже, а если снизу – сигнал к покупке⁵. *Арбитражер* – это физическое или юридическое лицо, извлекающее прибыль за счет одновременной купли-продажи одного и того же финансового инструмента (актива) на разных рынках, если на соответствующих рынках возникли разные цены на один и тот же актив (*пространственный арбитраж*). Арбитражные операции позволяют выравнивать цены на разных рынках и

⁵ Графики цен и скользящего среднего приведены в разд. 6 (План практического занятия...).

восстанавливать паритетные соотношения между взаимосвязанными активами. В результате арбитражных операций спекулянт имеет прибыль без всякого риска. *Хеджер* – лицо, которое осуществляет страхование своей прибыли путем заключения сделки на срочном рынке. Примером операции хеджирования может быть заключение фьючерсного контракта на поставку базового актива через некоторый промежуток времени по заранее оговоренной цене. При заключении соответствующего контракта хеджер будет защищен от возможных негативных проявлений в развитии рыночной ситуации. Вознаграждением для него будет выступать минимальная прибыль, которой он готов довольствоваться.

Группу финансовых посредников представляют разнообразные кредитно-финансовые и инвестиционные институты. Основными из них являются: банки; инвестиционные фонды; инвестиционные дилеры или андеррайтеры (специальные банковские учреждения или компании), занимающиеся первичной продажей эмитированных акций и облигаций, а также покупкой дополнительного выпуска их эмиссий и организацией их реализации. К их числу также относятся трастовые компании или инвестиционные управляющие, осуществляющие доверительное управление ценными бумагами или денежными средствами, переданными им с целью инвестирования в ценные бумаги; финансово-промышленные группы; финансовые институты, осуществляющие посредническую деятельность на различных финансовых рынках; страховые компании; пенсионные фонды; другие кредитно-финансовые и инвестиционные институты. Институтами финансовой инфраструктуры являются: фондовая и валютная биржи, депозитарий ценных бумаг, регистратор ценных бумаг или держатель их реестра, расчетно-клиринговые центры, информационно-консультационные центры и другие.

Российские торговые площадки – государственные, акционерные или иные организации, предоставляющие помещение, определенные гарантии, расчетные и информационные услуги для сделок с ценными бумагами. На площадках размещаются товарные, фондовые и валютные биржи. Исторически свое развитие биржевой

рынок России получил еще во времена Петра I. В годы советской власти вместе с фондовым рынком прекратили функционировать российские торговые площадки. Они получили развитие в постсоветское время. В современных условиях российские торговые площадки активно развиваются: их число значительно превышает количество фондовых и валютных бирж. Широкое распространение имеют так называемые универсальные биржи, занимающиеся и фондовой, и товарной, и валютной биржевой деятельностью. Фактически на бирже функции продавцов и покупателей выполняют посредники. Предметом деятельности фондовой биржи является обеспечение необходимых условий нормального обращения ценных бумаг, определение их рыночной цены и распространение о них информации. Биржа выступает как четко организованная структура, которая работает по определенным правилам с соблюдением и контролем цен покупки и продажи. Как правило, контроль за работой бирж осуществляется государственными органами надзора. На валютной бирже проводится купля-продажа национальных валют по определенному курсу, который складывается на рынке, исходя из спроса и предложения на определенный момент времени. Курсы валют, торгуемых на валютной бирже, зависят от покупательской способности данной валюты, которая в свою очередь зависит от ситуации в экономике страны эмитента. Следует отметить, что валютная биржа является одной из самых ликвидных бирж, что делает ее весьма привлекательной для *трейдеров* и *спекулянтов*. Основная задача валютной биржи состоит в том, чтобы определять валютный курс. Однако в последнее время значимость национальных валютных бирж отошла на второй план из-за все возрастающей популярности глобального валютного рынка – Форекс.

Общее управление финансовой системой осуществляют высшие органы власти и управления: Президент регламентирует деятельность финансовой системы, подписывает бюджетный план, имеет право «вeto» на финансовое законодательство, принятое Правительством. Федеральное Собрание (Совет Федерации и Государ-

ственная Дума) устанавливает налоги, сборы, неналоговые платежи, утверждает федеральный бюджет, принимает финансовое законодательство (Бюджетный кодекс, Налоговый кодекс). Правительство Российской Федерации выступает как единый центр управления финансами. Центральным органом, осуществляющим реализацию финансовой политики, является Министерство финансов Российской Федерации. Оно обеспечивает единство финансовой, кредитно-денежной и валютной политики в стране, координирует деятельность других федеральных органов исполнительной власти. Министерство финансов Российской Федерации осуществляет методическое руководство в сфере финансового планирования и финансирования отраслей хозяйства; организует разработку федерального бюджетного плана; принимает активное участие в разработке баланса финансовых ресурсов страны. Федеральная налоговая служба осуществляет контроль за правильностью исчисления, полнотой и своевременностью внесения в бюджетные фонды налогов, сборов и других платежей. Межрегиональные управление – Департаменты Службы Банка России по финансовым рынкам – контролируют деятельность участников фондового рынка, способствуя тем самым увеличению поступлений в бюджетный фонд. Система Центрального банка Российской Федерации (ЦБ РФ) является важным институтом реализации денежно-кредитной и финансовой политики. ЦБ РФ осуществляет наряду с Федеральным казначейством кассовое исполнение бюджета, контролирует деятельность других кредитных институтов. Для контроля за выполнением финансового законодательства создан специальный контрольный орган – Счетная палата Российской Федерации, ее основным назначением является контроль за федеральными денежными средствами. Счетная палата независима от Правительства и подотчетна Федеральному Собранию. Возглавляет Счетную палату председатель, назначаемый Государственной Думой на 6 лет. Проведение финансовой политики в субъектах федерации, их административно-территориальных и муниципальных образованиях осуществляют соответствующие финансовые учреждения.

План практического занятия; вопросы и задания:

1. Сущность и функции финансов.
2. Финансовая система и ее модели.
3. Финансовые ресурсы и их источники.
4. Финансовые рынки и их виды. Основные сегменты рынка денежных средств.
5. Формирование финансового рынка в России.
6. Финансовое посредничество и финансовые посредники.
7. Оптимизация финансовых решений в условиях экономического кризиса.

Проанализируйте различные модели финансовой системы и оцените существующую модель в России.

Рассмотрите общую систему управления финансовыми инструментами в России.

Назовите основные кредитно-финансовые и инвестиционные институты.

Охарактеризуйте технологию торговли ценными бумагами и финансовыми инструментами.

Назовите и охарактеризуйте различия между денежным рынком и рынком капитала.

Каким образом обеспечивается требование защиты средств клиента при предоставлении брокером услуг купли-продажи ценных бумаг?

Какой минимум информации необходим для заключения договора на брокерское обслуживание для соблюдения принципа «знай своего клиента»?

Охарактеризуйте Форекс и Дилинговый центр.

В период инфляции целесообразно брать кредит или предоставлять займы?

Охарактеризуйте институциональную стратегию России в период экономических санкций 2014–2015 гг.

Рассмотрите пример. Брокер по поручению клиента купил акции на сумму 20 тыс. руб., а на следующий день по его поручению продал за 22 тыс. руб. Прибыль клиента составила 2 тыс. руб. Какую сумму придется заплатить клиенту, прежде чем на его наличный счет будут перечислены 22 тыс. руб. от продажи этих же акций?

2. ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА

2.1. Элементы валютной системы: мировой денежный товар, валютный курс, валютный рынок, институты

Валютная система – это форма организации отношений валютного рынка на национальном или международном уровнях. Валютные отношения на национальном уровне охватывают сферу национальной валютной системы. Ее особенности определяются степенью развития и специфики экономики, а также внешнеэкономических связей страны. К элементам валютной системы относятся: средства, используемые как расчетные или платежно-расчетные; органы, осуществляющие валютное регулирование и контроль; условия и механизмы конвертируемости валют; режим определения валютного курса; правила проведения международных расчетов; порядок функционирования рынков драгоценных металлов; правила получения и использования кредитных средств в иностранных валютах; механизмы валютных ограничений. Иерархия валютных систем представлена на рис. 3.

Рассмотрим элементы валютной системы. Валюта – общепризнанное средство платежа и расчетов. Термин «валюта» применяется в отношении национальной денежной единицы страны, иностранных денежных средств и расчетных единиц, междуна-



Рис. 3. Типы валютных систем

родных расчетных единиц типа «евро», СДР и пр. Для обозначения валют при заключении сделок применяются ISO-коды валют. Код отдельной валюты состоит из нескольких букв: первые две буквы обозначают страну, третья – валюту. Любая национальная валюта должна обладать внешней и внутренней обратимостью, т. е. конвертацией в валюты других государств. Конвертируемость валюты характеризует ее качество. В зависимости от степени конвертируемости различают свободно конвертируемые валюты (СКВ), которые без ограничений обмениваются на другие иностранные валюты. К ним относятся: американский доллар (USD), английский фунт стерлингов (GBF), швейцарский франк (CHF) и некоторые другие. К частично конвертируемой валюте применяются валютные ограничения для резидентов, а также по отдельным видам обменных операций. Например, частично конвертируемым является российский рубль (₽). Неконвертируемая (замкнутая) валюта функционирует только в пределах данной страны и не обменивается на иностранные валюты; ее разряд определяет Международный валютный фонд (МВФ). В международной торговле применяются также валютные единицы, существующие исключительно в безналичной форме – клиринговые валюты, которые используются только странами-участницами платежного соглашения при проведении взаимных расчетов за поставленные товары и услуги. Валютой клиринга признается согласованная расчетная единица (валюта), в которой ведутся клиринговые счета. Она может выражаться в валюте:

- одной из стран-партнеров;
- обоих государств;
- третьей страны.

Платежи или поступления с клиринговых счетов производятся в каждой из стран только в пересчете в национальную валюту по соответствующему курсу. Источником клиринговых валют является взаимное кредитование поставок товаров и оказания услуг странами-участницами соглашений. Клиринговые валюты используются по следующему принципу: они должны быть израсходованы в стране, где заработаны.

В мировой экономике существует понятие резервных валют. Это национальные кредитно-денежные средства ведущих стран-участниц мировой торговли, которые используются для международных расчетов по внешнеторговым операциям и при определении мировых цен. Исторически первоначально роль резервной валюты выполнял английский фунт стерлингов. Однако вследствии, в связи с бурным экономическим развитием США, доллар стал стремительно вытеснять фунт стерлингов, выполняя роль основной резервной валюты⁶. Окончательно за долларом США роль резервной валюты была закреплена в 1944 г. на Бреттон-Вудской конференции. В настоящее время американский доллар — основная резервная валюта мира. В этой валюте осуществляется большая часть международных расчетов, фиксируются мировые цены по многим товарным группам.

Большое влияние на международные экономические отношения оказывает валютный курс. Валютный курс — это цена иностранной валюты в национальных денежных единицах. Он выполняет следующие функции: обмен валют в текущих операциях и операциях с движением капитала; сравнение цен мировых и национальных рынков; сравнение стоимостных макроэкономических показателей; переоценка активов в иностранной валюте. Курс валюты может оказывать большое влияние на денежно-кредитную политику государства. Существуют следующие виды валютного курса: фиксированный валютный курс — это официальное соотношение между двумя валютами, устанавливаемое в законодательном

⁶ Задолго до Бреттон-Вудской конференции США стали готовиться к долларизации планеты. В США было конфисковано все золото в любом виде у граждан и организаций. Золотые изделия закупали по \$20,67 за тройскую унцию, переплавляли и отправляли в казначейство США. Частное владение золотом объявлялось вне закона. За его нарушение установлен штраф в \$10 тыс., 10 лет тюрьмы. Цену золота повысили до \$35 за тройскую унцию, тем самым девальвировав доллар. В 1935 г. официально золотые резервы оценивались в \$9 млрд. Уже в 1940 г. — в \$20 млрд., чему в значительной мере способствовала продажа за золото американского оружия.

порядке; плавающий — устанавливается на торгах на валютной бирже; кросс-курс — это соотношение между двумя валютами, которое вытекает из их курса по отношению к третьей валюте; текущий — это курс наличной, т. е. кассовой сделки с расчетом в течение двух дней. Форвардный, или курс срочной сделки, — это курс для расчета по валютному (форвардному) контракту через определенное время после заключения контракта.

Валютные интервенции осуществляются с целью поддержания национальной валюты. Центральный банк любой страны может проводить различные формы воздействия на курс национальной денежной единицы путем купли или продажи значительного объема иностранной валюты, части своих валютных резервов.

Рассмотрим основные режимы валютных курсов. В силу разной устойчивости валют, а также разных интересов на практике действуют три основных режима валютных курсов. 1. Валюты, твердо привязанные к одной или нескольким валютам. Допускается колебание валютного курса $\pm 1\%$. Если национальная валюта привязана к группе валют, то это означает, что выбрана некая валютная корзина. 2. Валюты, курс которых может колебаться относительно одной/нескольких валют $\pm 2,25\%$. В эту группу ранее попадал ЭКЮ, что позволяло странам Евросоюза (ЕС) сохранять свои валюты по отношению друг к другу в твердом соотношении, а все вместе они «плавали» по отношению к валютам третьих стран. 3. Валюты с полностью свободно плавающим курсом.

Валюта связана с такой характеристикой как конвертируемость⁷. Для конвертируемых валют в основе курса лежит валютный паритет. Однако курсы валют почти никогда не совпадают с их валютным паритетом. В условиях внешнеэкономических операций отношение поступлений и платежей в иностранной валюте и, соответственно, спрос и предложение иностранной валюты зависят от состояния платежного баланса. Потому в большинстве стран вместе с твердым

⁷ Конвертируемость — это способность валюты свободно обмениваться на другие валюты и обратно на национальную валюту на валютных рынках.

официальным курсом национальной валюты также существует свободный. По официальному паритету осуществляются расчеты ЦБ и других валютно-финансовых учреждений между разными странами и с международными организациями. Расчеты между частными лицами и организациями осуществляются по свободному курсу. Правительство страны устанавливает учетные официальные обменные курсы. В России официальный курс рубля устанавливается Центральным Банком РФ для использования в расчетах доходов и расходов государственного бюджета, всех видов платежно-расчетных отношений государства с организациями и гражданами, а также для целей налогообложения и бухгалтерского учета. Фиксирование национальной денежной единицы в иностранной валюте называется валютной котировкой. Принято различать прямую и косвенную котировку. Если прямая котировка – это цена иностранной валюты на национальном рынке, то косвенная котировка отражает количество единиц котируемой валюты, приходящееся на единицу валюты-измерителя. Курс одной валюты по отношению к другой может быть определен также через третью валюту (кросс-курс). Различают курс продавца (*аск*) – это цена продажи валюты банком; курс покупателя (*бид*) – цена, по которой банк покупает валюту. Разность между этими курсами образует прибыль для банка – *спред*. ЦБ России определяет курсы иностранных валют по результатам торгов на валютной бирже в рублях, применяя прямые котировки.

2.2. Развитие и совершенствование валютной системы

Эволюция мировой валютной системы выражается в смене ее основных типов, к которым относятся Парижский, Генуэзский, Бреттон-Вудский, Ямайский, Европейский. Представим краткую характеристику этих валютных систем. Парижская валютная система юридически была оформлена межгосударственным соглашением на Парижской конференции в 1867 г., которое признало золото единственной формой мировых денег, и оно непосредственно выполняло все пять функций денег. Денежная и валютная системы

(национальная и мировая) были тождественны, с той лишь разницей, что монеты, выходя на мировой рынок, сбрасывали, по выражению К. Маркса, «национальные мундиры» и принимались в платежи по весу. Парижская валютная система базировалась на следующих структурных принципах. Ее основой являлся золотомонетный стандарт. Так, каждая валюта имела золотое содержание: в Великобритании – с 1816 г., в США – с 1837 г., в Германии – с 1875 г., во Франции – с 1878 г., в России – с 1895–1897 гг. В соответствии с золотым содержанием валют устанавливались их золотые паритеты. Это означало, что валюты свободно конвертировались в золото, и золото использовалось как общепризнанные мировые деньги. Генуэзская конференция по экономическим и финансовым вопросам состоялась в Генуе (Италия) весной 1922 г. при участии представителей 29 государств и 5 британских доминионов. Впервые в конференции участвовали представители правительства РСФСР. Ее основой являлись золото и девизы – иностранные валюты. В тот период денежные системы 30 стран базировались на золоте – девизном стандарте. Национальные кредитные деньги стали использоваться в качестве международных платежно-резервных средств. Однако сначала статус резервной валюты не был официально закреплен ни за одной валютой, а фунт стерлингов и доллар США оспаривали лидерство в этой сфере; были сохранены золотые паритеты. Конверсия валют в золото стала осуществляться не только непосредственно (США, Франция, Великобритания), но и косвенно, через иностранные валюты (Германия и еще около 30 стран). Был восстановлен режим свободно колеблющихся валютных курсов. Валютное регулирование осуществлялось в форме активной валютной политики, международных конференций, совещаний.

Мировой экономический кризис (1929–1932 гг.) оказал существенное влияние на всю мировую финансовую систему. Так, Германия на подготовку к войне истратила почти весь свой золотой запас, который официально составил лишь 26 тыс. т в сентябре 1938 г. (12 тыс. т в США и 3,6 тыс. т в Великобритании). Формаль-

но, отрицая роль золота как валютного металла, Германия в свое время захватила 1,3 тыс. т золота в центральных банках оккупированных стран. В годы Первой мировой войны Германия в дополнение к прямому грабежу использовала валютно-финансовые методы ограбления оккупированных стран: выпускала ничем не обеспеченные военные оккупационные деньги, которыми формально оплачивались поставки сырья и продовольствия из этих стран в Германию. Завышенный курс марки (на 66 % к французскому франку, 50 % к бельгийскому франку, на 42 % к голландскому гульдену) позволял Германии за бесценок скупать товары в этих странах. Германия широко использовала валютный клиринг, импортируя товары и записывая сумму долга на клиринговые счета, по которым образовалась огромная ее задолженность (42 млрд. марок к концу войны) по отношению к зависимым странам. Вторая мировая война привела к углублению кризиса Генуэзской валютной системы. Разработка проекта новой мировой валютной системы началась еще в годы войны (в апреле 1943 г.), так как страны опасались потрясений, подобных валютному кризису после Первой мировой войны и в 30-х годах. Англо-американские эксперты с самого начала отвергли идею возвращения к золотому стандарту. Они стремились разработать принципы новой мировой валютной системы, способной обеспечить экономический рост и ограничить негативные социально-экономические последствия экономических кризисов. США стремились закрепить господствующее положение доллара в мировой валютной системе. В результате долгих дискуссий по планам Г.Д. Уайта (США) и Дж. М. Кейнса (Великобритания)⁸ формально победил американский проект, хотя кейнсианские идеи межгосударственного валютного регулирования были также положены в основу Бреттон-Вудской системы. Бреттон-Вудская система (1944 г.) сменила финансовую систему, основанную на золотом стандарте. Было положено начало таким организациям, как Международный банк реконструкции и развития (МБРР) и

⁸ Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / пер. проф. Н. Н. Любимова. М.: Гелиос АРВ, 2012. 352 с.

Международный валютный фонд (МВФ). Доллар США стал одним из видов мировых денег наряду с золотом. Основные принципы системы: цена золота жестко фиксирована – 35 долларов за одну тройскую унцию⁹. Были установлены твердые обменные курсы для валют стран-участниц к ключевой валюте, при этом центральные банки поддерживают стабильный курс национальной валюты по отношению к ключевой валюте ($\pm 1\%$) с помощью валютных интервенций. Допускаются изменения курсов валют через *ревальвации* или *девальвации*. Организационными звеньями системы признаны Международный валютный фонд и Международный банк реконструкции и развития. МВФ предоставляет кредиты в иностранной валюте для покрытия дефицита платежных балансов и поддержки нестабильных валют, осуществляет контроль за соблюдением принципов работы валютных систем стран-участниц, обеспечивает валютное сотрудничество. США получили валютный приоритет, оттеснив своего ослабевшего конкурента – Великобританию. Фактически это привело к появлению *Долларового стандарта* международной валютной системы, основанной на господстве доллара. Точнее, следует говорить о *Золото-долларовом стандарте*. В середине XX в. США принадлежало 70 % всего мирового запаса золота (с 1949 по 1970 гг. золотые запасы США сократились более, чем в два раза). К тому же Франция предъявила 1,5 млрд. дол. к обмену на золото. Правительство США с 1971 г. перестало обменивать доллары на золото, тем самым отказавшись от принципа золотого стандарта. Мировой финансовый кризис привел к пересмотру существующей кризисной системы. Итогом реорганизации Бреттон-Вудской валютной системы стала Ямайская система (с 1976 г.). При этом официально отменена привязка валют к золоту как для внутренних, так и для международных операций. Центральным банкам разрешается продавать и покупать золото как обычный товар по рыночным ценам. Вводится система СДР (специальные права заимствования), которые можно использу-

⁹ 31,1 грамма чистого золота.

зователь как «мировые деньги» для формирования валютных резервов, эмиссию которых осуществляет МВФ. В функции СДР также входит регулирование платежных балансов и соизмерение стоимости национальных валют. Кроме СДР резервными валютами официально были признаны доллар США, фунт стерлингов, швейцарский франк, японская иена, марка ФРГ, французский франк (последние две трансформировались в евро). Был установлен режим свободно плавающих валютных курсов, их котировка формируется на валютном рынке на основе спроса и предложения. В это время государства могли самостоятельно определять режим формирования валютного курса из нескольких вариантов.

Рассмотрим европейскую валютную систему. Центральным элементом системы являлась европейская валютная единица (ЭКЮ), которая стала базой установления курсовых соотношений между валютами стран – членов ЕС, а также использовалась для расчетов между их центральными банками и как счетная единица в специализированных учреждениях и фондах ЕС. Стоимость ЭКЮ определялась по методу валютной корзины, включавшей валюты всех 12 стран ЕС на тот момент. Весь период существования Европейской валютной системы (EMS-1) до перехода к валютному союзу можно разделить на несколько этапов.

1. 1979–1982 гг. Период узкого коридора колебаний валютных курсов ($\pm 2,25\%$). Симметричные действия стран-участниц.
2. 1982–1993 гг. Ориентация на марку ФРГ.
3. 1993–1999 гг. Расширение коридора валютных курсов до $\pm 15\%$.
4. С 1999 г. Переход к валютному союзу (EMS-2). Введение единой валюты евро в качестве официальной денежной единицы стран-участниц.

Европейская валютная система с 1999 г. носит название Европейский валютный союз (ЕВС). Под этим названием страны Европы начали объединяться с целью создания единой валюты – евро. К ряду стран, вступивших в ЕВС, предъявляются определенные требования. Некоторые страны находятся в стадии выполнения требований для вступления в Еврозону.

2.3. Валютный рынок и его структура. Арбитраж. Страхование валютных рисков

Среди функций валютных рынков Форекс еще можно отметить содействие внешней торговле, обеспечение необходимых условий для реализации валютной политики различных государств и валютное регулирование. Оно может быть осуществлено посредством валютной интервенции – закупки крупной партии валюты одного государства в интересах другого. Правовое регулирование осуществляется на основе действующего государственного законодательства и международных соглашений. Торги на межбанковском валютном рынке осуществляются на основе действующего спроса и предложения. Российский рынок чутко реагирует на особенности развития мировых финансовых отношений. Современные стратегии защиты от валютного и других видов финансовых рисков достигли такого совершенства, что сами эти стратегии переросли свое начальное назначение – хеджирование. К таким стратегиям относится валютный арбитраж, т. е. купля/продажа иностранной валюты с дальнейшей обратной операцией с целью образования прибыли от разницы валютных курсов во времени (валютный арбитраж «во времени»), а также за счет различий в курсе валюты на разных валютных рынках (валютный арбитраж «в пространстве»). Валютный арбитраж может совершаться с двумя (простой валютный арбитраж) и большим числом валюты (сложный валютный арбитраж). Валютный простой (двухсторонний) арбитраж предполагает совершение валютной операции с целью рецепции прибыли за счет разницы, существующей в данный момент в курсах одной и той же валюты на валютных рынках двух стран. Валютный сложный (многосторонний) арбитраж предполагает валютные операции с целью рецепции прибыли за счет разницы в курсах нескольких валют на разных валютных рынках. Арбитраж «во времени» – это операции на одном и том же рынке, совершаемые в целях рецепции выгоды от разницы в котировках с разными сроками поставки. Цены на биржевые товары при поставке в разные сроки находятся на разных уровнях как под воздействием стоимостных факторов,

так и под воздействием соотношения спроса/предложения и изменения оценок перспектив развития конъюнктуры. Арбитраж «в пространстве» – одновременная операция на один товар, валюту или ценную бумагу на разных рынках, основанная на разнице курсов или котировок. Более совершенными, но в то же время не-безопасными, формами арбитража являются стратегии игры на спред, стредл и стренгл. *Спред* – одновременная покупка и продажа фьючерсных контрактов на один и тот же актив с разными сроками поставок; или на два разных актива, но взаимосвязанных (корреляционных); или одновременная покупка и продажа опционов одного типа, но по разным базисным ценам или с разным периодом к моменту окончания опциона; или по разным базисным ценам и с разным периодом. *Стредл* – соединение одновременной покупки одной валюты с продажей другой; при операциях по опционам – двойной опцион, или операция, которая дает держателю ценных бумаг право их купить или продать по определенной цене. Стредлы бывают двух видов – длинные и короткие. Длинный стредл – одновременная покупка опционов «пут» и «колл» с одинаковыми ценами и сроками выполнения из расчета на неустойчивость конъюнктуры. Короткий стредл – одновременная продажа опционов «пут» и «колл» с одинаковыми ценами и сроками выполнения из расчета на прибыль от премии при уменьшении неустойчивости конъюнктуры. *Стренгл* – двойной опцион с одновременной покупкой или продажей пут-опциона и колл-опциона с разными ценами реализации (при этом цена реализации пут-опциона обычно ниже цены реализации колл-опциона). Названные стратегии и методы не исчерпывают все возможности страхования валютного риска в современной экономической системе, зато дают общее представление о принципах его совершения на практике.

Рассмотрим особенности функционирования главных международных финансовых институтов. Международный Валютный Фонд (МВФ) и Всемирный Банк (ВБ) были учреждены в июле 1944 г. представителями 44 стран на валютно-финансовой конференции в Бреттон-Вудсе в штате Нью-Гэмпшир (США). «Бреттон-вудские Институты» – таково общее название, расположенных в Вашинг-

тоне МВФ и ВБ. Они заложили основу формирования мировой валютно-финансовой системы, призванной поддерживать мировой экономический порядок. Праородителем этих международных финансовых институтов был знаменитый английский экономист Джон Кейнс (1883–1946), выступавший против старого либерализма, приведшего к кризису 30-х годов.

Создание МВФ должно было подтвердить на практике состоятельность теории кейнсианства. Примерно три десятилетия МВФ придерживался этого учения на фоне экономического роста мирового хозяйства. Однако в 80-е годы курс Фонда был откорректирован. Если раньше МВФ поощрял финансовую помощь правительств с целью предотвращения спада экономики, то новый курс Фонда предоставлял кредиты развивающимся странам при условии минимального вмешательства в экономику и приватизации ключевых отраслей. В результате этих реформ многие страны Латинской Америки и Африки, следующие рекомендациям МВФ, пережили экономический спад.

Всемирный Банк (Международный Банк Реконструкции и Развития) должен был обеспечить развитие долгосрочных кредитов и займов в первую очередь странам, пострадавшим во Второй мировой войне. Уставным капиталам МВФ и Всемирного банка стало «бесхозное золото», включая нацистское, еврейское и свергнутых монархов (Российской империи, Югославии, Италии и др.)¹⁰. Квота каждой страны в МВФ определяет размеры ее взноса в казну Фонда, пределы займов, которые она может там получать, и «удель-

¹⁰ Российское «царское золото» было отправлено Николаем Вторым на закупку вооружений в США, Англию и Францию. По данным В.Г. Сироткина было вывезено более 3 тыс. т российского золота, а к осени 1917 г. оружия было закуплено всего на 24 % от его стоимости. По признанию бывшего американского вице-президента Альберта Гора в США до 1944 г. находилось «русского золота» минимум на 23 млрд. дол., которые пошли в хранилища МВФ. Таким образом, кредиты на «российскую демократию» под большие проценты в буквальном смысле выделялись из «российских активов» (Сироткин В. Г. Золото и недвижимость России за рубежом / В. Г. Сироткин. М.: Изд-во Международные отношения, 2000. 424 с.).

ный вес» ее голоса при принятии решений. Высчитывается квота по сложной формуле, дающей, по словам специалистов, явные преимущества небольшим высокоразвитым странам. В настоящее время квоты ведущих держав – членов МВФ распределены следующим образом: США (18 %), Япония и Германия (по 6 %), Великобритания и Франция (по 5 %), Италия и Саудовская Аравия (по 3,3 %), Канада (3 %) и Россия (2,8 %). Размер квот Украины составляет 0,7 %, Белоруссии – 0,2 %, Казахстана – 0,17 %, Узбекистана – 0,14 %, других постсоветских государств – менее 0,1 %¹¹. Основными задачами МВФ в современных условиях являются предотвращение экономических кризисов, борьба с бедностью и противодействие доступу террористов к финансовым источникам. В этих целях МВФ разрабатывает показатели, позволяющие диагностировать факторы риска в экономике тех или иных стран. МВФ выступает за снижение цен на нефть на мировых рынках. При высоких ценах снижается рост экономики и, соответственно, возможности фонда по оказанию финансовой помощи бедным странам. Всемирный Банк (ВБ) является инвестиционным банком и оказывает посреднические услуги между инвестором и получателем, занимая у одного и выдавая взаймы другому. Владельцами Банка являются правительства более 170 стран-членов, имеющих акционерный капитал. Всемирный Банк включает Международный Банк Реконструкции и Развития и Международную Ассоциацию Развития. В ВБ входят и другие организации (юридически и финансово от него независимая Международная Финансовая Корпорация, Международный Центр по урегулированию инвестиционных споров, Многостороннее Агентство по гарантии инвестиций). Всемирный Банк осуществляет проекты развития экспортного производства в восточноевропейских странах. Эти проекты осуществляются путем кредитования экспортного производства, предоставления технической (финансовой) помощи для развития маркетинговой деятельности, содействия созданию информационной инфраструктуры предприятий-экспортеров. Проекты финансирования экспортного производства финансируются за счет кредитной линии ВБ.

¹¹ dergachev.ru/book-10/6.html.

Другой финансовый институт развития – Международная Финансовая Корпорация (МФК), созданная в 1956 г., для целей стимулирования экономического развития развивающихся стран. Международная Ассоциация Развития (МАР) была создана в 1960 г. специально для предоставления развивающимся странам займов и кредитов на льготных условиях. В первую очередь средства направляются в наименее развитые страны с доходом на душу населения не более 400 дол. в год. Кроме предоставления займов МФК имеет право самостоятельно осуществлять инвестиционную деятельность с последующей перепродажей приобретенных активов частному капиталу. Займы и кредиты МФК имеют дополнительный стимулирующий характер и не превышают 25 % стоимости проекта. МФК осуществляет финансирование крупномасштабных проектов на льготных условиях с минимальной заемной суммой от 1 до 100 млн. дол. США.

План практического занятия; вопросы и задания

1. Элементы валютной системы: мировой денежный товар, валютный курс, валютный рынок, институты.
2. Конвертируемость валюты и ее типы.
3. Валютный рынок и его структура.
4. Основные участники на валютном рынке.
5. Международные финансовые институты развития.
6. Арбитраж и его основные формы.
7. Валютная биржа.

Охарактеризуйте деятельность международных институтов развития валютной системы.

Рассмотрите динамику развития мировой валютной системы.

Какова сущность международного валютного рынка?

Раскройте взаимосвязь финансовой системы и валютного рынка.

Проиллюстрируйте валютный рынок в условиях мирового финансового кризиса.

Дайте оценку состояния мирового валютного рынка в современных условиях.

Сравните участников денежного и финансового рынков.

Назовите отличительные черты деятельности андеррайтера.

Охарактеризуйте эволюцию мировой валютной системы.

3. ИНФРАСТРУКТУРА ФОНДОВОГО РЫНКА (РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ)

3.1. Определение и основные задачи инфраструктуры рынка ценных бумаг

Регулятивная инфраструктура рынка – система регулирования рынка ценных бумаг (РЦБ), включающая: а) регулятивные органы (государственные органы и саморегулируемые организации); б) регулятивные функции и процедуры (законодательные, регистрационные, лицензионные и надзорные); в) законодательную инфраструктуру РЦБ (регулятивные нормы, действующие на РЦБ); г) этику фондового рынка; д) традиции и обычаи.

Рассмотрим основы регулирования рынка ценных бумаг. Государство воздействует на функционирование рынка по следующим направлениям.

Выступает в качестве административного органа, издающего законы, которые регулируют порядок и механизм образования акционерного общества; порядок эмиссии и виды разрешенных к эмиссии ценных бумаг; ставки налога на прибыль, получаемую при операциях с ценными бумагами; деятельность биржи; разрешает или запрещает отдельные виды сделок с ценными бумагами.

Является субъектом экономических отношений.

Воздействует на состояние рынка через кредитно-денежную политику Центрального Банка. Состояние фондового рынка тесно связано с задачей регулирования денежного обращения, кредитных отношений. Фондовый рынок чутко реагирует на учетную политику ЦБ. Так, при повышении учетной ставки курс акций и облигаций обычно падает, и наоборот. Фондовый рынок активно реагирует на изменение обязательных резервных средств, которые должны хранить банки в ЦБ РФ. Например, расширение кредита приводит к увеличению доступности денег и снижению уровня ссудного процента. Следствием таких действий будет повышение курса акций и облигаций, выпущенных под более высокий процент.

Осуществляет государственное регулирование при возникновении большого дефицита государственного бюджета.

Создает систему защиты прав владельцев и систему контроля за соблюдением их прав эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг. В качестве примера можно привести соглашение между организациями, согласно которому осуществляется обмен специалистами и информацией, проводятся совместные мероприятия, а также ведется работа по формированию правовой базы.

В мировой практике существуют три основные модели регулирования РЦБ.

1. Прямой правительственный контроль (Ирландия, Нидерланды, Португалия).

2. Контроль с помощью финансово-банковских органов (Германия, Бельгия, Дания).

3. Контроль через специально созданные учреждения (США, Франция, Италия, Испания, Великобритания). Это так называемая «американская» модель, характерная для России.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляется:

установлением обязательных требований к деятельности эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг и ее стандартов;

государственной регистрацией выпусков (дополнительных выпусков) эмиссионных ценных бумаг и проспектов ценных бумаг и контролем за соблюдением эмитентами условий и обязательств, предусмотренных в них;

лицензированием деятельности профессиональных участников РЦБ;

созданием системы защиты прав владельцев и контролем за соблюдением их прав эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг;

запрещением деятельности лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность на рынке ценных бумаг без соответствующей лицензии.

Меры государственного контроля осуществляются органами государственного регулирования через специально созданные учреждения: ранее Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ), позже переименованная в Федеральную службу по финансовым рынкам (ФСФР). До 03.03.2014 г. органом государственного регулирования фондового рынка и контроля над всеми биржами в России являлась Служба Центрального Банка России (СБРФР) и Межрегиональные управления Банка России. В настоящее время (после реорганизации Службы ЦБ) в составе центрального аппарата Банка России создано 9 новых структурных подразделений, отвечающих за развитие и функционирование финансовых рынков. Центральный банк России стал новым мегарегулятором на финансовом рынке. Данное решение позволит Банку России как единому регулятору обеспечить выполнение задач качественного повышения уровня развития финансовых рынков и надзора за ними. Особое внимание будет уделено повышению доверия потребителей финансовых услуг, а также переходу на безбумажные технологии. Кроме того, полная интеграция Службы в структуру Банка России позволяет в полной мере использовать синергетический эффект, опираясь на многолетний опыт, значительный кадровый и технический потенциал, широкую региональную сеть Банка России. Основной задачей Банка России в сфере финансовых рынков является создание конкурентоспособного финансового рынка, занимающего достойное место в мировом рейтинге.

В составе центрального аппарата Банка России созданы: Департамент развития финансовых рынков; Департамент допуска на финансовые рынки; Департамент сбора и обработки отчетности не-кредитных финансовых организаций; Департамент страхового рынка; Департамент коллективных инвестиций и доверительного управления; Департамент рынка ценных бумаг и товарного рынка; Главное управление рынка микрофинансирования; Главное управление противодействия недобросовестным практикам поведения на финансовых рынках; Служба Банка России по защите прав потребителей финансовых услуг и миноритарных акционеров.

Саморегулируемой организацией профессиональных участников рынка ценных бумаг именуется добровольное объединение, действующее в соответствии с ФЗ и функционирующее на принципах некоммерческого партнерства. Она учреждается профессиональными участниками для обеспечения условий их деятельности, соблюдения стандартов профессиональной этики, защиты интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов, установления правил и стандартов проведения операций с цennыми бумагами и осуществляет контроль за их соблюдением. Статус саморегулируемой организации приобретается на основе разрешения соответствующих подразделений ЦБ России. Он делает участие в саморегулируемых организациях (СРО) обязательным для всех участников финансового рынка (за исключением банков). По отдельным направлениям, например страхованию или брокерскому рынку, может быть создано не более трех СРО. Те, кто не присоединится ни к одной из них, теряют право легально работать на рынке. ФЗ «О рынке ценных бумаг» наделяет эти организации широкими правами. Требования, предъявляемые к саморегулируемым организациям, см. в гл. 13 ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Основные саморегулируемые организации: Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР), Национальная ассоциация участников рынка государственных ценных бумаг России (НАУРаГ), Профессиональная ассоциация участников фондового рынка (ПАУФОР), Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД), Союз фондовых бирж России, Ассоциация валютных бирж, Российский биржевой союз, Союз фондовых бирж, Ассоциация валютных бирж; Национальная фондовая ассоциация (НФА), Национальная лига управляющих (НП «НЛУ»), Объединение профессиональных управляющих финансового рынка, Национальная лига управляющих (НЛУ), осуществляющих деятельность по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами, Ассоциация участников вексельного рынка, Ассоциация фондовых дилеров Сибири, Петербургская объединенная торговая система и др.

3.2. Профессиональные участники РЦБ

Основное назначение рынка ценных бумаг состоит в том, что он способствует аккумулированию временно свободных средств и направлению их на развитие экономики. Он выполняет функцию сдерживания инфляции, выводя «излишние» деньги из потребительского оборота. Чем более развита так называемая акционерная культура, тем эффективнее рынок. В общем виде рынок ценных бумаг можно определить как совокупность экономических отношений его участников по поводу выпуска и обращения ценных бумаг. Вместе с денежным и валютным рынками фондовый рынок входит в понятие финансового рынка. Отметим, что в отечественной литературе понятие фондового рынка используется как синоним понятия рынка ценных бумаг, хотя существует и более узкая трактовка фондового рынка. В частности, фондовый рынок охватывает ценные бумаги корпораций, т. е. его принято относить к фондовым (капитальным) ценностям. Для определения профессиональных участников рынка ценных бумаг обратимся к характеристике специфического участника финансового рынка: истории его возникновения, развития, запрете и его возрождении в России.

В постсоветской России в ходе так называемой перестройки возобновился рынок ценных бумаг. Функции рынка ценных бумаг:

- общерыночные;
- специфические.

К специфическим функциям можно отнести:

перераспределительную (перераспределение денежных средств между отраслями и сферами рыночной деятельности, перевод сбережений (прежде всего населения) из непроизводительной формы в производительную, финансирование дефицита государственного бюджета на неинфляционной основе, т. е. без выпуска в обращение дополнительных денежных средств);

функцию страхования ценовых и финансовых рисков или их перераспределение.

Функция перераспределения рисков – это использование инструментов рынка ценных бумаг (прежде всего в сочетании с производными инструментами) для защиты владельцев активов

(товарных, валютных, финансовых) от неблагоприятного для них изменения цен, стоимости или доходности этих активов. В этом качестве данную функцию можно назвать функцией страхования от риска, функцией хеджирования. Сутью хеджирования на рынке ценных бумаг является перераспределение рисков. Данная функция сравнительно новая на рынке ценных бумаг, она возникла в своем современном виде лишь в начале 70-х годов 20 в. с появлением производных инструментов в широком понимании.

Характерная особенность рынка ценных бумаг – возможное движение реального и фиктивного капиталов в противоположных направлениях. Фондовый рынок наряду с общерыночной (инвестиционной) выполняет также следующие функции:

- передел собственности;
- перераспределение риска путем покупки фиктивного капитала;
- покрытие бюджетного дефицита;
- спекулятивные операции.

Исполнителем этих функций выступают участники рынка ценных бумаг:

- эмитенты;
- инвесторы;
- инвестиционные институты;
- государственные органы, занимающиеся приватизацией;
- профессионалы рынка ценных бумаг (финансовые брокеры и дилеры, инвестиционные консультанты – джоббера, управляющий).

Участник рынка, имеющий временно свободные средства и заинтересованный в их увеличении, выступает в качестве *инвестора*. Юридические лица или органы исполнительной власти, либо органы местного самоуправления, заинтересованные в привлечении средств для развития экономики и осуществляющие эмиссию (выпуск) ценных бумаг, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ими, выступают в качестве *эмитента*. Рынок ценных бумаг (фондовый рынок) находится между ними в качестве посредника, реализующего цели основных участников рынка: инвестора и эмитента.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг осуществляют брокерскую и дилерскую деятельность по управлению ценными бумагами, деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг), депозитарную, деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг, по организации торговли на рынке ценных бумаг.

Все участники рынка делятся на две группы: маркет-мейкеры и маркет-тейкеры. Первые принимают на себя обязательства поддерживать котировки ценных бумаг, т. е. публичные обязательства покупать и продавать данные бумаги по объявленным ими ценам, а остальные участники (маркет-тейкеры) имеют право заключать сделки только с маркет-мейкерами.

Брокерская и дилерская деятельность, а также деятельность по управлению цennыми бумагами являются разновидностями посреднической деятельности, обеспечивающей взаимосвязь поставщиков и потребителей капитала и их обслуживание. В свою очередь, эффективность посреднической деятельности обеспечивается функционированием отложенных компонентов инфраструктуры, таких как депозитарии, регистраторы, торговые площадки.

Особое место на рынке ценных бумаг занимают банки, которые могут выступать в роли как эмитента, так и инвестора, а также в роли профессионального участника рынка ценных бумаг. Отметим в частности такие операции, при совершении которых банки выступают в роли доверенного лица своих клиентов. Операции доверительного характера весьма разнообразны и в разных странах имеют различную правовую основу. В системах английского и американского гражданского и торгового права доверительные операции имеют в своей основе институт доверительной собственности – траст (*trust*). В правовой теории данный институт называется институтом «расщепленной» собственности: право собственности на объект операций принадлежит одному лицу (учредителю траста), право извлечения доходов – другому (доверительному собственнику, управляющему), а право их получения – третьему лицу (бенефициару, или выгодоприобретателю). Сделка между учредителями траста и доверенным лицом называется трастовым

соглашением (договором). Бенефициар назначается учредителем траста. В качестве бенефициара учредитель может назначить третье лицо, управляющего трастом или самого себя. Траст может быть создан на основе письменного соглашения или завещания.

Виды доверительных операций, совершаемых российскими банками:

управление активами по поручению клиентов (покупка ценных бумаг, формирование портфеля ценных бумаг в соответствии с указаниями клиента);

первичное размещение ценных бумаг (на основе договора комиссии банки могут осуществлять разработку для эмитента документации и условий выпуска ценных бумаг, сопровождение регистрации, подбор инвесторов, первичное размещение, составление отчетности о выпуске, публикацию итогов об открытой подписке и т. п.);

ведение реестра акционеров и регистрация сделок с ценными бумагами;

реинвестирование доходов по акциям и другим ценным бумагам; депозитарное обслуживание и ведение счетов ДЕПО;

временное управление делами общества в случае его реорганизации, банкротства.

Проведение государственной политики в области рынка ценных бумаг, контроль за осуществлением деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг через определение порядка их деятельности и по определению стандартов эмиссии ценных бумаг осуществляет федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг – соответствующее подразделение ЦБ России.

Федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг для осуществления своих полномочий создает свои территориальные органы.

Проблемы развития российского рынка ценных бумаг неразрывно связаны с историей формирования и развития рынка в историческом аспекте. Ценные бумаги в России появились и развивались в тесной связи с формированием экономики и политики. Можно выделить три этапа дореволюционного развития:

с 1769 г. до конца 50-х годов 19 в. – возникновение и становление рынка ценных бумаг с преимущественным обращением государственных бумаг;

с 60-х годов 19 в. до 1897 г. – завершение денежной реформы, введение золотой валюты, характеризуется как этап интенсивного развития полноценного рынка ценных бумаг;

период с 1897 по 1913 г. – характеризуется как этап зрелого рынка.

Как видим, исторически государственные ценные бумаги (ГЦБ) предшествовали корпоративным. Первые фондовые ценности в России в виде государственных ценных бумаг появились в 1769 г. при Екатерине II в форме облигационного внешнего займа. Первый заем был размещен на голландском рынке через банкира-посредника сроком на 10 лет под 5 % годовых. Затем правительство от собственного имени выпустило ряд внешних займов. В законодательной базе появился так называемый «План финансов Сперанского». В России выпускаются «краткосрочные казначейские обязательства» и четырехлетние билеты государственного казначейства. Они носили характер денежных знаков, обращались как денежные знаки, выполняя функции платежа. Реформа 1839–1841 гг. установила систему серебряного монометаллизма с обращением кредитных билетов. Результатом явилось усиление инфляционных процессов; в 1858 г. размен кредитных билетов на серебро прекратился. Отмена крепостного права способствовала развитию экономики, улучшению состояния государственного бюджета, увеличению золотого запаса. Были созданы предпосылки для проведения новых денежных реформ. Была введена золотая валюта. Эмиссия кредитных билетов на 50 % покрывалась золотом. Банковские билеты эмитировал Госбанк. С 1889 по 1894 г. были конвертированы внутренние и внешние займы по нарицательной стоимости, тем самым был уменьшен государственный долг. Развиваются ценные бумаги хозяйственных субъектов, их первые виды – векселя, акции. К 1861 г. в России существовало 120 АО, к 1881 г. их стало более 600. К 1914 г. все АО выпускали 60 % промышленной продукции. С 1810 г. (после выпуска первого внутреннего государственного займа) началась история формирования

фондового рынка, возникли биржи, на которых обращались ценные бумаги. Биржевой механизм сложился к началу 20 в. Внебиржевой оборот осуществлялся различными финансовыми, кредитными учреждениями, и прежде всего банками.

В послереволюционной России декретом от 23.12.1917 г. все операции с цennыми бумагами на территории страны были запрещены, аннулированы облигации внутреннего и внешнего государственного займа. В стране отказались от исторического опыта использования ценных бумаг, был разрушен фундамент международного кредита и торговли России с Западом. В результате национализации прекратили свое существование АО, что привело к резкому сокращению корпоративных ценных бумаг. Так рынок ценных бумаг прекратил свое существование. Только с введением НЭПа восстанавливается денежное обращение, появляются АО. В 1921 г. открылась первая советская биржа, торгующая иностранной валютой, банкнотами ГЦБ, акциями и паями (металлическими слитками). С 1924 г. размещается ГЦБ по рыночному курсу (подписка в рассрочку через подписные листы), в 1930–1941 г. – реформа в сфере государственного кредита и новые займы пятилеток. В дальнейшем отказ от НЭПа привел к тому, что АО реорганизуются в государственные предприятия, запрещается использование векселя во внутреннем обращении.

После Второй мировой войны стали широко использоваться внутренние займы по восстановлению народного хозяйства; широкое развитие получают ГКО-ОФЗ. Рынок корпоративных ценных бумаг отсутствует.

После длительного послевоенного времени начинается возрождение рынка ценных бумаг. Становление российского рынка ценных бумаг относится к 90-м годам, когда начался процесс активного вхождения экономики России в рыночные отношения в результате широкомасштабной приватизации и акционирования государственных предприятий. Появляется новый вид ценной бумаги – приватизационный чек (ваучер), дающий право на приобретение части государственной собственности. Большое развитие получает рынок государственных ценных бумаг. РЦБ в ос-

новном развивается за счет первичного размещения. Из различных видов ценных бумаг заметное место занимают акции, из производных – опционы, фьючерсы.

С самого начала приватизации в России развитие фондового рынка связывали с населением (физическими лицами), инвесторами. Однако опыт развитых стран убеждает, что фондовый рынок на долгие годы останется уделом узкого круга избранных. В России современный рынок ценных бумаг относительно небольшой по объему, с низкой доходностью, с недостаточной развитой материальной базой депозитарной сети, с высоким уровнем риска и с недостаточной долей вовлеченности населения и его низкой «акционерной культуры».

Определенное ускорение в развитии РЦБ произошло с принятием ФЗ «Об акционерных обществах», «О рынке ценных бумаг», ряда постановлений ФКЦБ и ФСФР относительно Стандартов эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии; порядка раскрытия информации о существенных фактах (событиях и действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента эмиссионных ценных бумаг организации, и других, которые, как уже отметили, заменены новыми, разработанными соответствующими службами ЦБ России, в частности Департаментом допуска на финансовый рынок, а также территориальными учреждениями ЦБ РФ в Москве, Санкт-Петербурге, Ростове-на-Дону, Нижнем Новгороде, Екатеринбурге, Новосибирске, Владивостоке, Казани, Самаре.

3.3. Выпуск и обращение ценных бумаг в России.

Основные этапы IPO

Выпуск ценных бумаг в обращение осуществляется при учреждении акционерного общества и при увеличении его уставного капитала путем дополнительной эмиссии ценных бумаг за счет собственных средств и привлечения заемного капитала. При этом эмитентами ценных бумаг выступают акционерные общества и

иные юридические лица, органы федерального правительства, местного самоуправления.

С начала 90-х годов 20 в. вышло в свет порядка 500 нормативных правовых актов в области ценных бумаг. С принятием ФЗ «О рынке ценных бумаг» государственные, муниципальные и большая часть корпоративных ценных бумаг были определены в качестве эмиссионных ценных бумаг. Эмиссионная ценная бумага – это любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и их безусловной правовой защите;

размещается выпусками;

имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

Нормативной базой по процедуре эмиссии ценных бумаг являются ФЗ «О рынке ценных бумаг», ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг», Положение Банка России от 11.08.2014 г. № 428-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг, порядке государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, государственной регистрации отчетов об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг» и других.

В свете названных нормативных документов процедура эмиссии акций, облигаций и других ценных бумаг с учетом ряда особенностей включает следующие этапы.

1. Принятие решения, являющегося основанием для размещения ценных бумаг (далее – Решение о размещении ценных бумаг).

2. Утверждение Решения о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг.

3. Государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг.

4. Размещение ценных бумаг.

5. Государственная регистрация Отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг.

Без государственной регистрации акции не могут быть размещены, за исключением случаев размещения акций при учреждении акционерного общества или размещения ценных бумаг при реорганизации юридических лиц, при которых размещение ценных бумаг осуществляется до государственной регистрации их выпуска, а государственная регистрация Отчета об итогах выпуска ценных бумаг осуществляется одновременно с государственной регистрацией Решения о выпуске ценных бумаг. В случаях, предусмотренных Федеральным законом «О рынке ценных бумаг», государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг сопровождается регистрацией проспекта ценных бумаг, и тогда каждый этап процедуры эмиссии ценных бумаг сопровождается раскрытием информации в порядке, установленном нормативными правовыми актами. Порядок раскрытия информации, установленный решением о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг, должен соответствовать российским нормативным правовым актам. При этом решение о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг хозяйственного общества утверждается советом директоров (наблюдательным советом) или органом, осуществляющим в соответствии с федеральными законами функции совета директоров (наблюдательного совета) этого хозяйственного общества.

Для государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг в регистрирующий орган представляются:

заявление на государственную регистрацию выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг, которое должно соответствовать названным Стандартам;

анкета эмитента в соответствии с названными Стандартами;

копия документа, подтверждающего государственную регистрацию эмитента;

решение о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг;

справка эмитента об оплате его уставного капитала, подписанная лицом, занимающим должность (осуществляющим функции)

единоличного исполнительного органа эмитента, а также главным бухгалтером эмитента или лицом, осуществляющим его функции;

копия (выписка) из решения (протокола собрания (заседания)) уполномоченного лица, которым утверждено решение;

копии учредительных документов;

опись представленных документов в соответствии с названными Стандартами.

Кроме этого в определенных случаях представляются и другие документы, например, бухгалтерская отчетность эмитента за последний завершенный финансовый год и за последний квартал, предшествующий дате утверждения решения о выпуске, документ об оплате государственной пошлины или сбора и т. п.

Государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) акций не может быть осуществлена:

до полной оплаты уставного капитала эмитента (за исключением выпуска (выпусков) акций, размещаемых путем распределения их среди учредителей акционерного общества при его учреждении);

до государственной регистрации Отчетов об итогах всех зарегистрированных ранее выпусков (дополнительных выпусков) акций (кроме акций, размещение которых было завершено до вступления в силу Федерального закона «О рынке ценных бумаг») и до внесения соответствующих изменений в устав акционерного общества – эмитента;

до государственной регистрации в уставе акционерного общества положений о номинальной стоимости и количестве объявленных акций соответствующих категорий (типов), а также о закрепляемых ими правах (при размещении дополнительных акций);

если увеличение уставного капитала акционерного общества эмитента осуществляется для покрытия понесенных им убытков.

Не может быть осуществлена государственная регистрация выпуска облигаций:

до полной оплаты уставного капитала эмитента, являющегося акционерным обществом или обществом с ограниченной ответственностью;

если сумма номинальных стоимостей (объем выпуска) облигаций в совокупности с суммой номинальных стоимостей всех непогашенных облигаций эмитента, являющегося хозяйственным обществом (т. е. облигаций, обязательства по которым не исполнены), превышает размер его уставного капитала или величину обеспечения, предоставленного ему третьими лицами;

до государственной регистрации в уставе акционерного общества положений о номинальной стоимости, количестве, а также о правах по объявленным акциям соответствующих категорий (типов), в которые конвертируются облигации.

Не может быть одновременно осуществлена государственная регистрация двух и более выпусков (дополнительных выпусков) обыкновенных акций или двух и более выпусков (дополнительных выпусков) привилегированных акций одного типа, за исключением случаев одновременной государственной регистрации двух и более выпусков (дополнительных выпусков) обыкновенных акций или двух и более выпусков (дополнительных выпусков) привилегированных акций одного типа, размещаемых при реорганизации.

Размещение ценных бумаг осуществляется в течение срока, указанного в зарегистрированном Решении о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг, который не может превышать одного года с даты государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг.

Если государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) сопровождалась регистрацией Проспекта ценных бумаг, финансовый консультант на рынке ценных бумаг, подписавший Проспект, осуществляет контроль за соблюдением требований федеральных законов и иных нормативных правовых актов, в том числе требований к рекламе и порядку раскрытия информации, а также за соблюдением условий размещения.

Эмитент представляет в регистрирующий орган Отчет об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг не позднее 30 дней после окончания срока размещения ценных бумаг, указанного в зарегистрированном Решении о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг, а если все ценные бумаги были размещены

до истечения этого срока, – не позднее 30 дней после размещения последней ценной бумаги этого выпуска (дополнительного выпуска).

При учредительской эмиссии, как уже отметили, Отчет об итогах выпуска ценных бумаг представляется одновременно с документами, представляемыми для государственной регистрации Решения о выпуске ценных бумаг.

Отчет об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг утверждается уполномоченным лицом (органом эмитента), утвердившим Решение о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг и подписывается лицом, занимающим должность (осуществляющим функции) единоличного исполнительного органа эмитента, а также главным бухгалтером эмитента или лицом, осуществляющим его функции, отчет скрепляется печатью эмитента. Для государственной регистрации Отчета об итогах дополнительного выпуска ценных бумаг в регистрирующий орган представляются в соответствии с Положением о Стандартах ЦБ РФ:

заявление на государственную регистрацию Отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг;

отчет об итогах дополнительного выпуска ценных бумаг;

копия (выписка) из решения протокола собрания (заседания) уполномоченного лица (органа эмитента), которым принято решение об утверждении Отчета об итогах выпуска ценных бумаг с указанием, в случае, если данное решение принято коллегиальным органом, кворума и результатов голосования за его принятие, а в случае, если оно принято советом директоров (наблюдательным советом), – также с указанием имен членов совета директоров (наблюдательного совета), голосовавших за его принятие;

документы, подтверждающие раскрытие эмитентом информации на этапе размещения в соответствии с нормативными правовыми актами, если государственная регистрация выпуска ценных бумаг сопровождалась регистрацией Проспекта ценных бумаг;

опись представленных документов;

иные документы в соответствии с названным Положением ЦБ РФ.

В случае принятия решения о государственной регистрации Отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг регистрирующий орган выдает (направляет) эмитенту:

уведомление регистрирующего органа о государственной регистрации Отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг; а также

два экземпляра Отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг с отметкой о государственной регистрации.

Размещение ценных бумаг при учреждении общества осуществляется путем распределения акций среди учредителей (приобретения акций единственным учредителем).

Размещение дополнительной эмиссии осуществляется следующим образом:

распределением дополнительных акций акционерного общества среди его акционеров;

конвертацией акций при изменении номинальной стоимости, при изменении прав, при консолидации и дроблении;

подпиской (закрытой или открытой);

конвертацией конвертируемых ценных бумаг.

Некоторые особенности размещения дополнительного выпуска акций акционерного общества (публичного и не публичного), размещаемых путем распределения среди его акционеров.

Эмиссия дополнительных акций общества, распределяемых среди его акционеров, осуществляется:

только за счет собственных средств;

добавочного капитала общества;

остатков фондов специального назначения по итогам предыдущего года (за исключением резервного фонда и фонда акционирования работников предприятия);

нераспределенной прибыли общества прошлых лет.

Более подробно рассмотрим учредительскую эмиссию. Как уже было отмечено, при учреждении акционерного общества государственная регистрация выпуска акций и государственная регистрация отчета об итогах выпуска акций осуществляются одновременно. Документы для государственной регистрации выпуска и

отчета об итогах выпуска акций, распределенных среди учредителей (приобретенных единственным учредителем) акционерного общества при его учреждении, должны быть представлены в регистрирующий орган не позднее 30 дней после даты государственной регистрации акционерного общества.

Не может быть одновременно осуществлена государственная регистрация выпуска обыкновенных и (или) выпуска (выпусков) привилегированных акций, распределенных среди учредителей (приобретенных единственным учредителем) акционерного общества при его учреждении, и выпуска (выпусков) ценных бумаг, размещаемых иными способами, предусмотренными соответствующими нормативами.

Для государственной регистрации выпуска акций и отчета об итогах выпуска акций, размещенных при учреждении акционерного общества, в регистрирующий орган дополнительно представляются:

копия решения единственного учредителя об учреждении акционерного общества-эмитента (протокола учредительного собрания, которым принято решение об учреждении акционерного общества-эмитента);

копия договора о создании акционерного общества-эмитента в случае учреждения акционерного общества двумя и более лицами;

отчет об итогах выпуска акций, который должен быть составлен в соответствии с нормативными документами:

копия (выписка) из протокола собрания (заседания), уполномоченного органа управления эмитента (приказа, распоряжения или иного документа уполномоченного лица), которым принято решение об утверждении отчета об итогах выпуска акций, с указанием в случае, если данное решение принято коллегиальным органом управления, кворума и результатов голосования за его принятие. Если в оплату акций, размещенных при учреждении акционерного общества-эмитента, внесены не денежные средства (ценные бумаги, вещи или имущественные права либо иные права, имеющие денежную оценку), дополнительно представляется копия

Отчета оценщика о рыночной стоимости имущества, внесенного в оплату за акции. Если в оплату акций внесено недвижимое имущество, дополнительно представляется копия документа, подтверждающего право собственности эмитента на это имущество. Если в оплату акций внесено государственное или муниципальное имущество, дополнительно представляется копия решения уполномоченного федерального органа исполнительной власти, органа власти субъекта РФ или органа местного самоуправления об условиях приватизации такого государственного или муниципального имущества.

Первичное публичное предложение, IPO (от англ. *Initial Public Offering*), — первая публичная продажа акций акционерного общества, в том числе в форме продажи депозитарных расписок на акции неограниченному кругу лиц. Продажа акций может осуществляться как размещением дополнительного выпуска акций путем открытой подписки, так и публичной продажей акций существующего выпуска. Первичный выпуск и размещение собственных акций на фондовом рынке позволяет компании привлечь финансовые ресурсы со стороны и эффективно защитить себя от рейдерских атак.

Рассмотрим процедуру проведения IPO. Вначале оценивается финансовая деятельность компании с точки зрения ее инвестиционной привлекательности. После этого проводится серьезная работа над имиджем и активно раскрывается информация о фирме через средства массовой информации. Составляются все необходимые для IPO документы; рассчитываются основные финансовые показатели (величина чистых активов и цена одной акции; общее количество акций, их виды, величина объявленных акций, объем нераспределенной прибыли, периодичность дивидендных выплат, размер будущих дивидендов). По результатам рекламной кампании суммируются заявки на покупку акций со стороны инвесторов. Акции начинают обращаться на бирже, рассчитывается и публикуется курсовая динамика и объемы торгов. Компания может провести IPO на территории России (биржи РТС, СПВБ, ММВБ) либо за рубежом (биржи LSE, NYSE, NASDAQ). В последнем случае эффективность IPO гораздо выше, но затраты на зарубежные IPO гораздо больше. IPO считается одним из самых дорогих способов

привлечения финансирования со стороны. Компании придется оплатить дорогостоящие услуги специалистов (юристы, андеррайтеры, аудиторы, регистраторы, маркетологи и PR-менеджеры). Кроме того, около 5 % вырученных от реализации акций денег забирает себе организатор IPO. Однако публичность дает компании дополнительные преимущества. Например, IPO может помочь компании снизить совокупную стоимость капитала и получить объективную рыночную оценку доли собственника. Первой российской компанией, разместившей в 1997 г. свои акции на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE), стало ОАО «ВымпелКом», торговая марка «Билайн». С 2000 г. на IPO решились компании «Сибирский антрацит», «ТКС Банк», «С.А.Т. oil AG», «Exillon Energy», «Geo-Alliance», «АЛРОСА», «Everfor Diamonds». В 2004–2007 гг. в России наблюдается рост количества IPO. За это время свои акции на российских и западных рынках разместили такие компании, как «Калина», «Иркут», «Седьмой континент», «Лебединский», «ВТБ», «Арсагера» и т. д. В 2006 г. состоялось проведение рекордного IPO государственной нефтяной компании «Роснефть» (10,4 млрд. дол.). В мае 2011 г. состоялось IPO Российской интернет-компании «Яндекс», в ходе первой торговой сессии на американской бирже Nasdaq ее акции прибавили в цене 55,4 %. По объему привлеченных средств (1,3 млрд. дол.) IPO «Яндекса» стало вторым среди интернет-компаний после Google, которая в 2004 г. привлекла 1,67 млрд. дол. США. В период с 2005 по 2013 г. на Лондонской бирже было проведено 64 IPO- сделки из России. Но уже в 2012–2013 гг. в США, Лондоне и России было проведено одинаковое количество сделок (по четыре на каждом рынке). В последние годы серьезно активизировался финансовый сектор, а также сегмент технологий и коммуникаций. Например, IPO банка «Тинькофф Кредитные Системы» оценено в 1,087 млрд. дол., что почти в семь раз выше размера его реального капитала; спрос на акции многократно превысил их предложение. Самым крупным в мире IPO стало размещение китайского онлайн-ритейлера Alibaba 18 сентября 2014 г., и 19 сентября американские депозитарные акции появились на Нью-Йоркской фондовой бирже под тикером

ВАВА. Объем привлеченных средств составил 25 млрд. дол., цена размещения – 68 дол. за акцию. Среди удачных примеров IPO Российских компаний можно выделить «Сбербанк», «Норильский никель», «Ростелеком». Акции этих компаний выросли в несколько десятков раз с момента их размещения. Неудачными примерами IPO можно считать размещение акций «ВТБ».

План практического занятия; вопросы и задания

1. Рынок ценных бумаг – составная часть финансового рынка страны.
2. Система управления на рынке ценных бумаг.
3. Саморегулируемые организации в системе РЦБ.
4. Виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.
5. Развитие рынка ценных бумаг в России в историческом аспекте.
6. Приватизация и акционирование – ускорители развития рынка.
7. Нормативные правовые акты, регулирующие функционирование и развитие российского рынка ценных бумаг.
8. Выпуск, размещение и обращение ценных бумаг.

Пути совершенствования регулирования рынка ценных бумаг.

Раскройте процедуру учреждения акционерного общества.

Назовите, как определяется рыночная стоимость акций АО.

Прокомментируйте, почему ценные бумаги, не прошедшие листинг, могут быть объектом сделок на фондовой бирже.

Охарактеризуйте профессиональное посредничество как экономическую категорию.

Охарактеризуйте регулятивную инфраструктуру фондового рынка в России.

Назовите и охарактеризуйте методы государственного регулирования фондового рынка.

Саморегулируемые организации (СРО) осуществляют контроль за исполнением членами СРО законодательства о защите прав инвесторов (выберите правильный ответ):

а) по инициативе СРО; б) на основании обращения органов федеральной исполнительной власти; в) на основании жалоб и заявлений инвесторов; г) все выше перечисленные.

Проанализируйте процедуру эмиссии акций и облигаций; ее этапы.

Как осуществляется преимущественное право приобретения акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции?

Охарактеризуйте основные этапы IPO.

В качестве зачетной работы выберите любой из способов размещения ценных бумаг акционерного общества (акций, облигаций) и подготовьте комплект документов для регистрации выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг. Воспользуйтесь электронной программой «Электронная анкета».

4. ДОЛЕВЫЕ И ДОЛГОВЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

4.1. Основные виды долевых ценных бумаг и их оценка

Ценной бумагой признается денежный документ, выражющий право собственности или отношения по займу. В Гражданском кодексе РФ названы конкретные виды документов, которые относятся к ценным бумагам: а) в статье 143: государственная облигация; корпоративная облигация; вексель; чек; депозитный сертификат; сберегательный сертификат; банковская сберегательная книжка на предъявителя; коносамент; акция; приватизационные ценные бумаги; б) в статье 912 (вторая часть ГК РФ) вводятся еще четыре вида ценных бумаг: двойное складское свидетельство; складское свидетельство как часть двойного свидетельства; залоговое свидетельство (варрант) как часть двойного свидетельства; простое складское свидетельство. К числу ценных бумаг относятся: закладная (ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)»); инвестиционный пай (ФЗ «Об инвестиционных фондах»).

Назовем основные экономические характеристики ценной бумаги.

Ликвидность – это способность к реализации, обратимость в денежные средства. Считается, что ценные бумаги после денег являются второй по ликвидности частью капитала. В этом проявляется определенная тождественность деньгам. Уровень ликвидности выступает показателем качества. Самый высокий уровень ликвидности у государственных ценных бумаг и у широко известных эмитентов – «голубых фишек (корешков)», а низкий уровень – у многочисленных «кошек и собак» (неизвестных и сомнительных эмитентов).

Доходность – следующая характеристика. Различают доходность ценной бумаги и доходность по операциям с ценной бумагой. По-

нятие доходности ценной бумаги близко к понятию рентабельности, но учитывает еще период инвестирования. Доходность выше у бумаг рисковых, спекулятивных.

Курсовая стоимость – цена купли-продажи на рынке ценных бумаг (например, биржевой курс – цена на фондовой бирже), неизменно связанная с доходностью (прямая пропорциональная зависимость) и уровнем банковского процента по депозитам (обратно пропорциональная зависимость). Как правило, курсы ценных бумаг растут в годы экономических подъемов и падают в период кризисов. Курс – это реальная, рыночная цена бумаги, на которую влияют многие рыночные и внедорожные факторы; он отличается подвижностью. Номинальная (нарицательная) стоимость ценной бумаги есть цена условная и величина фиксированная.

Надежность – выражается в степени устойчивости курсов ценных бумаг к изменениям рыночной конъюнктуры. Надежность как экономическая характеристика ценной бумаги во многом зависит от политических, социальных, научно-технических и других внешнеэкономических факторов. Точность оценки надежности ценных бумаг зависит от наличия полной и достоверной информации о финансово-экономическом положении эмитента, при этом используется целая система специальных коэффициентов – показателей надежности его положения.

Наличие самостоятельного оборота – еще одна характеристика ценной бумаги. В процессе обращения ценной бумаги различают следующие фазы: проектирование выпуска – сам выпуск (эмиссия) – размещение – обращение – погашение (аннулирование или выкуп).

Существует и ряд других характеристик общего свойства (например, возможность дарения, передачи на хранение, залог и т. д.). Такие требования как регулируемость, признание государством, рискованность, документарность также являются отличительными, но вспомогательными характеристиками. Наличие или отсутствие этих характеристик позволяет проводить четкую грань между ценной бумагой и другими финансовыми инструментами.

С учетом отмеченных экономических характеристик определим ценную бумагу как особую инвестиционную стоимость.

Все ценные бумаги подразделяются на два вида: долевые и долговые. Долевые ценные бумаги удостоверяют факт внесения средств в капитал эмитента, право на долю имущества в случае ликвидации эмитента и право на получение дохода. Срок действия таких бумаг обычно не ограничен. К долевым ценным бумагам относятся акции акционерных обществ. Долговые ценные бумаги удостоверяют отношения займа между владельцем (кредитором) и лицом, выпустившим ценную бумагу (должником или заемщиком). К долговым ценным бумагам относятся все виды облигаций, депозитарные и сберегательные сертификаты, векселя, а также закладные.

Долевые ценные бумаги (акции) представляют долю их владельцев в реальной собственности. Акция – это особая, корпоративная, долевая, рыночная, биржевая, инвестиционная стоимость; это эмиссионная ценная бумага. В ФЗ «О рынке ценных бумаг» эмиссионная ценная бумага определяется как любая ценная бумага, которая характеризуется одновременно следующими признаками: закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных законом формы и порядка; размещается выпусками; имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги. Будучи эмиссионной ценной бумагой акция закрепляет право ее владельца на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации. В акции права их владельцев могут быть зафиксированы в документарной (наличной) или в бездокументарной (безналичной) форме. При документарной форме владелец устанавливается на основании сертификата ценной бумаги или, в случае депонирования, на основании записи по счету ДЕПО. При бездокументарной форме владелец устанавливается на основании записи в системе ведения Реестра владельцев ценных бумаг или, в случае депонирования, на основании записи по счету ДЕПО. Акции бывают предъявительскими и именными. В российской практике акция выступает в качестве именной ценной бумаги.

В акции наиболее ярко проявляются такие экономические характеристики ценных бумаг как ликвидность, доходность, надежность, самостоятельный оборот, курс. Не случайно годовой рейтинг 500 крупнейших компаний мира и отдельных регионов строится по их рыночной капитализации, т. е. стоимости одной акции, умноженной на их число.

Уставом акционерного общества определяются размещенные и объявленные акции. Размещенные – это уже эмитированные и находящиеся в обращении акции; они определяют величину уставного капитала акционерного общества. Объявленные – это акции, которые акционерное общество вправе размещать дополнительно к размещенным; их количество и свойства определяются в уставе. Наличие объявленных акций упрощает вопрос увеличения уставного капитала акционерного общества.

Среди акций выделяют «активные» ценные бумаги, котировки которых регулярно публикуются, сделки с которыми наиболее частые. Среди них есть так называемые акции-«барометр», курсы которых совпадают с движением фондовых индексов; это дефицитные акции.

Акции обладают следующими свойствами:

дробления (сплит) – в результате одна акция общества конвертируется в две и более акций той же категории (типа). Уменьшение номинальной стоимости ведет к последующей замене одной акции большего номинала несколькими акциями меньшего номинала. Такие акции называются «распакованными»;

консолидации – в результате две и более акций общества конвертируются в одну новую акцию той же категории (типа); это процедура, обратная дроблению.

Своеобразным свойством акции является наличие индикатора. Индикатор (I) – это характеристика движения акций в условиях рынка:

$I = \text{Темп роста курсовой стоимости} / \text{Общий биржевой индекс}$.

Если $I = 1$, то данная акция выступает в роли некоего барометра рынка.

Коэффициент рыночной конъюнктуры

$$K_p = D / S = \text{Спрос} / \text{Предложение}.$$

При дополнительном выпуске акций имеет значение сложившийся курс, и тогда стоимость акции (C) можно определить следующим образом:

$$C = \text{Чистые активы} / \text{Количество акций}.$$

Прогнозная цена (P_t) равна:

$$P_t = (\text{Ожидаемый доход} + \text{прирост чистых активов}) / \text{Количество акций}.$$

В работах западных аналитиков приводятся формулы исчисления доходности акций:

$$\Delta_t = (\Pi_t - \Pi_{t-1}) + \text{Див}_t / \Pi_t - 1,$$

где Π_t и Π_{t-1} – цены закрытия торгов дней t и $t-1$, а Див_t – сумма дивидендов, выплаченных в день t (обозначения авторов). В данном расчете сделана попытка учесть воздействие на доходность акций «эффекта выходного дня», т. е. цикличности, в изменении доходности в течение недели.

Многие аналитики определяют состояние фирмы через показатель рыночной капитализации:

$$K_p = \text{Стоимость одной акции} \times \text{Количество акций}.$$

Различают следующие виды акций: обыкновенные и привилегированные (префакции).

Каждая обыкновенная акция предоставляет акционеру (ее владельцу) одинаковый объем прав. Держатель оплаченной акции имеет право голоса на общем собрании акционеров; имеет право на получение дивидендов, а в случае ликвидации общества – право на получение части его имущества.

Согласно Гражданскому кодексу (статья 102) и ФЗ «Об акционерных обществах» (ст. 25, п. 2) номинальная стоимость размещенных привилегированных акций не должна превышать 25 % от уставного капитала общества. Привилегированная акция не дает права голоса на общем собрании акционеров, а привилегии владельца такой акции заключаются в том, что в уставе должны быть определены размер дивиденда и (или) стоимость, выплачиваемая при ликвидации общества (ликвидационная стоимость), которые определяются в твердой денежной сумме или в процентах к номинальной стоимости привилегированных акций. Право голоса

владелец привилегированных акций получает в том случае, если на годовом собрании акционеров принимается решение о невыплате или неполной выплате установленных дивидендов. ФЗ «Об акционерных обществах» предусматривает выпуск одного или нескольких типов привилегированных акций и выделяет кумулятивные и конвертируемые привилегированные акции. Конвертация привилегированных акций в обыкновенные акции допускается только в том случае, если это предусмотрено уставом общества, а также при реорганизации общества. Кумулятивные означают, что не выплаченные, либо не полностью выплаченные дивиденды накапливаются и выплачиваются впоследствии.

Различают привилегированные акции: возвратные (с ограниченным сроком действия) и невозвратные (с неограниченным сроком действия – они не могут быть погашены пока существует эмитент). С учетом выплаты дивидендов привилегированные акции бывают двух видов: с фиксированной и плавающей ставкой. Рассмотрим потенциал российских акций. Отмечается недооцененность акций из-за их низкой стоимости по отношению к аналогичным западным по ряду показателей. В табл. 1 представлены показатели, характеризующие степень оцененности акций.

Таблица 1

Коэффициенты для определения степени оцененности акций

Группа показателей	Коэффициент	Формула
Показатели рентабельности	Рентабельность активов	Отношение чистой прибыли к сумме всех активов компании
	Рентабельность собственных средств	Отношение чистой прибыли к сумме источников собственных средств
	Рентабельность работающего капитала	Отношение балансовой прибыли к работающему капиталу (сумма активов за вычетом текущих обязательств)

Окончание табл. 1

Группа показателей	Коэффициент	Формула
Показатели ликвидности компании	Текущая ликвидность	Отношение текущих активов к краткосрочным пассивам
Показатели финансовой устойчивости	Коэффициент покрытия процентов	Отношение валовой прибыли до налогообложения к сумме процентов по взятым кредитам
Показатели рынка акций	Прибыль на акцию (EPS)	Отношение чистой прибыли за вычетом дивидендных выплат по привилегированным акциям к количеству обыкновенных акций
	Соотношение рыночной цены и чистой прибыли на акцию	Отношение текущей рыночной цены акции к показателю EPS
	Дивидендный доход	Отношение величины дивидендов на одну акцию к текущей цене акции
	Стоймость чистых активов на акцию	Отношение собственных активов к количеству эмитированных акций
Показатели на основе рыночной капитализации компании		Отношение рыночной капитализации компании к объему реализации, денежному потоку, производственным запасам

Совокупность обыкновенных и привилегированных акций составляет акционерный капитал, а их владельцы выступают в качестве акционеров. Выбор между обыкновенной или привилегированной акцией определяется предпочтением между менее рискованным вложением в привилегированную акцию, почти гарантированную получение дивиденда, и привилегию на получение доли имущества при ликвидации общества и вложением в более

рискованную обыкновенную акцию, не гарантирующую ни дивидендов, ни получения имущества при ликвидации. В случае повышения рентабельности предприятия обыкновенная акция дает возможность получения большего вознаграждения.

К долевым ценным бумагам можно отнести и паи инвестиционных фондов. Инвестиционные фонды – это специальные образования, имеющие в качестве активов вложения в ценные бумаги и производные ценные бумаги. Стоимость активов такого фонда делится на равное количество акций или паев данного фонда. Управление таким фондом осуществляется Управляющей компанией, которая также и осуществляет покупку и продажу паев. Покупая пай, инвестор приобретает часть портфеля фонда.

4.2. Преимущества и недостатки облигаций как инструмента привлечения средств

Облигация – это ценная бумага, опосредствующая отношение займа между ее владельцем (кредитором) и эмитентом (заемщиком), является долговым обязательством. Она удостоверяет право ее владельца (облигационера) требовать погашения облигации (выплату номинальной стоимости или номинальной стоимости и процентов) в установленные сроки. Общество вправе размещать облигации, обеспеченные залогом определенного имущества общества, либо под обеспечение, предоставленное обществу для целей выпуска облигаций третьими лицами, либо без обеспечения. Размещение корпоративных облигаций без обеспечения, как правило допускается не ранее третьего года существования акционерного общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов общества.

Это особая инвестиционная стоимость, она имеет самостоятельный цикл обращения:

Эмиссия – размещение – обращение – погашение.

Исторически раньше корпоративных утвердились государственные облигации. Они выполняют две основные функции: финансирование бюджетного дефицита и исполнение денежно-кредитной политики.

Государственные ценные бумаги бывают именными и предъявительскими, кратко-, средне- и долгосрочными (со сроками обращения до одного года, 1–5 лет, 5–30 лет). Бессрочные ГЦБ называются рентами. Гарантированные ГЦБ предоставляют полную гарантию получения дохода, а так называемые доходные могут иметь или не иметь гарантiiй какого-то минимального дохода. Примером рыночных ГЦБ служат ваучер и облигации сберегательного займа; в качестве примера нерыночных назовем государственный жилищный сертификат.

По функциональному признаку можно выделить:

налоговые освобождения;

средства обслуживания государственного долга (ГКО, «новые ГКО», ОГСЗ, ОФЗ и др.);

средства финансирования непредвиденных государственных расходов (ОВВЗ, государственные жилищные сертификаты, государственные займы и др.).

Государственные ценные бумаги («золотые сертификаты» (ЗС), государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО), «новые ГКО», облигации Государственного сберегательного займа (ОГСЗ), облигации федерального займа (ОФЗ), казначейские обязательства (КО), облигации внутреннего государственного валютного облигационного займа (ОВВЗ) и др.) выступают разновидностями ценных бумаг и сами по себе не представляют самостоятельного вида ценных бумаг, но образуют их особый тип.

Казначейские обязательства (КО) – это государственная, бескупонная, процентная, курсовая, долговая, рыночная, краткосрочная, фондовая ценная бумага. Рынок КО сложился в 1994–1995 гг. Из-за ряда ограничений в обращении КО отличаются недостаточной рыночностью, а следовательно, и ликвидностью. Казначейские обязательства появились в целях финансирования дефицита федерального бюджета, для сокращения неплатежей в бюджет между предприятиями, погашения государственной задолженности; эмитентом является Министерство финансов. Они относятся к типу бездокументарных ценных бумаг, существуют в виде записей на счетах в уполномоченных депозитариях; их особенности: вы-

пускаются сериями, имеют восьмизначный номер с буквами, означающими отрасль народного хозяйства, дату выпуска и серию. Казначейские обязательства предоставляют преференции их конечным держателям в виде налогового освобождения. С помощью КО можно оплатить налоги, например по платежам в государственный бюджет. Они могут быть предметом залога. Это вид ценной бумаги, которая в основном покупается, а не продается (чаще всего КО навязываются государственными структурами). Их будущее, как считается, под большим вопросом. Между тем в зарубежной практике получают распространение привилегированные акции с плавающей ставкой дивиденда, ориентированной на доходность каких-либо общепризнанных государственных ценных бумаг (в России это были ГКО)¹². Характеристика государственных ценных бумаг со стороны налоговых освобождений в качестве обслуживания государственного долга как средства финансирования непредвиденных государственных расходов может быть дана на примере оценки конкретных ГЦБ. Муниципальные ценные бумаги, как и ГЦБ, являются типом ценных бумаг. Они широко распространены во многих странах, в России же их доля в суммарной капитализации рынка невелика. Перспективы развития этого типа ценных бумаг в России очевидны, ибо они выпускаются с целью покрытия дефицита местных бюджетов, финансирования местных инвестиционных программ, защиты доходов инвесторов от инфляции. Доходность этих бумаг невелика, но существует высокая надежность займов, кроме того, привлекают различные льготы (могут быть платежным средством на местных приватационных аукционах). Подтипом местных ценных бумаг (МЦБ) выступают субфедеральные и местные ценные бумаги. Если МЦБ приравнены к ГЦБ по характеру и уровню налогообложения, то по субфедеральным и местным фондовым ценностям государство обычно ответственности не несет. МЦБ могут быть именными и предъявительскими, существуют в наличной и безналичной

¹² Пессель М. А. Заем, кредит, ссуда / М. А. Пессель. М.: Деньги и кредит, 1999. № 4. С. 28.

формах. Различают кратко-, средне- и долгосрочные бумаги. Они размещаются в форме свободной продажи и на аукционе. Развитие рынка МЦБ сдерживается недостаточным уровнем развития его инфраструктуры; уровень их надежности ниже ГКО.

Первые корпоративные облигации в ходе рыночных преобразований в России были эмитированы в 1992 г. АО «ГАЗ», «АвтоВАЗ», банком «Тарханы». Корпоративные облигации отличаются эмитентами, условиями выпуска, обращения и погашения. Например, закладные облигации обеспечены физическими или финансовыми активами. Нередко закладные облигации обеспечены недвижимостью, в этом случае их называют ипотеками. Довольно часто средством обеспечения служит оборудование, и оно используется в лизинговых сделках. В развитых странах закладные облигации наиболее популярны. Закладные и обеспеченные имуществом третьих лиц облигации называют фундированными. И, наконец, необеспеченные (беззакладные) облигации; они выпускаются без указания конкретного вида их обеспечения и не создают каких-то дополнительных имущественных претензий к компании. Выделяют еще дебенчурные облигации (обеспеченные лишь письменным обязательством погасить в нужное время принципал), субординированные – самые малообеспеченные облигации, джанк-облигации – необеспеченные облигации, представляющий рисковый (венчурный) капитал.

Облигации могут быть следующих видов: именные (зарегистрированные) и предъявительские (как правило, купонные облигации). Купонные облигации могут быть с полным купоном, соответствующим усредненной рыночной ставке. Если ставка существенно ниже рыночной, то это – облигация с «миникупоном». По облигациям могут производиться следующие выплаты: фиксированные; равномерно растущие («плавающие»); смешанного типа; избирательные; только в случае получения соответствующей прибыли; «товарные» – погашение путем предоставления определенного товара; «растяжимые» – погашение продлевается на определенный или неопределенный срок; «рентные» – срок погашения не определен.

Рассмотрим сравнительную характеристику ценных бумаг: облигации и акции. Их объединяют следующие характеристики: это – эмиссионная, каузальная, биржевая, рыночная, фондовая, основная ценная бумага; она имеет курсовую стоимость. Общего больше между облигацией и привилегированной акцией: для облигации характерен фиксированный доход, как и для привилегированной акции. Акции и облигации – финансовый капитал 1-го порядка. Различия связаны прежде всего с механизмом выпуска: акции эмитируют акционерные общества, а облигации – лица любой организационно-правовой формы. Облигации можно размещать с дисконтом, а акции только по цене не ниже номинала. Различны причины выпуска: акции размещаются с целью формирования уставного капитала (УК), для гарантии функционирования производства, для его расширения. Облигации выпускаются для расширения производства, когда уже полностью сформирован уставный капитал. Различен статус держателя акции (акционера) и облигации (облигационера (кредитора)). Суммарная стоимость облигации – это заемные средства, а акции – собственные. Отличаются формы и условия выплаты доходов, выплаты по облигации, чаще всего, выше. Кроме того, дивиденды выплачиваются из чистой прибыли, а проценты по облигации – в независимости от наличия прибыли. Выплата процентов входит в затраты фирмы. Для выплаты процентов по облигации создаются фонды погашения или выкупной фонд для досрочного выкупа. При этом сначала выплачиваются проценты по облигациям, а затем рассчитываются налоги. Облигации имеют амортизацию (погашение стоимости облигации).

Курсовая стоимость облигации определяется соотношением

$$\text{Курс} = (\text{Рыночная цена} / \text{Номинал}) \times 100.$$

Курс облигации связан с уровнем доходности какой-то альтернативы (например банковский процент). Поэтому

Рыночная цена ($P_{ц}$) = Номинальная стоимость (N) $\times (1 + \text{До})^n : (1 + \text{Да})^n$,
где До – доходность облигации, т. е. купонный процент; Да – доходность альтернативы; n – число лет, оставшихся до погашения.

Упрощенно можно представить:

$$P_{\text{ц}} = H + C \times n,$$

где C – сумма годовых купонных выплат; при этом чем больше n , тем «длиннее» деньги.

Цена процентной облигации может быть как ниже, так и выше номинала. Если цена выше номинала, то говорят, что облигация продается с премией (с ажио). Если ниже – то с дисконтом (с дизажио).

Существуют два важных фактора, влияющих на доходность облигации: инфляция и налоги. В условиях высокого уровня инфляции инвесторы избегают вложений в долгосрочные облигации. Налоги уменьшают доход по облигациям, а значит, и их доходность. Реальная доходность облигаций должна рассчитываться после вычета из дохода выплачиваемых налогов с учетом инфляции.

В сложившихся российских условиях облигации по сравнению с акциями являются более привлекательным финансовым инструментом для инвесторов. В отличие от первичного рынка акций, используемого главным образом для перераспределения собственности, размещение облигаций помогает предприятиям привлечь реальные инвестиции. Они предоставляют большую определенность с точки зрения условий использования и возврата заемных средств, так как не возлагают на инвестора риски нарушения его прав как акционера при выплате дивидендов, проведении общих собраний акционеров и иных корпоративных событий. Вместе с тем корпоративные облигации российских эмитентов занимают скромное место на российском рынке ценных бумаг из-за относительно высокой инфляции и высокой стоимости заемных средств. Эмитенты предпочитают использовать вексель (не требует специальной регистрации, не подлежит налогообложению) как альтернативу облигации. Вместе с тем, при стабильных условиях (политических, экономических и социальных) перспективы развития, в частности корпоративных облигаций, есть, так как фирмы нуждаются в заемных средствах. На российском рынке сложилась ситуация, при которой облигационные займы дают предприятиям ощутимые преимущества по сравнению с банковскими кредитами

и векселями, поскольку они позволяют увеличивать сроки заимствования (в среднем срок заимствования составляет 3-4 года); формировать публичную кредитную историю эмитента, что позволяет в будущем снижать стоимость заемных ресурсов и выходить на международные рынки капитала, если на момент рассмотрения доступа к ним нет; использовать более гибкие формы обеспечения займов, в том числе за счет гарантий третьих лиц; диверсифицировать источники заимствования за счет увеличения числа кредиторов (инвесторов), что обеспечивает снижение стоимости, так как снижаются риски; оперативно управлять структурой долга за счет использования потенциала фондового рынка (покупка и продажа собственных облигаций на вторичном рынке). Стоит отметить, что по сравнению с получением банковского кредита первый выпуск облигаций не дает ощутимой экономии. Однако привлечение средств за счет облигационного займа является более выгодным при больших объемах финансирования.

Еврооблигации, номинированные в иностранной валюте, на рынке евробумаг составляют более 90 %, совокупная стоимость находящихся в обращении облигационных займов равна примерно 4 трлн. дол., что составляет приблизительно 10 % мирового рынка облигаций. Типичная еврооблигация — предъявительская ценная бумага в форме сертификата с фиксированной процентной ставкой, по которой доход выплачивается путем предъявления купонов к оплате; погашение производится в конце срока единовременным платежом или в течение определенного срока из фонда погашения. Они выпускаются в документарной и в бездокументарной формах, чаще всего без предоставления залога. Участниками рынка евробумаг выступают: эмитенты (национальные институты, государственные институты, частные финансовые институты, корпорации), инвесторы и посредники. Первый выпуск еврооблигаций состоялся в 1963 г. итальянской государственной компанией по строительству дорог Autostrade (60 000 облигаций с номиналом 250 дол.). До этого были и другие примеры займов в Европе долларов США, но данный пример является классической схемой размещения.

Реальный выход России на евромаркет произошел в 1996 г. В этом году правительство России осуществило еврооблигационный заем с объемом эмиссии в 1 млрд. дол., с датой погашения 27.11.2001 г.; купонная ставка первого транша – 9,25 % годовых. Низкая доходность определяется присвоенным низким кредитным рейтингом. До июля 1998 г. Россией было размещено 9 выпусков на общую сумму около 16 млрд. дол. США. Выпуски еврооблигаций в июле 1998 г. стали результатом конвертации ГКО в эти инструменты. Причиной организации этого обмена стало отсутствие возможности произвести погашение большой массы ГКО в сентябре–октябре 1998 г. Эта сделка стала примером трансформации государственного долга во внешние долговые обязательства. Параметры выпуска этих бумаг подтвердили тенденцию к ухудшению позиций России того периода на международных финансовых рынках. Выпуск еврооблигаций – это способ привлечения ресурсов крупными российскими предприятиями. С 01.01.1999 г. стал возможным выпуск еврооблигаций с номиналом в евро. 24 декабря 2014 г. состоялись выплаты купонных доходов по 1-му выпуску еврооблигаций на общую сумму 159,38 млн. дол.¹³.

На рейтинг влияют различные факторы. Рейтинговое агентство Fitch понизило долгосрочный кредитный рейтинг России на одну ступень до уровня «BBB-». Сообщение об этом было размещено 09. 01.2015 г. на сайте агентства. Любой рейтинг ниже «BBB-» на сленге фондового рынка обозначается как «мусорный». Причинами понижения рейтинга названы почти двукратное падение курса рубля к доллару и евро, высокая инфляция (11,4 % в 2014 г. и 10–15 % в январе 2015 г.), падение цен на нефть (до \$ 50 и ниже за баррель), а также значительное увеличение ключевой ставки до 17 %. Fitch также отмечает, что негативное влияние на российскую экономику по-прежнему сохраняют западные санкции. Прогноз российского рейтинга, как отмечается в сообщении, «негативный»; эта оценка соответствует нижней ступени рейтинга, но находящейся в инвестиционной зоне. В середине января 2015 г. международ-

¹³ finmarket.ru/news/3899671.

ное рейтинговое агентство Standard&Poor's понизило кредитный рейтинг России до спекулятивного уровня BB+. Прогноз по рейтингу негативный. Понижение рейтинга России до «мусорного» уровня может вызвать техническое закрытие позиций ряда инвестиционных фондов, в декларациях которых прописано инвестирование в бумаги не ниже инвестиционной категории, отмечают аналитики Промсвязьбанка. По их подсчетам рынок синдицированного кредитования на текущий момент составляет порядка 115 млрд. дол.

Рейтинг спекулятивной категории хотя бы от одного агентства является поводом для продаж бумаг российских заемщиков, прежде всего российских долговых обязательств, номинированных в евро¹⁴.

Представим данные, характеризующие зависимость доходности еврооблигаций от рейтинга страны (табл. 2).

Таблица 2

Зависимость доходности еврооблигаций от рейтинга страны

Страна	Рейтинг	Доходность, % в год
Франция	AA+	5,97
Испания	AA	6,97
Италия	AA	7,15
Польша	BBB-	6,80
Колумбия	BBB-	7,23
ЮАР	BB+	7,61
Венгрия	BB+	8,12
Чехия	BB+	8,21
Перу	BB	9,89
Мексика	BB	10,62
Россия	B	14,9
Аргентина	BB-	10,85
Турция	B+	8,59

¹⁴ <http://www.gazeta.ru/business/2015/01/26/6388777.shtml>.

В табл. 3 представлены кредитные рейтинги, также оказывающие влияние на доходы по еврооблигациям.

Таблица 3

Кредитные рейтинги ведущих стран (актуально на 31.01.2014 г.)

Страна	Рейтинг S&P	Рейтинг Moody's	Рейтинг Fitch
Австралия	AAA	AAA	AAA
Великобритания	AAA	AAA	AA+
Германия	AAA	AAA	AAA
Греция	B-	Caa3	B-
Ирландия	BBB+	Baa3	BBB+
Исландия	BBB-	Baa3	BBB-
Испания	BBB-	Baa3	BBB
Италия	BBB	A2	BBB+
Канада	AAA	Aaa	AAA
Китай	AA-	Aa3	A+
Новая Зеландия	AA	Aaa	AA
Португалия	BB	Ba2	BB+
Россия	BBB	Baa1	BBB
США	AA+	AAA	AAA
Франция	AA+	AAA	AA+
Швейцария	AAA	AAA	AAA
Швеция	AAA	AAA	AAA
Япония	AA-	AAA	A+

Конкретизируем значения кредитных рейтингов (табл. 4).

Таблица 4

Значения кредитных рейтингов (актуально на 31.01.2014 г.)

Рейтинг	Значение рейтинга
AAA	Наименьший риск, максимальная кредитоспособность
AA+	Умеренный риск, очень высокая кредитоспособность, первый уровень
AA	Умеренный риск, очень высокая кредитоспособность, второй уровень
AA-	Умеренный риск, очень высокая кредитоспособность, третий уровень
A	Умеренный риск, высокая кредитоспособность, второй уровень
A-	Умеренный риск, высокая кредитоспособность, третий уровень
BBB+	Умеренный риск, достаточная кредитоспособность, первый уровень
BBB	Умеренный риск, достаточная кредитоспособность, второй уровень
BBB-	Умеренный риск, достаточная кредитоспособность, третий уровень
CCC	Высокий риск и угроза дефолта, значительный кредитный риск

Еврооблигации интересны тем, что они номинированы в долларах США и защищают инвестора от риска девальвации рубля по отношению к доллару. Для многих это весьма актуальный вопрос.

Купонная доходность по еврооблигациям невысока и находится на уровне 7–8 % годовых, но это с лихвой компенсируется тем, что основной долг торгуется с дисконтом, например в 15 %. Несложные расчеты показывают, что приобретение еврооблигации по 85 дол. за каждые 100 дол. номинала принесет инвестору более 17 % прибыли при погашении, которое запланировано, например, через год. Прибавляем к этим 17 % купонный доход в размере 7 %, в итоге получаем доходность 24 % годовых в долларах США.

Дисконт появляется за счет того, что многие инвесторы в условиях кризиса ликвидности ищут наличные средства и готовы продавать евробонды со скидкой. Что-то вроде визита в ломбард, только в качестве ломбарда в этом случае выступает организованный рынок, т. е. биржа. Из российских еврооблигаций следует выделить крупные финансовые институты, так называемые банки первого круга. Они в той или иной степени пользуются поддержкой государства (ВТБ, Сбербанк, Альфа-Банк, Газпромбанк). В то же время по евробондам именно у этих банков есть хороший дисконт, за исключением, может быть, Сбербанка.

Рынок еврооблигаций предназначен в основном для крупных институциональных инвесторов, чем обусловлен высокий порог входления (\$ 100 000, € 50 000 или 2 млн. ₽ – размер минимального лота на Лондонской бирже (London Stock Exchange) и других европейских биржах).

По сравнению с банковским кредитом облигационные способы привлечения средств имеют определенные преимущества и недостатки. Назовем несомненные преимущества:

большие объемы и сроки займов;

предоставление обеспечения не обязательно;

возможность самостоятельного определения основных параметров займа и свойств размещаемых облигаций (снижение зависимости от банков);

выплата процента происходит раз в квартал, а погашение займа всегда в конце срока. При кредите часто встречается схема платежей равными долями в течение всего кредитного периода. Это приводит к тому, что даже при равной процентной ставке и с учетом дополнительных расходов облигационный заем может оказаться выгоднее привлечения кредита. На практике процентная ставка по облигациям ниже ставок по кредитам;

проценты по долговым обязательствам включаются во внераализационные расходы и уменьшают сумму налога на прибыль;

возможность самостоятельного управления объемом долга через покупку своих же облигаций на вторичном рынке (уменьшаем

объем долга на выгодных для нас условиях: например, номинал по 100, а мы выкупаем по 95);

создание публичной кредитной истории фирмы-эмитента. При своевременном выполнении своих обязательств фирма-эмитент облигаций получает имидж надежного заемщика.

Отметим некоторые недостатки облигационного займа:

трудности и дополнительные расходы при организации и обслуживании займов;

высокий порог минимального объема выпуска, оправдывающий дополнительные расходы и необходимый для рыночного обращения облигаций (при биржевом размещении от 500 млн. руб., а при закрытой подписке на порядок меньше);

предъявление специальных требований по обеспечению. Чтобы не привлекать обеспечение, фирма может осуществить номинальное увеличение УК за счет имущества общества. Например, она может перевести в УК средства из других источников и выпустить на эту сумму дополнительные акции, пропорционально распределяемые среди всех акционеров. Такого же результата можно достичнуть, увеличив номинальную стоимость уже имеющихся акций;

значительное требование к эмитенту по прозрачности финансовой отчетности;

выплата основной суммы долга не исключается из налогооблагаемой прибыли (ст. 265 и ст. 266 НК РФ);

задержки с выплатой процентов или несвоевременное погашение долга могут отрицательно сказываться на публичной кредитной истории фирмы и снизить ее рейтинг.

Основные различия еврокредитов и еврооблигаций заключаются в стоимости, сроках займа, его размерах, гибкости и быстроте получения средств. Прежде всего, расходы по эмиссии еврооблигаций гораздо выше стоимости еврокредитов. Еврооблигации выпускаются с фиксированной и плавающей процентной ставкой, тогда как еврокредиты выдаются под плавающую процентную ставку, размер которой регулярно пересматривается. Еврокредиты представляют собой среднесрочные ссуды, хотя средние сроки

имеют тенденцию к увеличению. Еврооблигации являются долгосрочными ценными бумагами. Размеры еврокредитов обычно выше сумм, на которые проводится эмиссия еврооблигаций. Предоставление ссуд на рынке еврокредитов осуществляется гораздо быстрее.

4.3. Особенности обращения векселей: преимущества и недостатки

Самая распространенная ордерная бумага – вексель. Это одна из самых старинных ценных бумаг. Вексель впервые появился в Италии, и продолжительное время практика вексельного обращения оставалась у менял-банкиров. В дальнейшем свое развитие вексельное обращение нашло в Германии, и до сих пор эталоном векселя является его немецкий вариант. На Западе вексель – один из самых распространенных финансовых инструментов. Вексель – это самостоятельно обращающаяся на фондовом рынке особая инвестиционная стоимость. Это бесспорный и безусловный неэмиссионный долговой финансовый документ. Предметом вексельного обязательства могут быть только деньги. Вексель выполняет две основные функции: он выступает средством расчета, и с его помощью можно оформить или получить кредит. В зависимости от критериев классификации различают следующие виды векселей:

простой (соло-вексель) и переводной вексель (тратта) – отличаются числом участников;

товарный (коммерческий), финансовый, казначейский – отличаются характером сделки, лежащей в основе векселя;

бронзовые, дружеские, встречные – это обеспеченные или необеспеченные бумаги;

предъявительский и ордерный – различаются по способу передачи ценной бумаги.

В простом векселе участвуют два лица (векселедатель и векселодержатель), из которых плательщиком является векселедатель. Последний, выписывая такой вексель, обязуется в нем уплатить непосредственно своему кредитору (векселедержателю) определенную сумму в определенном месте и в определенный срок.

В переводном векселе участвуют более двух лиц. Плательщиком является не векселедатель (трассант), а другое лицо, которое принимает на себя обязательство оплатить такой вексель в срок. Переводной вексель – это фактически письменное предложение векселедателя, обращенное к третьему лицу (плательщику, именуемому трассатом), уплатить обусловленную сумму кредитору (векселедержателю, эмитенту). Помимо классического переводного векселя с участием трех лиц возможен выпуск в обращение переводных векселей с участием двух и даже одного лица. Векселедатель может при выписке переводного векселя назначить получателем самого себя или того, кому он сам в дальнейшем «прикажет». В переводном векселе обязательство трассанта условно, он обязуется уплатить вексельную сумму, если трассат не заплатил ее, в этом случае трассант приравнивается к держателю простого векселя. Переводной вексель не может рассматриваться как обязательство векселедателя. Он может стать обязательством плательщика (трассата), но только после совершения им одностороннего акта волеизъявления особой формы – акцепта.

Акцептованный вексель – это вексель, имеющий согласие плательщика на его оплату. С момента акцепта векселя трассат становится прямым должником. Если трассат акцептует вексель, но не платит по нему, против него возникает протест в неплатеже. Естественно, протест возникает и в случае необоснованного неакцепта. Ремитент (первый приобретатель) может поступить с полученным векселем двояко: либо предъявить его к оплате трассату, либо передать свои права по оплате векселя другому лицу. Такая операция называется индоссированием (индоссацией) векселя и совершается с помощью индоссамента – особой передаточной надписи на обороте векселя или добавочном листе (аллонже). Число индоссаментов на одном векселе не ограничено. Индоссамент – передаточная надпись на обратной стороне ценной бумаги, удостоверяющая переход векселя от одного лица к другому. Индоссат – лицо, в пользу которого делается надпись. Индоссант – лицо, делающее передаточную надпись. Виды индоссамента: полный, частичный, банковский, именной, оборотный, безоборотный, индоссамент с

оговорками, без оговорок, предпоручительный. Индоссамент порождает налоги без поступления «живых денег», поэтому в интересах государства – сокращать число индоссаментов.

Помимо акцепта в вексельном обращении широко используется аваль – поручительство по векселю, когда лицо, совершившее аваль (авалист), принимает на себя ответственность за выполнение вексельных обязательств кем-либо из обязанных по векселю лиц – акцептантом, векселедателем, индоссантом. Другое название авала (авалиста) – гарант.

В вексельном обращении нередко используется протест векселя. Это официальное (нотариальное, судебное) подтверждение фактов, с которыми по вексельному законодательству связывается наступление определенных правовых последствий. Акт протesta удостоверяет факт отказа плательщика в платеже, в акцепте, в датировании акцепта. Опротестованные векселя выбывают из оборота. Протест в неакцепте освобождает от предъявления к платежу и от протеста в неплатеже.

Квазивексель – вид векселя, который имеет ограничения при передаче по индоссаментам, допускает погашение не деньгами.

Финансовый вексель – вексель, который приобретает предприятие у контрагентов, не имеющих кредиторской/дебиторской задолженности.

Коммерческий вексель – предполагает обращение векселей между коммерческими предприятиями.

При учете векселя взимается процент – дисконт.

Российская практика представляет квазивексель в качестве реструктуризованных казначейских обязательств, новых государственных ценных бумаг (КОр) в бездокументарной форме, в качестве записи на счетах ДЕПО. В соответствии с Указом Президента РФ от 25.08.1998 г. N 988 “О некоторых мерах по стабилизации финансовой системы РФ” в условиях дефолта был определен порядок выпуска и обращения новых государственных ценных бумаг и был определен порядок переоформления ГКО-ОФЗ со сроком погашения до 31.12.99 г. в новые рублевые бумаги со сроком погашения 3-5 лет, а также частично, по желанию, в валютные

рубли. Имелось в виду три новых выпуска ГЦБ: со сроком погашения 3 года и доходностью 30 % годовых; со сроком погашения 4 года и доходностью первые 3 года 30 % годовых, а в последний – 25 %; со сроком погашения 5 лет и доходностью первые 3 года 30 %, 4-й год – 25 %, 5-й год – 20 % годовых. «Замороженные» ГКО погашались, но полученные средства зачислялись на специальные транзитные счета, откуда деньги могли быть потрачены только на приобретение новых выпусков государственных ценных бумаг. Если они досрочно погашались, то владельцы получали 5 % от номинала наличными, а на 20 % можно было приобрести ГЦБ. Появился новый рублевый инструмент – БОБР (бескупонные 3–6-месячные облигации Банка России). Это позитивное событие на рынке ценных бумаг. В конце 90-х годов рынок ГКО был заморожен юридически; рынок акций и межбанковских кредитов находился в состоянии депрессии. В силу того, что Центральный банк выступил в качестве Эмиссионного центра исключался риск неплатежа. Преимущества БОБРа:

обращается только между банками, и их нормативная база – законодательство о банках;

отсутствует риск неплатежей.

В соответствии с Постановлением №1142 от 12.10.99 г. «Об особенностях эмиссии и регистрации облигаций Центрального Банка Российской Федерации» объем эмиссии БОБРов до конца 1999 г. определен в пределах 10 млрд. руб. Бумаги пользовались спросом у инвесторов, но, несмотря на это, просуществовали всего год – до февраля 1999 г. Дело в том, что в законодательстве тогда не было четко прописанного механизма выпуска таких бумаг, и ФКЦБ, равно как и налоговые органы, отказалась признавать их государственными. В 2001 г. Центробанк вновь решил выпустить БОБРов, однако ФКЦБ (ФСФР) опять не разрешила. ЦБ РФ был вынужден отложить идею с БОБРами в долгий ящик – до 2003 г., когда правительство выпустило постановление, разрешающее выпуск ОБР. Осенью 2004 г. ЦБ возобновил эмиссию БОБРов номинальной стоимостью в 1000 руб. общим объемом 50 млрд. руб. Центробанк разместил большую часть выпуска БОБРов на 34,5 млрд. руб.

Доходность оказалась очень низкой — 1,7 %, поэтому не вызвала интереса у банков. Спрос на облигации ЦБ определялся ситуацией в экономике страны, и если наблюдалась избыточная ликвидность у банков, тогда некоторый интерес к БОБРам у них появлялся.

Относительно векселя еще отметим, что в мире вексель не является многооборотным документом, от него стараются избавиться через банк, либо через факторинговую или форфейтинговую фирму. Правила, по которым проходят эти операции, оговорены в Конвенции Международного института унификации частного права (ЮНИДРУА), принятой в Оттаве в 1988 г.

Преимущества, извлекаемые предприятиями при использовании вексельного кредита:

преодоление необоснованного и неэффективного ограничения платежеспособного спроса;

банковская гарантия платежа путем предоставления векселя снимает необходимость для предприятий предоплаты в тех нередких случаях, когда она служит исключительно для защиты от риска неплатежей, тем самым появляется возможность ускорения материального оборота;

банковские векселя, предоставленные клиентам банка под депозиты, которые являются для банка гарантией оплаты векселей, как правило, по сумме в два раза и более превосходят размер депозита, и таким образом величина оборотных средств оперативного управления предприятия увеличивается;

в прямой экономии на налоговых выплатах, налог на доход, полученный по векселю для предприятия — 15 %, по сравнению с налогообложением аналогичного дохода на депозитном вкладе в банке, который составляет 35 %;

ликвидность вложений; бурно развивающийся вексельный рынок предоставляет возможность продать вексель или учесть его в банке.

Решение проблемы дефицита денег в экономике, безусловно, облегчит доступ предприятий к получению кредитных «живых» денег, однако не приведет к полному отказу от векселей в качестве

получения источника дополнительных оборотных средств, поскольку вексельное законодательство унифицировано, а стоимость «вексельных» денег всегда будет оставаться ниже стоимости «живых». Поэтому ситуация, сложившаяся в финансовой системе страны, такова, что только кредитование реального сектора (речь идет о возвратных кредитах) может служить мощным источником улучшения положения промышленных предприятий и обслуживающих их коммерческих банков; вексельное кредитование будет с успехом использоваться между банками и их клиентами. Самым существенным элементом инфраструктуры вексельного рынка является механизм ликвидности этой ценной бумаги в законодательном порядке. Если он не будет выработан и законодательно закреплен, то векселедержатели в России столкнутся в недалеком будущем с проблемой массовых неплатежей по векселям.

План практического занятия; вопросы и задания

1. Ценная бумага: сущность, основные экономические, юридические и технические характеристики.
2. Функции ценных бумаг в системе общественного воспроизводства и на фондовом рынке.
3. Типы, виды и разновидности ценных бумаг.
4. Государственные ценные бумаги, их роль и свойства, особенности обращения, основные направления развития. Приватизационные чеки. Реструктуризация государственной облигационной задолженности. Принципы новации.
5. Сущность, виды и особенности муниципальных ценных бумаг. Жилищные сертификаты.
6. Понятие и основные свойства акции. Факторы, определяющие курс акции.
7. Общие черты и различия облигаций и акций, различие статусов облигационера и акционера.
8. Преимущества векселя по сравнению с другими цennыми бумагами.

Оцените виды ценных бумаг в зависимости от статуса эмитента и с точки зрения их надежности.

Назовите формулу курса акций при постоянно растущем дивиденде. Каковы формы выплаты по купонной облигации?

Назовите отличия еврооблигаций от еврокредитов.

Назовите возможные отрицательные последствия высокой доходности государственных ценных бумаг.

Назовите основные фондовые площадки РФ по торговам муниципальными ценными бумагами.

Выберите из перечисленных и назовите признак, наиболее характерный для недооцененных акций:

- а) внутренняя стоимость акций больше их рыночной стоимости;
- б) устойчивое снижение курса акций;
- в) устойчивое повышение курса акций;
- г) большое количество акций.

Опишите механизм получения процентов по векселю.

Оцените преимущества, извлекаемые предприятиями при использовании вексельного кредита.

Укажите верное утверждение. Банковский индоссамент по векселю – это: а) индоссамент, который не содержит указание лица, в пользу которого он сделан; б) индоссамент, который оформлен на добавочном листе к векселю.

Охарактеризуйте базисный актив, лежащий в основе опциона.

5. РЫНОК ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

5.1. Фьючерсные контракты и их особенности.

Основные направления использования фьючерсов. Хеджирование

Фьючерсные контракты относятся к виду производных ценных бумаг. Производные ценные бумаги – это удостоверение прав отдельных видов ценных бумаг (сертификат акций, сертификат облигаций, банковские сертификаты), предоставление дополнительных льгот владельцам ценных основных бумаг (опцион, варант, ордер). Они обеспечивают функционирование основной ценной бумаги (купон), прогнозирование динамики курсов и страхование держателей основных ценных бумаг (фьючерс, опцион) создают возможность замены основной ценной бумаги ее суррогатом (сертификатом), обеспечение проникновения ценных основных бумаг на иностранные фондовые рынки (депозитарные расписки).

Свойства производных ценных бумаг (ПЦБ): действительны только в комплекте с основными цennыми бумагами (некоторые виды купонов, ордеров); существуют вне комплекта с основными цennыми бумагами (сертификат, государственная ценная бумага); могут существовать как в качестве неотъемлемой части ценной бумаги, так и отдельно (фьючерсы, опционы).

Представим краткий обзор некоторых представителей этого вида бумаг.

В России в 1992 г. появились фьючерсы. Сначала это были контракты на доллар, позже появились фьючерсы и на другие активы. Фьючерс позволяет страховать бумаги от возможного падения цен. Фьючерсный контракт – это контракт поставки, его особенности в том, что контракт заключается не с целью физической покупки или продажи базисного актива, а с целью страхования (хеджирования) реальных сделок, и получения спекулятивного дохода в процессе перепродаж. Фьючерс совершается одновременно с реальными хозяйственными договорами на ту же сумму, но с противоположным содержанием. Товарные фьючерсы означают торговлю фьючерсными контрактами на сельскохозяйственную продукцию, энергоресурсы, металлы и др. В основе финансовых фьючерсов лежат финансовые инструменты – государственные и другие ценные бумаги, биржевые индексы, проценты по банковским ставкам, конвертируемая валюта, золото.

Страхование краткосрочной задолженности в случае падения процентных ставок рассмотрим на следующем примере. Так, коммерческий банк через 3 месяца предполагает получить денежные средства и передать их в ссуду. Чтобы застраховать себя от возможного снижения процентов к тому времени, он заключает фьючерсный контракт на сумму предполагаемого кредита по текущей рыночной цене на 3 месяца. Если проценты банковского кредита снизятся через 3 месяца, то доходность этого финансового инструмента повысится на ту же величину. Как видим, доходность обратно пропорциональна изменению доходности банковских кредитов. Фьючерсные сделки имеют обезличенный характер, поскольку все общение происходит через брокерские конторы по системе:

Покупатель (и его брокерская контора) – биржа (расчетно-клиринговая палата) – продавец (его банковская контора, действующая на бирже).

Гарантом выполнения фьючерсных контрактов является расчетно-клиринговая палата биржи.

Маржа – это залог, вносимый клиентом (брокерской конторой) в расчетную палату биржи (процент от фьючерсного контракта). С этого начинается сделка, после чего оформляется контракт. Это динамичная величина – клиент постоянно довносит еще комиссионные. Таким образом, маржа выступает и как залог, и в качестве средства для осуществления текущей деятельности. Иногда маржу называют «ценой сделки», что не отвечает ее экономической природе, так как после завершения сделки маржа возвращается клиенту (или взаимозачисляется). Форвард-контракт – это срочные сделки, поставки в будущем физических товаров в установленное время и по определенной цене. Исторически этот вид предшествует фьючерсным контрактам. Цель заключения этих контрактов – покупка продукции, товаров; фьючерс помимо этой цели предполагает страхование и спекулятивную разницу. На российском рынке ценных бумаг распространены валютные фьючерсы.

Фьючерсы имеют уникальную особенность, которая делает их более привлекательным финансовым инструментом, чем акции или облигации (если трейдеру необходимо только оплатить небольшую часть в виде маржин (маржа, маржинг)). Как правило, фьючерсный контракт может быть куплен или продан с маржинальным депозитом от 3 до 20 % от полной стоимости контракта. Преимущество торгов фьючерсами состоит в том, что при покупке контракта, например на золото, платят за него около 3 % его текущей стоимости (не надо платить всю его стоимость). Многие покупают материальное золото для того, чтобы потом его продать и заработать на разнице цен. При покупке фьючерсов на золото происходит то же самое, но только финансовый ресурс всего три процента, а полученная прибыль может быть гораздо больше. Поэтому трейдеры покупают фьючерсы, главным образом, с целью игры (спекуляции) на курсовой разнице, или хеджирования. Таким

образом, заключение фьючерсных сделок, как правило, не имеет своей целью реальную поставку или приемку активов. Абсолютное большинство позиций инвесторов по фьючерсным контрактам ликвидируется ими в процессе действия контракта, и только 2 % контрактов заканчиваются реальной поставкой соответствующих активов. Покупка не требует от инвестора каких-либо расходов, кроме комиссионных. Биржа (расчетная палата) предъявляет ряд требований. При открытии позиции инвесторы как с «длинной», так и «короткой» позиции обязаны внести на счет брокерской компании некоторую сумму денег в качестве залога. Данная сумма носит название начального маржинга, а счет, на который вносится залог, маржинальным счетом. Минимальный размер маржинга устанавливается расчетной палатой, исходя из наблюдавшихся максимальных дневных отклонений цены актива, лежащего в основе контракта. Брокерская компания требует от своего клиента внести маржинг в той или иной сумме, исходя из своей маркетинговой политики. Фьючерсные контракты высоколиквидны, для них существует огромный вторичный рынок, поскольку по своим условиям они одинаковы для всех инвесторов. Трейдер всегда сможет купить или продать фьючерсный контракт и в последующем легко ликвидировать свою позицию.

На рынке обращаются и другие производные ценные бумаги. К числу новых производных ценных бумаг относят депозитарные расписки (депозитарное свидетельство, сертификат, депозитарная квитанция). Они существуют всего лишь с 1990 г. Депозитарная расписка – это ценная бумага, свидетельствующая о владении определенным количеством акций иностранной компании, депонированных в стране нахождения этой компании, кругооборот которой осуществляется в другой стране (странах). Акции и депозитарные расписки рассматриваются как взаимозаменяемые бумаги. Различают глобальные (ГДР – GDS), американские (АДР – ADS) и российские (РДР – РДС) депозитарные расписки в зависимости от торговли либо на западноевропейских биржевых площадках, либо на Нью-Йоркской фондовой бирже. Владелец АДР обладает правами акционера либо облигационера и т. д. В роли

номинального держателя основных ценных бумаг выступает американский депозитарный банк, выполняющий соответствующие действия по посредническим услугам между иностранным эмитентом и американским инвестором, размещению, выплате дивидендов и т. п. Голосующие АДР бывают четырех уровней: первого и второго – представляют акции во вторичном обращении, а третьего и четвертого – первично размещаемые акции. Они предназначены в основном для частных инвесторов и только для внебиржевых фондовых площадок. Классификация американских депозитарных расписок представлена на рис. 4.

В начале 21 в. на международных фондовых рынках обращалось примерно 1100 депозитарных расписок эмитентов из более чем 50 стран, в том числе и из России. Приобретаются депозитарные расписки с целью получения более высоких доходов, чем на национальном фондовом рынке и уменьшения риска по сравнению с прямой покупкой иностранных ценных бумаг. Кроме того, отпадает необходимость в конвертации получаемых дивидендов и

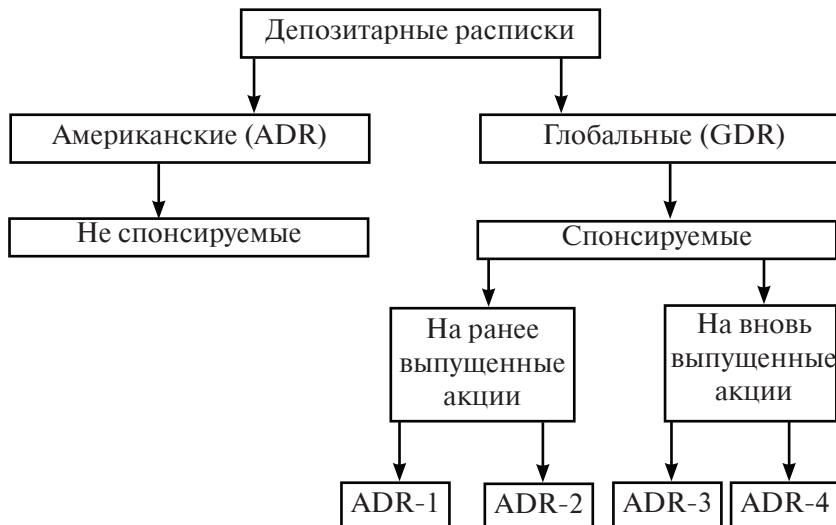


Рис. 4. Классификация американских депозитарных расписок

связанным с этим валютным риском. Теоретическая цена депозитарной расписки Π_{dp} определяется по формуле

$$\Pi_{dp} = (n \times \Pi_a) : K,$$

где n – количество российских акций, входящих в пакет одной АДР; Π_a – рыночная цена российской акции на российском рынке; K – курс рубля к доллару.

К числу производных ценных бумаг можно отнести: купон, бонус, кредитные карты, ордер. Купон – это отрывная часть ценной бумаги, дающая право на дивиденды. Он идентифицирован с основной облигацией, но может быть и отдельным; в этом случае он содержит все реквизиты базовой бумаги. Бонус – это документ, дающий право акционеру в течение некоторого срока покупать акции с некоторой единовременной скидкой в цене. Кредитные карты – за определенную плату приобретаются для расчетов. Ордер – подписной сертификат, дающий право подписки на дополнительные ценные бумаги по оговоренной цене в определенное время. Его задача – заинтересовать в приобретении акций новых выпусков; обычно это именная ценная бумага. Чек является особой формой переводного векселя, плательщиком по которому всегда выступает банк. Чек – это ценная бумага, содержащая ничем не обусловленное распоряжение чекодателя банку произвести платеж указанной в нем суммы чекодержателю. Он существует в документарной (бумажной) форме и по российскому законодательству выписывается на срок до 10 дней. Предъявительский чек передается путем вручения, именной чек не подлежит передаче. Ордерный чек передается путем индоссамента. По расчетному чеку не допускается оплата наличными деньгами. Денежный чек предназначен для получения наличных денег в банке. Коносамент – ценная бумага, удостоверяющая право владения перевозимым грузом; используется при перевозке грузов в международном сообщении и имеет следующие формы: на предъявителя, именной, ордерный. К коносаменту обязательно прилагается страховой полис на груз.

Существуют еще так называемые суррогатные формы ценных бумаг. Например, это лотерейные билеты, страховые полисы,

заменители денег (квитанция, товарный чек, талоны, платежно-расчетные обязательства), знаки легитимационные (номерок гардеробный, жетон), рента-бумаги (завещание, судебное решение).

5.2. Опционы. Теорема паритета цен опционов.

Основные направления использования опционов

Опционный сертификат удостоверяет соответствующие права его владельца на покупку или продажу ценных бумаг (базисного актива: акций и других финансовых инструментов). Опционный контракт – это договор по купле-продаже некоего базисного актива и в то же время срочный контракт со встречными по отношению друг к другу продажей обязательств и покупкой прав. Опцион на покупку называют колл-опцион, или «с» (call), опцион на продажу – пут-опцион, или «р» (put). Стандартный опционный контракт предполагает следующие элементы: цену исполнения опциона (цена реализации; цена базисного актива); дату окончания контракта (дата экспирации); вид опциона – на покупку «с» либо на продажу «р»; наименование ценной бумаги, являющейся базисным активом; размер премии на 1 акцию лота. Лот – стандартная партия продаваемых на бирже ценных бумаг.

Пример. Заключен опцион на приобретение права купить 100 акций АО по цене 50 рублей за штуку, премия продавцу 1 рубль за одну акцию, всего 100 рублей. Допустим, что за время сделки курс акций вырос и составил 55 рублей за штуку. В этом случае:

расчеты по контракту: $50 \text{ руб.} \times 100 = 5000 \text{ руб.};$

с учетом рыночной цены: $55 \text{ руб.} \times 100 = 5500 \text{ руб.};$

чистая прибыль: $5500 - 5000 - 100(\text{премия}) = 400 \text{ руб.}$

Покупатель опциона – это лицо, которое приобрело право заключения опциона или отхода от него. Продавец – надписант, райтер – лицо, обязанное продать оговоренное количество ценных бумаг по фиксированной цене в определенный срок. Надписать – это значит продать.

Первичное размещение – переход опциона от надписанта к первому держателю. Вторичный рынок – перепродажа. «Открытая

позиция» означает покупку опциона («длинная открытая позиция»), «короткая открытая позиция» – это продажа опциона. Опцион представляет право покупки и продажи. Отличительные черты фьючерса и опциона: фьючерс сугубо биржевая бумага и менее сложная. Здесь присутствуют только обязательства одной стороны поставить другой фьючерсный инструмент (может быть и товар); опцион участвует и во внебиржевой деятельности и включает в себя права и обязанности.

Выводы. Опцион представляет собой разновидность сделки на срок, согласно которой одна из сторон (покупатель) имеет право, (но не обязательство) купить или продать определенное количество базового актива по установленной соглашением цене в определенный промежуток времени. Продавец опциона обязан выполнить соглашение, если покупатель примет решение реализовать свое право. Поскольку весь ценовой риск ложится на продавца опциона, покупатель выплачивает ему вознаграждение, называемое опционной премией. Стоимость европейского опциона определяется формулой Блэка–Шоулза¹⁵, согласно которой стоимость рассчитывается, исходя из пяти параметров: текущей цены базового актива на рынке спот (текущего значения базовой переменной), цены выполнения опциона, безрисковой ставки доходности, времени до выполнения опциона, и дисперсии прироста базовой переменной в единицу времени (приведенной к годовому измерению). Основные разновидности опционов – опционы по иностранной валюте, по отдельным акциям предприятий, по процентным ставкам и по фондовым индексам. Две основные группы участников рынка опционов – хеджеры и спекулянты. Хеджеры выступают, как правило, в роли покупателей опционов, спекулянты – в роли продавцов. Опцион, по сравнению с фьючерсным контрактом, является более гибкой формой сделки на срок и позволяет реализовать большое количество спекулятивных стратегий, точно учитывающих прогнозы будущих колебаний цены.

Модель ценообразования опционов Блэка–Шоулза (англ. *Black–Scholes Option Pricing Model, OPM*) – это модель в виде

¹⁵ Источник: <http://5fan.ru/wievjob.php?id=41577>

математической формулы для вычисления стоимости опционов и других производных инструментов, которая оказала огромное влияние на развитие теории и практики финансов. Открытие данной формулы в 1973 г. позволило отойти от субъективно-интуитивных оценок при определении цены опционов и подвести под них теоретическую базу, применимую и к другим производным инструментам.

Чтобы вывести свою модель ценообразования опционов, Блэк и Шоулз сделали следующие предположения (шесть допущений теории):

по базисному активу опциона call дивиденды не выплачиваются в течение всего срока действия опциона;

нет транзакционных затрат, связанных с покупкой или продажей акции или опциона;

краткосрочная безрисковая процентная ставка известна и является постоянной в течение всего срока действия опциона;

любой покупатель ценной бумаги может получать ссуды по краткосрочной безрисковой ставке для оплаты любой части ее цены;

короткая продажа разрешается без ограничений, и при этом продавец получит немедленно всю наличную сумму за проданную без покрытия ценную бумагу по сегодняшней цене;

торговля ценными бумагами (базовым активом) ведется непрерывно, и поведение их цены подчиняется модели геометрического броуновского движения с известными параметрами.

Вывод модели основывается на концепции безрискового хеджирования.

Цена (европейского) опциона call:

$$C(S, t) = SN(d_1) - Kc^{-r(T-t)}N(d_2),$$

$$d_1 = \frac{\ln(S/K) + (r + \sigma^2/2)(T-t)}{\sigma\sqrt{T-t}},$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T-t}.$$

Цена (европейского) опциона put:

$$P(S, t) = K e^{-r(T-t)} N(-d_2) - S N(-d_1).$$

Здесь $C(S, t)$, $C(S, t)/P(S, t)$ – текущая стоимость опциона call в момент t ; S – текущая цена базисной акции; $N(x)$ – вероятность того, что отклонение будет меньше в условиях стандартного нормального распределения; K – цена исполнения опциона; r – базисная процентная ставка; $T-t$ – время до истечения срока опциона; σ – волатильность (квадратный корень из дисперсии) базисной акции.

5.3. Варранты

Это ценная бумага, которая дает право покупать пропорциональное количество акций по оговоренной цене в течение определенного промежутка времени, как правило, по более низкой цене по сравнению с текущей рыночной ценой. Кроме этого варранты выступают как свидетельство товарного склада о приеме на хранение определенного товара, т. е. варрант — это товарораспределительный документ, используемый при продаже и залоге товара.

В Гражданском кодексе РФ данный вид свидетельства представлен как: а) *простое складское свидетельство* (ПСС); б) *двойное складское свидетельство* (ДСС). В свою очередь ДСС состоит из двух частей: складское свидетельство и залоговое свидетельство (или «варрант»). Каждая из частей ДСС может обращаться отдельно от другой и в свою очередь является ценной бумагой. Все эти ценные бумаги могут быть использованы при передаче товара на хранение специальной коммерческой организации – товарному складу¹⁶.

Оба вида складского свидетельства являются ценной бумагой на предъявителя и удостоверяют право собственности на товар. Кроме того, двойное складское свидетельство (как и каждая из его

¹⁶ Исторически эти бумаги восходят к складским квитанциям или распискам о приеме вещей на хранение.

частей) может передаваться посредством передаточной надписи. Как известно, ГК РФ предусматривает два типа передаточных надписей: *цессия* (применяется для именных ценных бумаг) и индоссамент (применяется для ордерных).

Отметим следующие различия. Первая часть ДСС, собственно складское свидетельство, удостоверяет право собственности на товар. На первый взгляд может показаться, что эта бумага почти идентична простому складскому свидетельству, но это совсем не так. Кроме того, что простое складское свидетельство – бумага предъявительская, а складское свидетельство как часть двойного складского свидетельства – бумага именная, имеется еще одно кардинальное отличие. Держателю ПСС не требуется никаких дополнительных документов для того, чтобы реализовать свои права собственника товара. Держатель складского свидетельства (первой части ДСС), для того чтобы получить товар, т. е. реализовать права собственника, должен предъявить не только складское свидетельство, но и залоговое свидетельство или какой-либо заменяющий его документ.

Залоговое свидетельство (варрант) удостоверяет, что его владелец имеет право залога на товар, право собственности на который удостоверено складским свидетельством. Таким образом, отделение залогового свидетельства от складского означает, что товар, находящийся на складе, передан в залог. При этом характер обязательства, обеспеченного залогом, не имеет никакого значения. А поскольку распоряжение заложенным имуществом без согласия залогодержателя не правомерно, то и осуществление в полной мере права собственности держателем только складского свидетельства оказывается невозможным до тех пор, пока и залоговое и складское свидетельства не попадут к одному лицу. Простое складское свидетельство не требует эмиссии, регистрации, отчета. Держатель ПСС приобретает право распоряжаться товаром, владея не реальным товаром, а ценной бумагой. Двойное складское свидетельство состоит из собственно складского свидетельства и залогового

свидетельства (варранта); они могут существовать самостоятельно. *Варрант* в качестве самостоятельного звена (ДСС) выступает производной бумагой по отношению к складскому свидетельству. Покупка складского свидетельства без варранта равна покупке любого товара, но обремененного залогом. Что касается порядка обращения, то отметим, что простое складское свидетельство передается путем вручения, а обе части двойного складского свидетельства передаются вместе или порознь путем индоссамента. Отметим, что варрант дает только *право* обмена одной ценной бумаги на другую.

План практического занятия; вопросы, задания

1. Виды производных ценных бумаг на рынке производных финансовых инструментов.
2. Фьючерсные контракты и их предназначение.
3. Сущность хеджирования.
4. Отличительные особенности фьючерсных контрактов, их отличие от форвардных и опционов.
5. Основные направления использования опционов.
6. Модели ценообразования опционов.
7. Виды варрантов и их функции.

Охарактеризуйте сущность и виды сертификатов ценных бумаг.

Каковы функции производных ценных бумаг?

Оцените актуальность фьючерсных контрактов, учитывая их преимущества и недостатки.

На какую динамику курса базисного актива рассчитывают покупатель (держатель) опциона и его продавец?

Охарактеризуйте форвард-контракт, его общность и различия с фьючерсным контрактом.

Опишите причины выпуска депозитарной расписки. Каковы их виды?

Охарактеризуйте ипотечные ценные бумаги и перспективы их развития.

Дайте определение коносаментов.

Охарактеризуйте базисный актив, лежащий в основе опциона.

Назовите и оцените факторы, влияющие на цену опциона.

Оцените механизм использования варрантов.

6. АНАЛИЗ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

6.1. Методы анализа рыночных цен. Технический анализ. Основные принципы технического анализа

Задачей анализа рыночных цен является прогнозирование будущей цены. Применительно к финансовым рынкам такой задачей является прогнозирование цены на тот или иной финансовый актив или инструмент, обращающийся на рынке. Результатом анализа могут быть как значение и уровень цены, так и направление изменения цены на определенный период.

Рыночные цены можно анализировать двумя методами – фундаментальным и техническим. Разделение анализа на эти два метода связано с использованием для задач анализа фундаментальных причин, влияющих на цены, и применением технических способов анализа.

К фундаментальным причинам (факторам) относят экономические и политические условия и причины, воздействующие на цену и/или рынок в целом (например, величина и динамика ВВП, учетной ставки, инфляции, уровень странового риска, рентабельности отрасли или предприятия).

Метод технического анализа состоит из различных технических приемов и способов, в основе которых лежит предположение о том, что в предыдущих изменениях цены заложены причины будущих ценовых изменений. Названные методы призваны дополнять друг друга.

Технический анализ в целом можно определить как метод прогнозирования цены, основанный на математических принципах. Этот метод был создан для чисто прикладных целей (а именно для получения доходов при игре на рынках ценных бумаг). Все методики технического анализа создавались отдельно друг от друга, и только в 70-е годы 20 в. были объединены в единую теорию.

Технический анализ выступает методом прогнозирования цен в условиях изменения динамики рынка за предыдущие периоды времени. Под изменением рынка понимают информацию о ценах, объемах и причинах изменяющейся динамики.

Использование технического анализа основано на следующих принципах.

Учет любого из факторов – социально-экономического, политического или психологического, влияющих на цену/курс.

Цены двигаются направленно. Главной задачей технического анализа является определение трендов, направлений движения на рынке цен/курсов. Существуют три типа трендов – восходящий, или «бычий», нисходящий, или «медвежий» и боковой (движение по горизонтальной плоскости, цена практически не меняется). Все три типа трендов встречаются не в чистом виде, поскольку движение «по прямой» на ценовом графике можно встретить очень редко. Но преобладающий тренд на определенном временном промежутке определить можно. Все концепции технического анализа основаны на том, что направление тренда не изменяется, пока цена не подаст особых сигналов об изменении направления.

История повторяется. Закономерности движения рынка, выявленные в прошлом, проявляются и в настоящем, и в будущем.

Тренд движется по кривой. Цена практически никогда не движется по прямой; после каждого изменения направления существующей тенденции происходит коррекция, или обратное колебание.

Принцип «тайм фреймов» означает зависимость направления тренда от временных интервалов.

При техническом анализе финансового рынка используются следующие методы.

1. Графические – в процессе прогнозирования используются графики изменения цены. Они возникли ранее всех остальных из-за простоты в применении. Подобные методы различаются в зависимости от того, на каком типе графика строятся (например, классические фигуры строятся на линейных либо гистограммных графиках). Особые способы построения ценовых графиков («японские свечи» и «крестики-нолики») привели к развитию отдельных методов прогнозирования только на их основе.

2. Методы, использующие фильтрацию, или математическую аппроксимацию, стали активно использоваться в последнее время вместе с развитием компьютерной техники. Эта группа делится на две основные части – скользящие средние и осцилляторы.

3. Теория циклов. Применяется при анализе циклических колебаний не только цен, но и природных явлений в целом.

Почти все методы технического анализа укладываются в эту классификацию. Например, волновая теория Эллиотта – метод в основном графический, но имеет черты фильтрации и цикличности. Графические методы технического анализа сводятся, в основном, к своевременному обнаружению на графиках движения цен фигур (или сочетаний элементов) или сигналов, свидетельствующих о продолжении существующего тренда или его развороте. На линейных графиках это фигуры (формации) типа: «голова и плечи», «треугольники», «флаги», «вымпелы» и др., пробивание уровней поддержки и сопротивления. На «крестиках-ноликах» – также образование фигур и пробивание линий поддержки и сопротивления. На «японских свечах» (один из самых древних способов графического отражения движения цен) основными индикаторами являются сочетания «свечек», обычно последних трех. Ценность формации (например, «голова и плечи») в том, что она указывает на близящийся перелом повышательного тренда и с ее помощью можно получить минимальную оценку дальнейшего отката цен. Обратная ситуация наблюдается при развитии понижательного тренда. В этом случае соответствующая формация носит название «перевернутая голова и плечи».

Все эти методы очень эффективно работают на практике. Более просты (по крайней мере в использовании) методы, использующие фильтрацию и математическую аппроксимацию, так как их легко можно адаптировать к работе на компьютере, их сигналы точны и недвусмысленны. Другое дело – насколько им стоит доверять. Проблема выбора собственного порядка скользящей средней, подходящего под анализ нужного периода каждого ценового тренда, оказалась настолько важной, что метод стал отдельной ветвью технического анализа.

Рассмотрим скользящие средние. Простая средняя скользящая представляет собой линию (кривую), каждая точка которой представляет собой среднее значение цен за какой-то фиксированный период времени.

Существуют также взвешенные и экспоненциальные скользящие средние, но наиболее широко на практике используются простые, работа с ними приносит наибольший доход. Линия скользящей откладывается прямо на графике движения цены. Общий принцип работы со скользящими средними формулируется так: если линия скользящей находится ниже ценового графика, то ценовой тренд является «бычьим», а если выше, то тренд «медвежий». При пересечении графика цены со скользящей средней ценовой тренд меняет направление. На практике используются сочетания двух, трех скользящих с разным порядком (периодом). При этом, если на графике линия цены перешла среднюю скользящую сверху, то это сигнал к продаже, а если снизу — сигнал к покупке.

Применение скользящих средних эффективно на трендовых рынках, их сигналы всегда запаздывают и при боковом тренде они часто приводят к потерям. Для работы на рынке с преобладанием бокового тренда лучше использовать осцилляторы. Использование семейства осцилляторов — один из наиболее легких и в то же время надежных способов получения прогнозов о дальнейшем движении цены. Особенность осцилляторов в том, что они предвосхищают будущие события, сигнализируя о повороте заранее. Этим они отличаются от скользящих средних, которые всегда отстают от развития событий. Все осцилляторные методы по форме исполнения более или менее похожи друг на друга. В их основе лежат разные формулы, которые, в свою очередь, можно применить к разным порядкам. Изначально осцилляторы строились для ежедневных колебаний цен, сегодня их применяют к любым — как к поминутным, так и понедельным. В отличие от графиков скользящих средних, которые строятся прямо на ценовом графике, осцилляторы обычно располагают отдельно — выше или ниже графика цен. Значение осциллятора может измеряться в процентных, относительных и абсолютных единицах. В зависимости от этого на графике осциллятора строят линии определенных уровней, пересечение с которыми говорит о том или ином состоянии рынка. В основе использования осцилляторных методов лежат понятия перекупленного и перепроданного рынка. Перекупленным рынок

считается тогда, когда цена находится около своей верхней границы, т. е. ее дальнейшее повышение невозможно. Перепроданный рынок характеризуется такой низкой ценой, что на данный момент ее дальнейший спад невозможен. Другим важным индикатором является расхождение (дивергенция) между направлениями цены и кривой осциллятора. Расхождение – сигнал о повороте. К наиболее известным и важным осцилляторам можно отнести: осцилляторы, основанные на цене (Момент, Норма Изменения, Индекс Относительной Силы, Стохастические Линии), и осцилляторы, рассчитываемые с использованием изменения объема торговли (Накопление Объема, Денежного Потока). Самый простой способ построения осциллятора называют Моментом. Каждое значение Момента вычисляется как разница между значениями цены через определенный временной интервал:

$$M = P_t - P_x,$$

где P – цена закрытия; t – сегодняшний день; x – x дней назад.

Еще один простейший вид осциллятора – Норма Изменения. Его отличие от Момента в том, что значения вычисляются не как разница, а как частное от деления цены закрытия сегодняшнего дня на цену закрытия несколько дней назад (какой-то фиксированный период), обычно при использовании полученное значение умножают на сто, получается изменение, выраженное в процентах.

Лучше всего использовать осцилляторы при боковых трендах. В противном случае их сигналы могут оказаться преждевременными или вообще ложными.

Волновая теория Эллиотта – одна из старейших теорий технического анализа. Со времени ее создания никто из пользователей не вносил в нее каких-либо заметных новшеств. Наоборот, все усилия были направлены на то, чтобы принципы, сформулированные Эллиоттом, вырисовывались все более и более четко. Теория Эллиотта не столь проста в использовании, но качество прогнозов, получаемых при ее использовании, достаточно высоко. Главное открытие Ральфа Нельсона Эллиотта (1871–1948) состояло в том, что поведение «толпы» – будь то римские рабы или участники биржевой игры – подчиняется характерным законам. По его мне-

нию, социально-массовое психологическое поведение последовательно проходит стадии экспансии, энтузиазма и эйфории, за которыми следуют успокоение, упадок и депрессия. Эта схема прослеживается в различные периоды времени, начиная с нескольких минут и заканчивая веками. Изменения массовой психологии хорошо видны по изменению цен на товары и услуги, ценные бумаги, валюты и промышленные индексы. Основой теории служит так называемая волновая диаграмма. Волна – это ясное различимое ценовое движение. Следуя правилам развития массового психологического поведения, все движения цен разбиваются на пять волн в направлении более сильного тренда, и на три – при движении (коррекции) вниз. Для обозначения пятиволнивого тренда используют цифры, а для противоположного трехволнивого – буквы. Каждое из пятиволнивых движений называется импульсным, а каждое из трехволнивых – коррективным. Волны сочетаясь друг с другом, представляют собой кирпичики для волн гораздо большей протяженности, но имеющих ту же структуру, что и они сами. В основе теории Эллиотта лежит особенным образом формирующаяся волновая диаграмма, соотношения внутри которой задаются коэффициентами Фибоначчи. Эллиott первым подал идею использовать числовую последовательность Фибоначчи для составления прогнозов в рамках технического анализа. Торговая стратегия с ее использованием дает возможность выявлять поворотные точки на рынке. Определив будущие появления максимумов и минимумов любого ценового движения, можно отдать свое временный приказ о продаже или покупке. Риск вступления в сделку снижается до приемлемого уровня, а возможная прибыль увеличивается благодаря тому, что момент принятия решения об открытии торговой позиции рассчитывается очень близко к экстремальным значениям цены. Кроме того, у трейдера возникает возможность не только «поймать» тот или иной пик или спад цены, но и определить уровни приказов о минимизации возможных убытков, т. е. уровень стоп-лосс.

Рассматривая волны с точки зрения биржевой психологии, можно отметить индивидуальные особенности каждой волны.

Волна 1 может быть очень сильна, если представляет собой новое явление (т. е. подъем после длительного спада), или может быть более слабой, когда подобные движения особенной новостью не являются. В любом случае эту волну сопровождает атмосфера некоторой нерешительности: никто не уверен, что предыдущее падение цены уже закончилось, и многие ждут его возвращения. Волна 2 развивается в атмосфере страха. Некоторые игроки считают ее возвратом «медвежьего рынка» и начинают продажи. Эта волна обычно весьма глубока. Волна 3 представляет собой уверенный и сильный подъем цен. Такая волна сопровождается большим объемом торговли и значительным открытым интересом. По ней с наибольшей уверенностью можно идентифицировать пятиволновую диаграмму. Наиболее выгодно заключать сделки именно в это время. Волна 4 хорошо предсказуема, глубина ее обычно невелика. Характеристика рынка: рынок еще достаточно силен, но уже нуждается в отдыхе. Волна 5 выглядит менее впечатляюще, чем волна 3. Даже если она достаточна длинна, объем торговли невелик. При этом наиболее силен ажиотаж у публики, а наиболее информированные «киты» начинают понемногу закрывать «длинные позиции» и ближе к концу открывать «короткие».

Волна А. Околорыночная публика убеждена, что спад всего лишь временный, и продолжают покупать. «Киты» начинают массовые продажи.

Волна В. С рынком творится что-то странное. Движение вверх не удается, и понемногу начинают сдаваться самые убежденные «быки».

Волна С. Почти так же сильна, как волна 3. Многие считают ее подтверждающей новый «медвежий» тренд, другие спешат закрыть убыточные позиции.

Волновая теория Эллиotta доказала свою работоспособность не только при прогнозировании цен на различных рынках, но и при предсказании реальных событий. Последователи этой теории построили даже график экономического развития человечества и проанализировали его. Оказалось, что мы находимся на пике развития и перед нами, возможно, лежат долгие годы депрессии.

Рассмотрим перспективы совершенствования методов анализа и увеличения точности прогнозов. В классическом техническом анализе уже существует несколько направлений, работа в которых обещает увеличение точности прогнозов, снижение риска от сделок, увеличение доходов. Это подбор параметров для уже имеющихся индикаторов, поиск наиболее удачных комбинаций индикаторов, а также создание новых. Работа в этих направлениях активно ведется в США, на родине большинства методов технического анализа. Так, группа Мэррил Линч провела исследование работы на нескольких товарных и финансовых рынках с целью выяснения эффективности работы с применением различных видов скользящих средних и их сочетаний. Было статистически доказано преимущество простых средних скользящих по сравнению с экспоненциальными и взвешенными, а также сочетания двух скользящих с сочетанием порядков 1:4 по сравнению с одиночными и комбинацией трех скользящих. Многие профессиональные трейдеры постепенно приходят к созданию собственных индикаторов, или специфических методов анализа, хорошо адаптированных для конкретного рынка.

Быстрое развитие компьютерных технологий открывает новые перспективы для работ в области прогнозирования ситуаций на финансовых и товарных рынках. Наиболее значительным прорывом в этой области большинство специалистов считают развитие нейрокомпьютинга.

Нейрокомпьютинг – это научное направление, занимающееся разработкой вычислительных систем шестого поколения (нейрокомпьютеров), которые состоят из большого числа параллельно работающих простых вычислительных элементов (нейронов). Элементы связаны между собой и образуют нейронную сеть. Они выполняют единообразные вычислительные действия и не требуют внешнего управления. Большое число параллельно работающих вычислительных элементов обеспечивают высокое быстродействие. В настоящее время разработка нейрокомпьютеров ведется в большинстве промышленно развитых стран. Нейрокомпьютеры позволяют с высокой эффективностью решать целый ряд «интеллектуальных»

задач. Это задачи распознавания образов, адаптивного управления, прогнозирования (в том числе в финансово-экономической сфере), диагностики и т. д. Толчком к развитию нейрокомпьютинга послужили биологические исследования. По данным нейробиологии нервная система человека и животных состоит из отдельных клеток (нейронов). В мозгу человека их число достигает 1010–1012. Каждый нейрон связан с 103–104 другими нейронами и выполняет сравнительно простые действия. Совокупная работа всех нейронов обусловливает сложную работу мозга, который в реальном времени решает сложнейшие задачи.

В настоящее время наиболее массовым направлением нейрокомпьютинга является моделирование нейронных сетей на обычных компьютерах, прежде всего персональных. Моделирование сетей выполняется для их научного исследования, для решения практических задач, а также при определении значений параметров электронных и оптоэлектронных нейрокомпьютеров.

Нейросеть – это компьютерная программа, имитирующая способность человеческого мозга классифицировать примеры, делать предсказания или принимать решения, основываясь на опыте прошлого. Стремительное развитие технологии нейронных сетей и генетических алгоритмов началось лишь в конце 80-х годов, и пока остается уделом немногочисленной группы специалистов, как правило теоретиков в области искусственного интеллекта. Но в России уже начали появляться нейронные сети, хорошо зарекомендовавшие себя на Западе, ведутся разработки собственных программ для прогнозирования самых различных событий. Упрощая, технику применения нейронных сетей для прогнозов на фондовом рынке можно условно разбить на следующие этапы:

подбор базы данных;

выделение «входов» (исходные данные) и «выходов» (результаты прогноза). Входами можно сделать цены открытия, закрытия, максимумы, минимумы за какой-то период времени, статистику значений различных индикаторов (например, индексы Доу-Джонса, Никкей, комбинации курсов валют, доходность государственных ценных бумаг, отношения фундаментальных и технических инди-

каторов и др.), обычно выбирается от 6 до 30 различных параметров. Количество выходов рекомендуется делать как можно меньше, но это могут быть цены открытия, закрытия, максимумы, минимумы следующего дня;

выделение в массиве данных тренировочных и экзаменационных участков;

обучение нейросети: на этом этапе нейронная сеть обрабатывает тренировочные примеры, пытается дать прогноз на экзаменационных участках базы данных, сравнивает полученную ошибку с ответом, имеющимся в примере (базе данных), а также с ошибкой предыдущего этапа обучения и изменяет свои параметры так, чтобы это изменение приводило к постоянному уменьшению ошибки;

введение срока прогноза;

получение значения прогнозируемых данных на выходе нейросети¹⁷.

6.2. Фундаментальный анализ рынков. Три уровня фундаментального анализа

Фундаментальный анализ рынков можно определить как объединение различных способов прогнозирования изменения цен на финансовых рынках с использованием экономических и политических факторов, служащих причиной таких изменений. Данный вид анализа применяется при оценке ситуации с точки зрения политической, экономической и финансово-кредитной политики финансовых структур, бирж, государств. Фундаментальный анализ изучает все факторы, которые могут оказывать влияние на динамику рынка. К таким факторам относятся сведения о работе бирж и финансовых учреждений, учетные ставки, экономический курс различных стран, перемены в политической жизни государств, а также разнообразные сведения и ожидания, способные повлиять

¹⁷ Эрлих А. Технический анализ товарных и финансовых рынков: прикладное пособие / А. Эрлих. М.: ИНФРА-М. 19 с.

на финансовый рынок. Данный вид анализа – это одна из самых сложных и основных частей работы на финансовом рынке. Проводить фундаментальный анализ достаточно сложно, так как одни и те же факторы могут оказывать в различных условиях неодинаковое влияние на рынок. Поэтому способы фундаментального анализа основаны на эмпирических моделях, отражающих взаимосвязи изучаемых факторов с тенденциями цен на финансовых рынках.

В зависимости от уровня изучаемых факторов фундаментальный анализ подразделяется на три уровня.

1. Уровень экономики (макроуровень).

На уровне экономики изучаются факторы, в целом влияющие на экономику отдельного региона или государства.

2. Уровень отрасли (индустрии) – мезоуровень.

Изучаются факторы, определяющие рынок конкретного продукта, лежащего в основе того или иного финансового инструмента (например, для целей анализа облигаций энергетической компании таким продуктом будет являться электроэнергия в определенной стране).

3. Уровень предприятия (микроуровень).

На микроуровне фундаментальный анализ проводится в отношении финансово-экономических показателей деятельности компании, ее системы управления, конкурентной позиции и стратегии бизнеса¹⁸. Фундаментальный анализ используется инвесторами для оценки стоимости компании (или ее акций), которая отражает состояние дел в компании, ее доходность. При этом анализу подвергаются финансовые показатели компании: выручка, чистая прибыль, чистая стоимость компании, обязательства, денежный поток, величина выплачиваемых дивидендов и производственные показатели компании. «Внутренняя стоимость» в большинстве случаев не совпадает с ценой акций компании, которая определяется отношением спроса и предложения на фондовом

¹⁸ Кияница А. С. Фундаментальный анализ финансовых рынков / А. С. Кияница. СПб. : Питер, 2005. 288 с.

рынке. Инвесторов, использующих в своей деятельности фундаментальный анализ, интересуют в первую очередь ситуации, когда «внутренняя стоимость» акций компании превышает цену акций на бирже. Такие акции считаются недооцененными и являются потенциальными объектами инвестиций. Покупая недооцененные акции, инвесторы рассчитывают, что в условиях эффективности рынка цена акций на фондовом рынке будет стремиться к «внутренней стоимости», т. е. в случае недооцененных акций будет расти.

В основе американской школы фундаментального анализа лежит классический труд Бенджамина Грэхема и Дэвида Додда «Анализ ценных бумаг», опубликованный ими в 1934 г. В этой книге впервые было введено понятие «фундаментальный анализ» и дано ему определение как инструменту для предсказания будущих биржевых цен на акции. При этом предметом исследования фундаментального анализа, по мнению авторов, являются «финансовые показатели, доходы и дивиденды компаний, а также состояние окружающей экономики». Сам Грэхем пользовался фундаментальным анализом на практике и был успешным инвестором. Одним из наиболее известных последователей Грэхема, использующих фундаментальный анализ, был Уорен Баффет.

Центральной в фундаментальном анализе является проблема выявления объективно обоснованной «внутренней стоимости» акции для сравнения ее с рыночной ценой. Чтобы определить «справедливую» стоимость акции, чаще всего применяются два основных метода: сравнение с аналогичными предприятиями и метод дисконтированных денежных потоков (DCF). Метод дисконтированных денежных потоков позволяет рассчитать стоимость компании исходя из того, какую прибыль она будет приносить в перспективе. Сначала на основе экспертных оценок определяется размер денежного потока, генерируемого компанией, после чего он сокращается (дисконтируется) на величину так называемой «безрисковой» ставки. Суть метода заключается в том, чтобы оценить прибыль, которую будут получать владельцы компании на

протяжении рассматриваемого периода. Дисконтирование на величину «безрисковой» ставки производится для того, чтобы отразить тот факт, что владельцы акций получат прибыль не в настоящий момент, а в будущем. Под «безрисковой» ставкой понимается размещение денег в наиболее надежных инструментах. Для оценки российских бумаг наиболее часто в качестве этого показателя берется доходность облигаций Евро-30. Считается, что акции будут привлекательны для вложения средств, если приносимая компанией прибыль превышает доход от размещения средств в российских еврооблигациях. После проведенного технического анализа предпочтительно использование фундаментального. Его результаты могут быть позитивными как в долгосрочном периоде, так и для краткосрочных спекулянтов. Действительно, спрос и предложение оказывают определяющее влияние на динамику акций. Но не в меньшей мере серьезное воздействие могут оказать военно-политические события, социальные взрывы, экономические внешние воздействия. Появление неожиданных новостей имеет закономерность: о компаниях с устойчивыми фундаментальными показателями обычно сообщают хорошие новости, что проявляется в их экономической устойчивости. В новостях про фундаментально слабые компании содержится негативная информация: ожидание снижения прибыли, ухудшения финансового положения; о возросшей конкуренции, недостаточной государственной поддержке и о прочих трудностях. Зная такую закономерность, трейдер может получить статистическое превосходство, избегая покупки акций со слабыми показателями и не открывая коротких позиций против акций фундаментально сильных компаний.

6.3. Анализ финансово-хозяйственной деятельности при определении капитала компании

Капиталом компании являются совокупные источники финансирования всех имеющихся в распоряжении компаний активов, обеспечивающих ее деятельность. Источниками финансирования капитала выступают:

уставный капитал (вложения учредителей или акционеров);
нераспределенная прибыль;
заемные средства в форме кредитов, займов, кредиторской задолженности.

Формирование и само наличие капитала связано с затратами, т. е. капитал имеет свою стоимость. Под стоимостью капитала понимается доход, который должны принести инвестиции для того, чтобы они себя оправдали с точки зрения инвестора. Стоимость капитала выражается в виде процентной ставки от суммы капитала, вложенного в бизнес, которую следует заплатить инвестору в течение года за использование его капитала. Инвестором может быть кредитор, собственник (акционер) предприятия или само предприятие. За использование капитала надо платить, и мерой этого платежа выступает стоимость капитала.

Стоимость капитала — это доход, который ожидают получить инвесторы от альтернативных возможностей вложения капитала при сопоставимой величине риска. Например, если компания хочет привлечь средства, то она должна обеспечить доход на них как минимум равный величине дохода, которую могут принести инвесторам альтернативные возможности вложения капитала. Таким образом, стоимость капитала выступает основным критерием оценки экономической эффективности инвестиций.

Ставка дисконта, с помощью которой чистый денежный поток от инвестиций приводится к настоящему моменту времени, это и есть стоимость капитала, который вкладывается в предприятие. Иначе говоря, стоимость капитала предприятия является минимальной нормой рентабельности на инвестиции, учитывающая специфические для данного предприятия риски.

Стоимость капитала рассчитывается как средневзвешенная стоимостей каждого из источников его формирования WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) по следующей формуле:

$$WACC = \sum_i (\text{стоимость } i\text{-го источника капитала}) \times \\ x (\text{доля } i\text{-го источника капитала}).$$

Данные по определению стоимости капитала представлены в табл. 5.

Таблица 5

Определение стоимости капитала

Источник капитала	Стоимость, % годовых	Сумма, млн. руб.	Удельный вес, коэф.	Доходность, % годовых
Обыкновенные акции	18	4,0	0,435	7,830
Нераспределенная прибыль	0	1,2	0,130	0,000
Кредиты	15	2,0	0,217	3,255
Облигационные займы	16	1,0	0,109	1,744
Кредиторская задолженность	2	1,0	0,109	0,218
Сумма	—	9,2	1,000	WACC = 13,047

При определении стоимости капитала необходимо учитывать, что проценты за пользование заемными средствами (кредитами, займами и облигационными займами) относятся на себестоимость, а выплаты акционерам производятся за счет чистой прибыли. Для приведения стоимости заемных средств к сопоставимому виду делается расчет по формуле:

Стоимость заемных средств = %, уплачиваемый кредитору × × (1 – ставка по налогу на прибыль).

Доходность от инвестиций, выраженная в процентах годовых и превышающая стоимость капитала, увеличивает капитал и ценность самой компании. В силу того, что капитал компании полностью направляется на финансирование ее активов, при анализе финансово-хозяйственной деятельности компании с точки зрения инвесторов акцент делается на сопоставлении рентабельности активов со стоимостью капитала:

Рентабельность активов = Чистая прибыль / Средняя стоимость активов × 100 %.

Показатели чистой прибыли и активов берутся за один и тот же период, обычно за год. Превышение рентабельности активов над

стоимостью капитала говорит о способности компании увеличивать собственный капитал и эффективной деятельности в целом.

К факторам, увеличивающим стоимость капитала компании, относятся:

уровень риска операционной и инвестиционной деятельности компании;

структура капитала.

С точки зрения инвесторов, высокая стоимость капитала компании по сравнению с альтернативными вложениями и при условии превышения рентабельности активов над этой стоимостью говорит о перспективности вложений в такую компанию.

План практического занятия; вопросы и задания

1. Методы анализа рыночных цен.
2. Сущность технического анализа: основные принципы.
3. Фундаментальный анализ финансового рынка.
4. Капитал предприятия и его элементы.
5. Три уровня фундаментального анализа.
6. Анализ финансово-хозяйственной деятельности при определении капитала компании.

Оцените инвестиционную привлекательность ценных бумаг.

Назовите основные принципы и цель технического анализа.

Назовите постулаты в области применения технического анализа.

Расскажите об основных графических методах технического анализа.

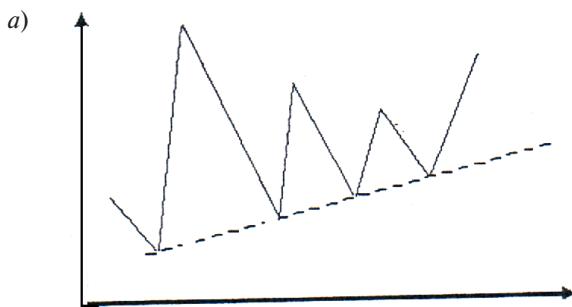
Рассмотрите основные характеристики осцилляторного метода технического анализа.

На представленных графиках (рис. 4, 5, 6) выберите правильный ответ, как называются выделенные пунктиром линии (см. рис. 4); как называется фигура, выделенная сплошной линией (см. рис. 5); назовите точку пересечения, дающую сигнал к продаже акций (см. рис. 6).

На основе каких экономических факторов проводится фундаментальный анализ рынка ценных бумаг?

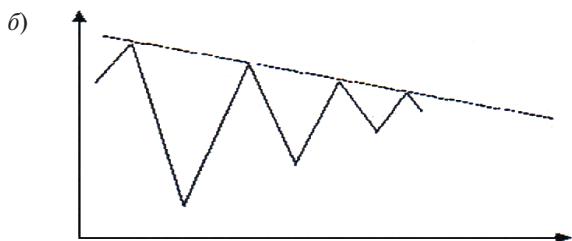
Какие экономические показатели рассчитываются в процессе фундаментального анализа деятельности эмитента?

Прокомментируйте фразу: «Результаты фундаментального анализа становятся товаром фондового рынка».



Ответы:

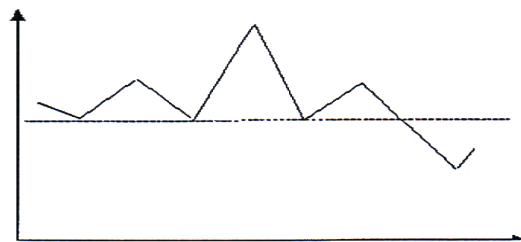
- A. Линия поддержки
- B. Линия сопротивления
- C. Возрастающий тренд цен
- D. Ограничение цен



Ответы:

- A. Ограничение цен
- B. Линия поддержки
- C. Линия сопротивления
- D. Убывающий тренд цен

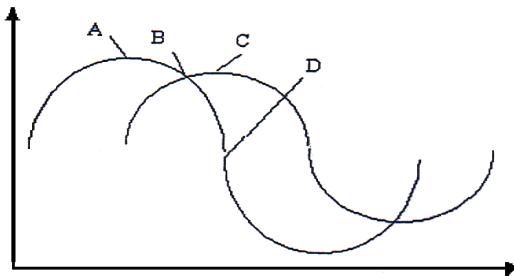
Рис. 4. График изменения цен



Ответы:

- A. «Голова и плечи»
- B. «Перевернутые голова и плечи»
- C. «Двойное дно»
- D. «Убывающий тренд»

Рис. 5. Фигуры изменения цен



Ответы:
 А. В точке А
 Б. В точке В
 В. В точке С
 Г. В точке Д

Рис. 6. Графики цен и скользящего среднего:
 линия ABD – линия цен; линия CD – линия
 скользящего среднего

Какое из перечисленных утверждений не относится к постулатам фундаментального анализа: а) внутренняя стоимость компании может изменяться в соответствии с мнением участников рынка; б) внутренняя стоимость компании может быть определена путем анализа данных о финансовой и производственной деятельности; в) цены акций могут отклоняться от их внутренней стоимости в краткосрочном периоде; г) цена акций приближается к их внутренней стоимости в долгосрочном периоде?

В каких случаях инвесторы отдают предпочтение ценным бумагам при использовании своих средств?

7. БИРЖА И БИРЖЕВАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ. БИРЖЕВЫЕ ИНДЕКСЫ

7.1. Биржи, история их возникновения.

Организационная структура бирж.

Организация и участники биржевых торгов

Фондовые биржи являются непременным институтом рыночной экономики. Они присутствуют во всех странах с развитыми рыночными отношениями. Для оценки значения фондовой биржи в

настоящее время целесообразно ознакомиться с историей развития этого вида института экономического развития¹⁹.

Термин «Биржа» произошел от латинского «Bursa», что означает «кошелек». Возникновение биржи связывают с городом Брюгге в Нидерландах, где в XV в. на площади возле дома купца Ван дер Бурсе собирались купцы из разных стран для обмена торговой информацией, покупки иностранных векселей и других торговых операций без предъявления конкретного предмета купли-продажи. На фамильном гербе купца были изображены три денежных кошелька, что и дало бирже ее название. В отличие от ярмарок и рынков на бирже отсутствует наличный предмет торгов. Биржа – это организованный, регулярно действующий рынок, на котором совершаются торговля ценными бумагами (фондовая), оптовая торговля по стандартам и образцам (товарная) или валютой (валютная) по ценам, официально устанавливаемым на основе спроса и предложения. Первые биржи появились в Италии (Венеция, Генуя, Флоренция), а также в крупных торговых городах других стран. Первой международной биржей, соответствующей новому уровню развития производительных сил, считается биржа в Антверпене. Она была основана в 1531 г., имела собственное помещение, над входом в которое красовалась легендарная надпись, означавшая: «Для торговых людей всех народов и языков». В начале XVII в. наиболее важную роль играла биржа в Амстердаме, которая одновременно являлась и товарной, и фондовой. Здесь впервые появились срочные сделки, а техника биржевых операций достигла достаточно высокого уровня. На этой бирже котировались не только облигации государственных займов Голландии, Англии, Португалии, Испании, но и акции голландских и британских ост-индских, а позднее и вест-индских торговых компаний. В XVIII столетии рост государственной задолженности заставлял совершать сделки, где в качестве товара уже регулярно выступали ценные бумаги. В этот

¹⁹ Рынок: Краткая история Нью-Йоркской фондовой биржи: сокр. вариант / Сост. Петр Д. Баренбойм. Нью-Йорк: Ферст Импрешн Литографик Компани. 1993. 48 с.

период расцветало колониальное хозяйство. Постоянно создавались акционерные общества, доли участия в которых скупались целой армией спекулянтов. Строительство железных дорог в XIX в., а также бурное развитие промышленного производства потребовало развития акций и превращения их в важный финансовый инструмент. Одни из самых крупнейших фондовых бирж мира: Нью-Йоркская, Токийская, Средне-Западная (США), Лондонская, Осакская, Амстердамская, Торонтская, Тихоокеанская (США).

На биржах изначально проходили сделки с товарами, значительно позже – с ценными бумагами. С конца XVIII в. началась деятельность Нью-Йоркской фондовой биржи. Известно, что начало бирже положили 24 дилера, которые обязались заключать сделки преимущественно между собой и зафиксировали размер комиссационных на уровне 1/4 %. Первой компанией, ценные бумаги которой начали обращаться на Нью-Йоркской фондовой бирже, стал в 1791 г. Банк Нью-Йорка. В сохранившихся списках ценных бумаг, обращавшихся на бирже в 1825 г., присутствуют государственные облигации, акции банков и акции единственной промышленной компании. В действительности этот рынок оказался в значительной степени интернациональным; в 1850-х годах иностранцы владели приблизительно пятой частью всех обращавшихся на рынке бумаг, что даже по современным меркам является весьма высоким показателем. На протяжении всей своей прежней деятельности биржа испытывала серьезные колебания, вплоть до временного закрытия.

В 1884 г. компания «Доу-Джонс» впервые начала публиковать индекс курсов акций железнодорожных компаний, а в 1896 г. стал постоянно рассчитываться промышленный индекс Доу-Джонса.

В 1935 г. была учреждена Комиссия по ценным бумагам и биржам, которая провела реорганизацию бирж и провозгласила, что отныне биржевые операции должны соответствовать интересам общества в целом.

В настоящее время Нью-Йоркская фондовая биржа специализируется на торговле ценными бумагами крупных, хорошо известных компаний, поэтому получение листинга (допуска) на этой

бирже рассматривается как привилегия. Другие фондовые биржи, например, электронная система «Автоматизированные котировки Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам» (НАСДАК) и Американская фондовая биржа, специализируются на ценных бумагах новых, менее известных компаний, хотя некоторые крупные высокотехнологичные фирмы, подобные гигантам «Майкрософту», предпочитают котироваться в системе НАСДАК.

Что касается развития биржевой деятельности в России, то своим началом она обязана, в первую очередь, реформам Петра I. Именно он утвердил первую в России биржу, которая с 1705 г. располагалась в Санкт-Петербурге. Петр I организовал эту биржу по примеру Амстердамской и лично определил часы ее работы. Создание таких бирж планировалось по всей стране. Однако петровская Россия была не в состоянии воспринять такой институт как биржа по ряду экономических причин. Поэтому в течение целого столетия петровская биржа оставалась единственной официально признанной в России биржей. Началом же функционирования регулярной биржи в Москве считается 8 ноября 1839 г., так как с этого времени появилось учреждение, которое составило ее представительство и необходимое помещение для биржевых собраний. К 1914 г. в России действовало 115 бирж, где осуществлялась торговля как товарами, так и ценными бумагами. В начале Первой мировой войны официально биржи были закрыты. В период НЭПа биржи были разрешены вновь. Первая биржа советского периода была открыта в Москве 29 декабря 1921 г. Членами Московской товарной биржи (МТБ) являлись государственные учреждения и предприятия, кооперативные организации, а также частные предприятия, платящие промысловый налог. Биржевой комитет избирался на общем собрании членов МТБ, а руководство и наблюдение за деятельностью биржи осуществляли органы Наркомторга. Общее количество бирж в СССР в 20-е годы достигло 100. Основную роль играла МТБ, где имелся фондовый и товарный отделы.

Фондовой биржей может признаваться организатор торговли на рынке ценных бумаг, отвечающий требованиям ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Юридическое лицо может осуществлять деятельность фондовой биржи, если оно является некоммерческим партнерством. Оно не вправе совмещать профессиональную деятельность с иными видами деятельности, за исключением деятельности валютной биржи, товарной биржи (деятельности по организации биржевой торговли), клиринговой деятельности, связанной с осуществлением клиринга по операциям с ценными бумагами и инвестиционными паями паевых инвестиционных фондов, деятельности по распространению информации, издательской деятельности, а также с осуществлением деятельности по сдаче имущества в аренду. Фондовые биржи, являющиеся некоммерческими партнерствами, могут быть преобразованы в акционерные общества. Широко распространено мнение, что фондовая биржа – это бизнес, о котором все говорят, но никто ничего не знает. Биржа ничем не владеет, ничего не продает и ничего не покупает. Если при продаже акций на бирже потеряно или выиграно 100 млн. дол., то сама биржа не теряет и не приобретает ни цента. Это место, где находится рынок, на котором продают и покупают ценные бумаги через своих агентов – брокеров. Статус фондовой биржи определяется состоянием социально-экономического развития общества. Например, в США Нью-Йоркская фондовая биржа – символ американского капитализма.

Кто же является участником торгов на фондовой бирже? Фондовая биржа относится к числу закрытых бирж. Это означает, что торговать на ней ценными бумагами могут только ее члены. По российскому законодательству членами фондовой биржи являются любые профессиональные участники РЦБ. Членами российских фондовых бирж являются, как правило, юридические лица. В зарубежной практике существует разное отношение к категории членов фондовой биржи. В США предпочтение отдают физическим лицам, в Японии и Канаде – юридическим лицам. В большинстве стран не делается различия между физическими и юридическими лицами – членами биржи.

Рассмотрим деятельность фондовой биржи и порядок допуска ценных бумаг к торгам. В современных условиях значимыми

конкурентами бирже выступают коммерческие и инвестиционные банки, превращающиеся в расчетные центры и центры торговли фондовыми активами. Все более активными становятся новые механизмы и технологии, формы организации внебиржевого оборота с использованием компьютерной техники и каналов связи. В некоторых странах мира во внебиржевом обороте находится значительная часть ценных бумаг. Так, альтернативой биржевому рынку в США выступает Система автоматической котировки Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (НАСДАК). Она образовалась как междилерский рынок зарегистрированных, но не котирующихся на бирже ценных бумаг. В Канаде функционирует система внебиржевой автоматической торговли (СО – АТС).

В России также имеется тенденция перемещения акцента с биржевой на внебиржевую форму торговли ценными бумагами (например, торговая сеть Сбербанка России, внебиржевой рынок коммерческих банков, электронные рынки (Интерфакс – Диллинг) и т. д.). При этом отметим, что внебиржевой рынок делится на организованный и неорганизованный. Организованный рынок имеет много общего с биржевым, его структуры имеют лицензию, дающую право выступать в качестве организатора торговли ценными бумагами. До недавнего времени самой крупной внебиржевой системой в России была Российская торговая система (РТС), которая впоследствии получила статус биржи.

Некоммерческое партнерство РТС в конце 2004 г. учредило ОАО «РТС», создав свою дочернюю площадку.

7.2. Товарные, валютные и фондовые биржи.

Мировые центры биржевой торговли.

Российские фондовые биржи

Биржевая торговля характеризуется высокой концентрацией оборотов по странам и биржам. Подавляющая часть биржевого оборота сосредоточена в ведущих торговых и финансовых центрах мира – США, Великобритании и Японии. На них приходится до 98 % объема биржевых сделок с товарами в стоимостном выражении.

нии. На товарных биржах также ведется фьючерсная и опционная торговля ценностями, валютами, процентными ставками и т. п. Формирование центров биржевой торговли обусловлено действием целого ряда факторов. Среди них важнейшими являются наличие достаточных финансовых ресурсов, развитие средств связи и другой инфраструктуры, удобство географического положения, благоприятное законодательство в части налогового и валютного регулирования. Назовем крупнейшие биржи мира. Например, товарная биржа «Чикаго Борд оф Трэйд». На ней заключаются сделки с контрактами на пшеницу, кукурузу, овес, соевые бобы, серебро, золото, а также на государственные ценные бумаги, банковские депозиты. Крупнейшая по величине биржа мира – «Чикаго Меркэнтайл Эксчэйндж». Собственно товары составляют сравнительно небольшую часть ее оборота. Выделяется по обороту биржа «Нью-Йорк Меркэнтайл Эксчэйндж». По объему сделок с товарами эта биржа сопоставима с «Чикаго Борд оф Трэйд». Крупнейшие биржи Европы: Лондонская биржа металлов (алюминий, медь, свинец, цинк, никель); Лондонская международная нефтяная биржа (мазут, дизельное топливо, нефть); Парижская биржа «МАТИФ».

В отличие от международных, региональные биржи обслуживают преимущественно рынки нескольких стран. Так, «Болтик фьючерс Эксчэйндж» в Лондоне ведет торговлю сельскохозяйственной продукцией и ориентирована в основном на рынок стран ЕЭС. Существуют национальные биржи. Они обслуживают интересы торговли и промышленности только страны своего местонахождения. Среди них – бразильские, некоторые американские, японские. Крупнейшей японской биржею является Токийская товарная биржа, оборот которой определяется многими миллионами контрактов.

За последние несколько лет в структуре российского финансового и фондового рынков произошли колоссальные изменения. Их развитие сопровождалось появлением новых финансовых инструментов, усложнением институциональной структуры, повышением рыночной ликвидности и капитализации. Серьезные изменения в организационных структурах мирового и российского рынков в

первую очередь затронули системы организации биржевых торгов, которые стали полностью электронными. Создана надежная и развитая инфраструктура, обеспечивающая широкие возможности для торговли как ценными бумагами, так и их производными, чего нельзя сказать о сырьевых и товарных рынках РФ.

Россия занимает существенные рыночные доли по большинству добываемых и производимых товаров и ресурсов, и в этой связи стали создаваться биржевые центры по торговле как реальными товарами и ресурсами, так и производными инструментами. Опыт большинства развивающихся рынков говорит о том, что динамика роста оборотов на внутренних биржевых площадках значительно опережает аналогичные «мировые центры». Кроме того, исходя из логики развития экономических отношений, специалисты неоднозначны в решении вопроса: по какой причине биржевые центры сосредоточились в странах, несомненно развитых, но не имеющих ни собственной ресурсной базы, ни возможностей для производства большинства торгуемых товаров. Показательно, что в абсолютных цифрах среднедневной объем торгов фьючерсными контрактами только одного типа (Crude Oil Light Sweet) и только на NYMEX (Нью-Йорк) в 5 раз превосходит среднедневной объем мирового производства сырой нефти, а дневной объем торгов сортом Brent на ICE (Лондон) в 30 раз превосходит объем дневной добычи нефти Великобританией. И это при том, что ни одна из этих держав не является ни производителем, ни местом залегания этих ресурсов. Очевидно, что являясь крупнейшим производителем и поставщиком сырьевых ресурсов на мировой рынок, Россия должна иметь собственные биржевые товарные рынки.

Назовем основные фондовые биржи России. Московская биржа ММВБ–РТС, возникшая в декабре 2011 г. в результате объединения конкурирующих на тот момент рынков – Московской Межбанковской Валютной Биржи и Российской Торговой Системы (ММВБ и РТС). Объединенная площадка ММВБ–РТС стала универсальной биржей и теперь предоставляет доступ к торговам абсолютно всеми биржевыми инструментами, а также является лидером по торговым оборотам в стране (торги на других пло-

ках практически нулевые). Система обслуживает 6 рынков: фондовый, срочный, валютный, денежный, товарный и внебиржевой. В свою очередь фондовый рынок делится на сектора (табл. 6).

На сектор «Основной рынок» приходится более 80 % торгов акциями и более 99 % торгов облигациями. Именно данный сектор

Таблица 6

Структура фондового рынка

Характеристики	Сектор «Основной рынок»	Сектор «Standard»	Сектор «Classica»
Торгуемые инструменты	Акции, корпоративные и государственные облигации, паи, депозитарные расписки	Акции, паи	Акции
Основная валюта	Рубли	Рубли, Доллары США	Доллары США
Способ расчетов	T + 0 или ППП (поставка против платежа), т. е. торговые инструменты появляются на счете инвестора в тот момент, когда были списаны деньги	T + 4, т. е. инструменты появляются на торговом счете на четвертый день после покупки	T+4
Размер платежа	100 % стоимость приобретаемого инструмента	12-25 % от суммы предполагаемой сделки, остальная часть списывается в день T +4, когда купленные инструменты поставляются на счет инвестора	12-25 %

является центром образования ликвидности на отечественные ценные бумаги и главной торговой площадкой для иностранных инвестиций в акции компаний РФ. На срочном рынке ФОРТС обращаются производные финансовые инструменты – опционы и фьючерсы на акции, фондовые индексы, облигации, валютные пары и товарные контракты. Самым высоколиквидным инструментом ФОРТС является фьючерс на индекс РТС. На валютном рынке обращаются доллар США, украинская гривна, евро, белорусский рубль, казахский тенге, китайский юань, бивалютная корзина, а также валютные свопы. Денежный рынок обслуживает операции с государственными облигациями. Помимо этого здесь проводятся аукционы ЦБ РФ по предоставлению краткосрочных кредитов без обеспечения и др. Товарный рынок ММВБ–РТС пока недостаточно развит, сделки с товарами в основном проходят на Санкт-Петербургской Бирже.

Санкт-Петербургская Биржа (ФБ СПб) предлагает доступ к торгу в основном товарными фьючерсами, здесь формируются российские цены на пшеницу, кукурузу, дизельное топливо, хлопок, соевые бобы. На валютной бирже в Санкт-Петербурге проходят торги долларом США и евро, а также осуществляется вторичное обращение облигаций субъектов РФ, торговля межбанковскими кредитными средствами и др. На Московской ФБ проводятся торги фондовыми и товарными инструментами, торги по банкротству, а также другие аукционы и конкурсы.

7.3. Важнейшие мировые фондовые индексы и их статистика. Российские индексы

При совершении операций с ценными бумагами важно знать динамику курсов их конкретных видов, правильно оценивать воздействие всех факторов, влияющих на динамику. Оценкой финансового положения и состояния менеджмента компаний, которые во многом определяют курсы их акций и облигаций, занимаются специалисты-аналитики, объединенные в особые независимые коммерческие организации. Используемые ими методы представ-

ляют собой «ноу-хай» и чаще всего до конца не раскрываются. Для оценки влияния спроса и предложения на курсы ценных бумаг применяются методы эконометрики, оценивается эластичность отдельных курсов по конкретным факторам спроса и предложения. Определение конъюнктуры рынка затруднительно, так как число листинговых акций, а потому число их курсов, составляющих биржевую конъюнктуру, может быть очень большим. Необходимо в этой связи произвести отбор наиболее представительных акций. Впрочем, если число акций оказывается малым, то и в этом случае суждение о состоянии конъюнктуры может оказаться затруднительным.

Рассмотрим пример, в котором сравниваются по предпочтительности с точки зрения тех, кто играет «на повышение», три конъюнктуры по курсам двух акций (табл. 7).

Таблица 7

Конъюнктура рынка акций

Акции	Конъюнктура		
	1	2	3
1	8	11	9
2	12	9	13

Так, при конъюнктуре 3 цена выше, чем при 1. Поэтому конъюнктура 3 более высокая, чем 1. Что касается сравнения 1 и 2, а также 2 и 3, выводы не столь однозначны. Как поступить в данном случае?

Оценка конъюнктуры рынка возможна с помощью индексов. Биржевые индексы обычно рассматриваются как взвешенная среднеарифметическая величина, отражающая относительное и абсолютное изменение цен акций тех компаний, которые образовали «корзину» индекса.

Следовательно, биржевой индекс – некий статистический показатель, который применяется для оценки изменений курсов какого-то определенного или ограниченного набора акций.

Индексы – это укрупненные показатели-индикаторы, отражающие состояние и основные тенденции развития рынка ценных бумаг. Кроме того, сам фондовый индекс можно рассматривать как некую производную ценную бумагу. Имеется в виду весьма распространенная на западных рынках практика торговли фьючерсными контрактами на значение индекса.

Биржевая практика создала много индексов. Исторически первым и наиболее известным из них является индекс Доу-Джонса, предложенный в 1886 г. Чарлзом Х. Доу и Эдуардом Д. Джонсом. Данный индекс представляет систему четырех самостоятельных индексов: Промышленного, Транспортного, Коммунального, Комплексного.

Все они формируется на основе цен на акции компаний-лидеров соответствующих отраслей экономики на Нью-Йоркской фондовой бирже. Наиболее известным является промышленный индекс; он рассчитывается по акциям 30 самых крупных промышленных компаний США.

Ввиду тесной и «мгновенной» электронной связи между большинством крупных фондовых бирж мира индексы Доу-Джонса (Д-Д) фактически отражают конъюнктуру всего мирового бизнеса.

Каждый из индексов Д-Д представляет собой сумму цен акций, точно фиксированных АО и поделенных на некоторый корректирующий делитель. Размерность этого индекса достаточно специфична. Она может быть выражена в процентах от номинальной стоимости акций. Но не все акции имеют номинальную стоимость, поэтому существует другой способ выражения их курсов – в валюте за единицу ценной бумаги. Этот способ наиболее распространен. Индекс Д-Д отличается простотой исчисления, которая сочетается с достаточно четким реагированием на всякого рода колебания биржевых курсов и особенно на биржевые кризисы (беспрецедентное падение за 1 день 19.10.82 г. на 508,32 пункта и 27.10.1997 г. – на 554 пункта).

Целесообразность ориентации на индекс Доу-Джонса, определяется решением следующих трех вопросов.

Как определить приоритетные компании, на базе которых исчисляется Д-Д?

Почему в формуле Д-Д фигурирует сумма курсов акций (а не «взвешенная», например, сумма)?

Какова роль корректирующего делителя, как он вычисляется?

В американской практике используется листинг 30 наиболее крупных промышленных компаний («группа 30»). Список систематически обновляется, но достаточно медленно. Это предприятия с достаточно устойчивыми доходами и с большим акционерным капиталом занимают лидирующие места в отрасли, и движение акций характеризуют те или иные особенности американской промышленности. Учитывая стабильность экономического состояния «группы 30», ограниченность данной совокупности, предполагается, что в расчете индекса Д-Д арифметическое значение суммы цен акций может измениться, но сама биржевая конъюнктура непосредственно затронута не будет. Чтобы эти изменения не влияли на индекс Д-Д, изменения арифметической суммы компенсируются корректирующим делителем. Формула индекса Д-Д:

$$I_{\text{д-д}} = \Sigma P : K,$$

где P – цена (курс); K – корректирующий делитель.

Пример. Предположим, что изменился список Д-Д (число компаний, либо номинальная стоимость), тогда:

$$P \Rightarrow P + \Delta; \quad K \Rightarrow K + \Delta.$$

Поскольку речь идет о той же самой биржевой конъюнктуре, то новый индекс должен быть равен:

$$P : K = (P + \Delta) : K + \Delta,$$

где $K + \Delta$ – новое значение корректирующего делителя.

Из пропорции следует: $K + \Delta = (P + \Delta)K : P$.

В историческом плане корректирующий делитель индекса Д-Д имеет тенденцию к понижению. Так, в 1981 г. он равнялся 1,314; в 1994 г. – 0,444. В последнее столетие пик конъюнктуры пришелся на октябрь 1929 г., а затем – крутой кризисный спад в октябре 1997 г., в январе 2001 г. и далее.

Индекс Д-Д имеет характер текущей экспресс-информации. В течение биржевого дня он фиксируется 7 раз: при открытии Нью-йоркской фондовой биржи, в 10.00, 12.00, 13.00, 14.00, 15.00 и на момент закрытия биржи.

К наиболее значимым и популярным в мире относятся и такие индексы: «Стандарт энд Пуэрс-500», «Стэндард энд Пуэрс-100»,

MM I, Nikkei-225, DAX, Hang Seng , BUX, PX50, WIG20 и др. «Индекс Авеню» разработан американской компанией. Это показатель суммированного курса целевого портфеля, состоящий из ценных бумаг ведущих компаний Европы, Америки, Азии и России (в январе 1995 г. новая ценная бумага с номиналом 200 долларов – «Индекс Авеню» – поступила на российский рынок). «Индекс Авеню» обеспечен ценными бумагами, эмитированными в этих странах (на 60–70 % от суммы портфеля). Выпуск осуществляется траншами со сроком обращения 3 месяца. Котировка индекса рассчитывается на основании результатов проводимых торгов на фондовых биржах стран мира по входящим в портфель ценным бумагам. Для поддержания его курса в портфель включены высокодоходные и ликвидные ценные бумаги, а также инвестируется часть прибыли от продажи «Индекса Авеню» и от операций с ценными бумагами. Он позволяет привлекать средства населения России и западных инвесторов для вложения в государственные ценные бумаги, выводить российские ценные бумаги на западный рынок.

В России индекс курсов ценных бумаг стали определять многие фондовые биржи, консалтинговые компании, ассоциации коммерческих банков. Но нет еще подобного индексу Д-Д, который получил бы всеобщее признание. На российском фондовом рынке одним из первых стал применяться индекс, рассчитываемый АО «АК&М» (с 1 сентября 1993 г. значение индекса на этот день – 1000). Он рассчитывается для различных видов ценных бумаг: индекс банковских акций (10 крупнейших банков), отраслевые индексы акций, сводный индекс. Для расчета индекса формируется специальный список компаний (листинг), курсы акций которых адекватно отражают положение дел в соответствующих отраслях хозяйства и на рынке ценных бумаг. Методика расчета: определяется отношение суммарной рыночной капитализации всех компаний, входящих в листинг, на текущий день и ее значение на базовую дату. Рыночная капитализация по каждой из включенной в листинг компаний определяется, исходя из числа находящихся в обращении размещенных обыкновенных акций. Отметим, что данный индекс показывает лишь общие тенденции, господствующие на рынке.

Сравнивая на данном этапе движение курсовой стоимости акций с динамикой индекса, можно сделать вывод о приоритетности инвестирования капитала в различные ценные бумаги. В настоящее время исчисляются три индекса «АК&М»: сводный, промышленный и финансовый. При расчетах используется около 1200 котировок, ежедневно поступающих в базу данных агентства «АК&М» от 500 профессиональных участников рынка ценных бумаг из различных регионов. При расчете котировальной цены учитываются только те виды бумаг, по которым имеется не менее трех котировок на продажу и не менее трех котировок на покупку. Котировальная цена определяется как простая средняя из лучших 25 % цен на покупку и на продажу.

Семейство индексов Интерфакса представлено тремя индексами: банковским, предприятий цветной металлургии и компаний нефтегазового комплекса. В выборку включены акции, которые котируются на фондовом рынке не менее пяти месяцев. При расчете индекса нефтегазового комплекса выбираются компании, которые обеспечивают добычу и переработку более 50 % продукции этого комплекса. На основе этих индексов рассчитывается сводный индекс Интерфакса.

Индекс РТС является единственным официальным индикатором Российской Торговой Системы (РТС). Индекс рассчитывается один раз в 30 минут в течение всей торговой сессии, начиная с 12-00 (значение открытия) и заканчивая в 18-00 (значение закрытия). Рассчитывается индекс в двух значениях – валютном и рублевом. Индекс (валютное значение) на расчетное время рассчитывается как отношение суммарной рыночной капитализации акций, включенных в список для расчета индекса, к суммарной рыночной капитализации этих же акций на начальную дату, умноженное на значение индекса на начальную дату.

Начальное значение индекса: 100 на 1 сентября 1995 г. Рублевое значение индекса РТС определяется как произведение валютного значения индекса на коэффициент, рассчитанный как отношение текущего значения курса рубля к доллару США к начальному зна-

чению. Список акций для расчета индекса состоит из акций, входящих в котировальные листы первого и второго уровней, а также акций, отобранных Информационным комитетом на основе экспертной оценки. Экспертная оценка основана на использовании целого ряда характеристик:

капитализация, рассчитанная по цене лучшего предложения на покупку;

среднедневной объем торгов;

частота заключения сделок;

наличие спроса и предложения;

наличие спреда;

иные факторы, влияющие на ликвидность акций.

Список для расчета индексов РТС пересматривается не чаще, чем один раз в три месяца. В 2005 г. методика расчета индекса была изменена – он стал рассчитываться в реальном времени, что позволило в FORTS (секция срочного рынка в РТС) запустить торговлю фьючерсным контрактом на индекс РТС, а впоследствии и опционов. В декабре 2011 г. РТС была объединена с ММВБ. В результате слияния была образована «Московская биржа».

Самый представительный размер списка в российских индексах – у индекса Интерфакс. Индекс деловой активности АМ-Ь – индикатор общего состояния российской экономики. Индекс публикуется ежемесячно Ассоциацией менеджеров и Издательским домом «Коммерсантъ».

Индекс деловой активности рассчитывается на основании 26 официальных отраслевых показателей и 17 оценочных показателей, полученных опросом ведущих предприятий РФ. Значение индекса на 1 января 2001 г. принято за 100.

В структуре индекса выделяются и имеют самостоятельное значение:

промышленный индекс;

торговый индекс;

финансовый индекс;

индекс ресурсной базы;

потребительский индекс;

индекс предпринимательских оценок и ожиданий.

Индекс деловой активности характеризует изменения экономической конъюнктуры в различных отраслях экономики.

Индекс ММВБ – основной индикатор российского фондового рынка — рассчитывается с 22 сентября 1997 г. (базовое значение 100 пунктов) и представляет собой ценовой, взвешенный по рыночной капитализации композитный фондовый индекс, включающий 30 наиболее ликвидных акций крупнейших и динамично развивающихся российских эмитентов, виды экономической деятельности которых относятся к основным секторам экономики, представленных на Фондовой бирже ММВБ (ФБ ММВБ). Индекс ММВБ 10 – самый простой российский фондовый индекс. Рассчитывается по ценам 10 наиболее ликвидных акций, обращающихся на ММВБ. Данный индекс не взвешивает компании по капитализации с учетом free-float (акций в свободном обращении), а рассчитывается вычислением простого среднего арифметического цен акций так, как происходит расчет американского индекса Dow Jones Industrial Average.

Индекс корпоративных облигаций ММВБ (MICEX CBI) представляет собой взвешенный по объемам выпусков индекс облигаций корпоративных эмитентов, допущенных к обращению на Фондовой бирже ММВБ. Индекс рассчитывается с 1 января 2003 г. (базовое значение 100 пунктов). Для расчета индекса и включения облигаций в базу расчета учитываются сделки, заключенные в режиме основных торгов и в режиме переговорных сделок со сроком исполнения до трех дней (используемые коды расчетов — Т0, В0-В3). Расчет индекса производится по трем методикам: совокупного дохода (*total return*), «чистых» цен (*clean price*) и «валовых» цен (*gross price*).

Виды индексов государственных облигаций России: ММВБ (RGBI); валовый ММВБ (RGBI-g); совокупный доход ММВБ (RGBI-tr).

Индекс государственных облигаций ММВБ (RGBI) рассчитывается совместно агентством Reuters и ММВБ; история индекса

ведется с 31 декабря 1997 г. — на эту дату значение индекса принято за 1000.

Индекс RMX взвешен по капитализации. Он является интегральным, в его расчете используются данные с трех торговых площадок (ММВБ, РТС, МФБ). Данный индекс рассчитывается в режиме реального времени (при появлении каждой новой сделки). Индекс рассчитывается как в долларах, так и в рублях. Впрочем, этот индекс оказался не востребован участниками рынка. Сейчас его данных в российском интернете нет, и скорее всего REUTERS прекратила его расчет.

MT-Index — индекс газеты «The Moscow Times» рассчитывается и публикуется по рабочим дням с 1 сентября 1994 г. Индекс рассчитывается агентством «Скейт-пресс». Индекс MT представляет собой капитализационный индекс и рассчитывается по методике среднеарифметического взвешенного значения.

Группа ASP-индексов, рассчитываемая агентством «Скейт-пресс», представляет собой капитализационные индексы. Наряду с общим индексом ASP-General рассчитываются следующие индексы: финансовый — индустриальный, нефтегазовый, торговый, металлургический и т. п. — всего около 30 отраслевых индексов, рассчитываемых и публикуемых по рабочим дням. Индексы АК&М рассчитываются консультационным агентством АК&М. Три основных индекса рассчитываются и публикуются с 1 сентября 1993 г. Они являются одними из первых российских индексов рынка ценных бумаг. С 1 февраля 1995 г. индекс рассчитывается ежедневно. Существуют несколько индексов АК&М: сводный индекс, индекс акций банков, промышленных предприятий и т. п. — всего 12 отраслевых индексов. Между собой индексы отличаются только списком эмитентов и являются капитализационными. В июле 1998 г. было объявлено о введении общероссийского фондового индекса РТС-Интерфакс. Однако его появление было настолько дружно проигнорировано всеми информационными изданиями и агентствами, что общероссийским его можно назвать с большой натяжкой. Индекс IFX-Cbonds совместно рассчитывается и продвигается агентствами «Интерфакс» и «Cbonds.py», является право-

преемником индекса RUX-Cbonds. База расчета – 30 наиболее ликвидных корпоративных облигаций.

Приведем в табл. 8 основные характеристики некоторых индексов деловой активности на российском рынке ценных бумаг.

Таблица 8

Индексы деловой активности

Характеристики	AK&M	РТС	Интерфакс	MT-Index
Универсальный	Y	Y	Y	Y
Размер списка индекса	50	24	65	50
Метод взвешивания	Рыночный	Рыночный	Рыночный	Рыночный
Базовая дата	01.09.93 г.	01.09.95 г.	01.12.94 г.	01.09.94 г.
Базовое значение индекса	1000	100	100	100

В России получил распространение индекс курсов, рассчитанный компанией «Соболь». Он определяется на основе объективных и субъективных критериев. Объективные – критерии общего характера (АО должны быть резидентами РФ, иметь рыночную историю, акции могут быть приобретены иностранцами, иметь устойчивые финансово-экономические показатели и должна быть открытая информация об акциях эмитента). Субъективные – оценка экспертом, определенный рейтинг. Для расчета данного индекса используются сведения по 20 эмитентам.

Фондовый индекс журнала «Коммерсантъ» рассчитывается как средневзвешенная арифметическая. Он равен стоимости гипотетического инвестиционного портфеля, при формировании которого все средства были равномерно распределены между входящими в него акциями. Индексы ДЭК – индексы еженедельника «Деловой экспресс» ДЭК-1 и ДЭК-2. Индекс ДЭК-1 представляет собой прогноз недельного изменения цены конкретной акции, сделанный на базе вероятностной математической модели движения

курсов. Основное свойство ДЭК-2 – высокая чувствительность к рыночным тенденциям, вызывающим ценовые скачки, переломы трендов, ускоренное движение курсов. Для его расчета производится отбор 15 наиболее торгуемых ценных бумаг в секторе на начало очередного квартала при обязательном условии их непрерывного присутствия в списке 30 наиболее торгуемых ценных бумаг в течение предыдущего квартала. Назовем еще один объемный индикатор – баланс объемов OBV (On–Balance Volume). Это сумма объемов продаж, рассчитанная нарастающим объемом. Рост OBV означает появление «бычьего» рынка; его снижение – появление «медвежьего» рынка. Объемно-ценовой индикатор VPT (Volume Price) можно назвать «OBV, взвешенный по приросту цен». Индикатор Чайкина (аккумуляция и распределение) предназначен для идентификации сильного или слабого рынка. Ежедневно объем торговли умножается на отношение разницы между ценой закрытия и максимальной ценой к величине диапазона изменения цен за день. Интересна практика изменения доходности индексов по дням недели. Называя разные причины, но больше психологические, отмечают рост индексов в конце рабочей недели (пятница) и снижение в начале недели (для одних стран это понедельник, для других – вторник или среда, как, например, для России).

План практического занятия; вопросы и задания

1. Роль фондовой биржи в организации рынка ценных бумаг. НП РТС и ОАО «Фондовая биржа РТС».
2. Принципы деятельности фондовых бирж.
3. Котировка и определение курса ценных бумаг.
4. Основные виды биржевых сделок, биржевые индексы.
5. Доходность индексов по дням недели. Эффект «выходного дня».

Выберите правильный ответ на следующие вопросы.

1. В какой форме создается фондовая биржа?

Ответы: а) АО; б) ООО; в) некоммерческого партнерства (НП); г) саморегулируемой организации; д) некоммерческого партнерства и акционерного общества (АО).

2. Правомерно ли утверждение, что ценные бумаги в процессе размещения и обращения, прошедшие предусмотренную законом процеду-

ру эмиссии и листинга, допускаются к обращению на бирже в соответствии с ее внутренними документами?

Ответы: а) правомерно; б) неправомерно в части соответствия внутренним документам биржи; в) неправомерно.

3. Можно ли совершать на бирже сделки с ценными бумагами, не включенными в список обращающихся на фондовой бирже ценных бумаг?

Ответы: а) ситуация возможна в рамках закона о некоммерческих организациях; б) ситуация невозможна; в) сделки совершать можно в порядке, предусмотренном внутренними документами биржи.

4. Ценные бумаги, выпущенные иностранными эмитентами, могут быть допущены к обращению на территории России после соответствующей регистрации. Какая организация регистрирует выпуски ценных бумаг иностранными эмитентами?

Ответы: а) ЦБ России; б) Министерство финансов; в) иной орган.

5. Согласно теории эффективности рынка рыночная цена точно и своевременно отражает всю известную информацию и ожидания участников рынка. Согласны ли вы с утверждением, что прошлые данные никак не могут повлиять на будущие цены и, следовательно, их изучение с помощью фундаментального и технического анализа совершенно бесполезно?

6. «Сезонные» циклы в доходности обыкновенных акций, фьючерсов, облигаций. Как проявляется «эффект понедельника» («эффект выходного дня») на мировых фондовых рынках? В чем проявляется «эффект среды», или национальная черта российского рынка ценных бумаг?

7. Раскройте экономическое содержание формулы доходности акций за торговый период:

$$\Delta_t = (\Pi_{\text{закр.}t} - \Pi_{\text{закр.}t-1}) : \Pi_{\text{закр.}t-1},$$

где $\Pi_{\text{закр.}t}$ — уровень закрытия индекса РТС в день t ; $\Pi_{\text{закр.}t-1}$ — уровень закрытия индекса в день, предшествующий дню t (обозначения авторов).

8. ОСНОВЫ СИСТЕМНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

8.1. Биржевые (инвестиционные) операции

Системный подход к инвестированию заключается в раскрытии целостности этого процесса, в выявлении многообразия взаимосвязей составляющих его элементов. Наиболее полно и четко такой подход проявляется в модели оптимального инвестиционного портфеля. На практике он находит свое выражение в большей или меньшей обоснованности вложений и таких операциях, как игра,

спекуляция, хеджирование, стратегическое портфельное инвестирование. Инвестор, который превыше всего ставит максимизацию доходности, является игроком (агрессивным спекулянтом). Классическими примерами являются игры на «понижение» курса ценной бумаги («медвежий рынок») и «повышение» («бычий рынок»). Основное различие между спекуляцией и хеджированием с одной стороны и игрой с другой состоит в приемлемом уровне риска и в технологии проведения операций. Классическое хеджирование заключается в том, что продавец (покупатель) базового актива на наличном рынке заключает на срочном рынке сделку противоположного характера, т. е. на покупку (продажу). Таким образом, при любом развитии событий хеджер по одному из контрактов обязательно выиграет. В отличие от хеджера спекулянта не интересует реальные активы – его интересуют лишь «скачки» цен на финансовые инструменты. Он довольствуется получением премии. Прогнозируя «бычий» рынок базового актива, спекулянт покупает опционы «колл» на этот актив, а в ожидании «медвежьей» тенденции – опционы «пут».

Инвестиционные операции – это деятельность по вложению (инвестированию) денежных и иных средств в ценные бумаги, рыночная стоимость которых способна расти и приносить доход в форме процентов, дивидендов, прибыли от перепродажи и других. Цели проведения инвестиционных операций:

расширение и диверсификация доходной базы банка или акционерного общества;

повышение финансовой устойчивости и понижение общего риска за счет расширения видов деятельности;

обеспечение присутствия банка или акционерного общества на наиболее динамичных рынках (в первую очередь на организованном фондовом рынке и различных его сегментах), удержание рыночной ниши;

расширение клиентской и ресурсной базы, видов услуг, оказываемых клиентам, посредством создания дочерних финансовых институтов;

усиление влияния на клиентов (через контроль их ценных бумаг).

Основные принципы инвестирования. К основным принципам инвестирования относятся:

принцип «время—деньги»;

инвестирование в разные отрасли, а не в одну;

исключение попыток рассчитывать на биржу по времени.

Несмотря на это инвесторы, даже зная об этих принципах, иногда не следуют им, особенно когда рынок становится волатильным, и совершают одну или несколько из обычных шести ошибок.

1. *Волатильность, вызывая беспокойство, притупляет осторожность.* В большинстве случаев, когда говорят об инвестиционном риске, имеют в виду волатильность. Волатильность присуща инвестированию, и необходимо это помнить. Но долгосрочный инвестор не должен считать волатильность источником риска, о котором стоило бы волноваться. Волатильность обязательно уменьшится со временем. Она не является показателем инвестирования. Для долгосрочного инвестора важно точно знать о долгосрочных тенденциях, а не о кратковременных колебаниях. Следя же только за волатильностью, мы видим движение рынков, которое важно с точки зрения краткосрочного инвестирования. Вместо того чтобы беспокоиться о краткосрочной волатильности, долгосрочному инвестору нужно сконцентрироваться на риске, который почти не заметен: риск потери контроля над долгосрочными целями из-за чрезмерного внимания, уделяемого краткосрочной волатильности. Риск того, что инвестиции не принесут желаемого результата и не достигнут долгосрочных целей, может увеличить как консервативное инвестирование (для избежания волатильности), так и переключение инвестиций из-за волатильности.

2. *Попытки найти способ инвестирования с минимальным риском.* Каждый желает работать с наименьшим риском. Но искать вид инвестирования с наименьшим риском все равно, что искать лучший вид взаимного фонда. Все зависит от того, что именно вам нужно. Критерием, по которому большинство экспертов рекомендует акции долгосрочным инвесторам, является их эффективность с точки зрения исторических данных. Однако, для извлечения долгосрочного потенциала роста акций, необходимо учитывать

связанную с ними краткосрочную волатильность. Эффективность инвестиции за данный промежуток времени покажет общая прибыль/потеря после налогов и инфляции. Инвестиция, которая казалась прибыльной, может оказаться совершенно другой после учета налогов и инфляции.

3. Попытки выбрать время для операций на рынке. Инвесторы знают, что выбор времени для операций на рынке часто заканчивается не лучшим образом. Большинство знает, что даже опытные эксперты не могут последовательно предугадать движение рынка. Но, несмотря на это, многие пытаются предугадать «удачный» момент на рынке — часто без какого-либо основания. Для выбора времени необходимы два точных прогноза: правильное время для покупки и правильное время для продажи. Стоит упустить одно из них, и существует риск потери контроля. Инвестирование — это наука. Частью этой науки является выбор оптимального финансового плана, который бы соответствовал целям и срокам. Другая часть (часто, самая сложная) — умение вхождения в рынок.

4. Продажа на «медвежьем рынке». При внезапном погружении в финансовые рынки всегда следует результат. В этом случае не следует дожидаться внезапного падения стоимости инвестиции для того чтобы продать, иначе есть опасность «замыкания» на собственных убытках. И как только деньги утеряны, теряется возможность извлечения прибыли от дальнейших движений рынка. По долгосрочной оценке, основываясь на статистике, тенденция обязательно изменится.

5. Покупка «горячего капитала». Если бы выбор наиболее продуктивных фондов был таким же простым делом, как оценка краткосрочных инвестиций, то услуги инвестиционных экспертов были бы не нужны. Однако очень небольшое количество фондов последовательно значатся как наиболее продуктивные, особенно если учитывается только краткосрочная продуктивность. Одной из причин является то, что как только «горячий фонд» определен, он будет завален наличными инвесторов. Это приведет к тому, что фонд добавит множество новых ценных бумаг в свой портфель за короткий промежуток времени.

Другой фактор – сдвиги на самом рынке. Условия, благоприятно влияющие на любой данный вид фонда за краткосрочный период времени (обычно временные), скорее всего изменятся гораздо быстрее, чем фонд найдет возможность их удержать.

Почти каждый финансовый журнал издает список наиболее прибыльных фондов, основываясь на деятельности фондов в предыдущем году. Поэтому инвесторы приобретают ценные бумаги фондов, ориентируясь на их высокую прибыльность. Фондовые компании рекламируют свои фонды на основе текущей деятельности, но нельзя принимать решения на основе краткосрочных критерииев, когда речь идет о долгосрочном инвестировании. Существует риск уменьшения шансов на успех. Многие инвесторы для приобретения фондов стараются использовать независимые оценки, но любая организация использует собственные критерии оценки фонда. Поэтому, оценивая фонды и определяя стоимость, следует удостоверяться, что данные критерии совпадают с теми критериями, которые используются для оценки инвестиций.

6. Поиск стабильности рынка валют и депозитных сертификатов. Депозитные сертификаты, фонды валютного рынка и другие сберегательные и инвестиционные инструменты с фиксированной суммой зачастую берегают капитал инвестора от волатильности. С точки зрения общего возврата они менее волатильны, чем акции и облигации, однако это не означает, что доход будет стабилен. Многие инвесторы поняли это в начале 90-х годов прошлого века, когда срок депозитных сертификатов с оценкой в 15 % истекал, в то время как процентные ставки были около 4 %. Инвесторы, которые думали, что они в безопасности, вдруг обнаружили, что их доходы уменьшились на 50 % и более.

8.2. Основные виды системного инвестирования

Рациональное системное инвестирование бывает стратегическим, формульным и портфельным. Стратегические инвесторы, приобретая акции компаний, имеют далеко идущие (стратегические) цели. Сознательно получая (временные) убытки, они устрем-

ляются к получению солидных долгосрочных доходов. Отрицательным примером того, как несколько стратегических инвесторов вместе с администрацией всех уровней развалили некогда мощное предприятие Северо-Западного региона России, является Балтийское морское пароходство. Систематически навязываемые экономически невыгодные договоры привели к потере всего имущества и вынужденному банкротству. Причиной подобных действий могла быть «утечка» коммерческой тайны, деловой информации в виде инсайда, проявления отдельных коррупционных схем. Приверженцы формульного инвестирования придерживаются правила: что однажды удачно апробировано, то и в будущем будет полезным. Столь упрощенное правило может пригодиться, но только в условиях достаточно развитого, квазивилизованного рынка. Так, на западных финансовых рынках применяется «план усредненных издержек». Инвестор должен через равные промежутки (т. е. регулярно) вкладывать в выбранный финансовый инструмент одну и ту же сумму денег. Данный подход к инвестированию можно назвать пассивным, не требующим от инвестора никаких усилий. Другое правило – «формула постоянной суммы»; оно несколько напоминает портфельное инвестирование. Инвестор формирует портфель из рисковых и низкорисковых элементов. При этом рисковая часть портфеля поддерживается на постоянном уровне. В зависимости от состояния рынка поддерживается прежняя пропорция за счет доходов, полученных от одной из получивших доход частей. На долгосрочной основе при неизменной стоимости рисковой составляющей портфеля его консервативная часть существенно возрастает, питая другую составляющую. «Формула постоянного соотношения» предполагает пропорцию рискового и консервативного компонентов портфеля. Путем реструктуризации портфеля она остается постоянной. На площадках цивилизованного рынка растут обе части портфеля, следовательно, увеличивается стоимость инвестиционного портфеля.

Стратегическими являются прямые инвестиции (инвестиции непосредственно в производство), и\или крупные портфельные

инвестиции (вложения в ценные бумаги), позволяющие участвовать в управлении компанией, либо полностью контролировать ее деятельность.

8.3. Виды инвестиционного управления

Управление инвестициями является профессиональным управлением активами различных ценных бумаг (акций, облигаций и других ценных бумаг) и другими активами (например, недвижимостью) в целях удовлетворения определенных инвестиционных целей в пользу инвесторов. Инвесторами могут быть учреждения (страховые компании, пенсионные фонды, корпорации, благотворительные, образовательные учреждения и т. д.) или частные инвесторы (как напрямую, так и через инвестиционные контракты или чаще через схемы коллективного инвестирования, например, паевые инвестиционные фонды или биржевые фонды). Термин «управление активами» часто используется для обозначения управления инвестициями в случае коллективных инвестиций, в то время как более общий термин «управление фондами» может относиться ко всем формам институциональных инвестиций, а также к управлению инвестициями для частных инвесторов. Инвестиционные менеджеры, которые специализируются на консультативном или дисcretionном управлении от имени богатых частных инвесторов, могут обычно предоставлять свои услуги (например, управление деньгами или управление инвестиционным портфелем часто в контексте так называемого частного банкинга). Предоставление услуг по управлению инвестициями включает в себя элементы анализа финансовой отчетности, выбор активов, выбор акций, реализацию плана и постоянный мониторинг инвестиций. Попав в сферу компетенции в области финансовых услуг, многие из крупнейших мировых компаний являются, по крайней мере отчасти, инвестиционными менеджерами и используют миллионы сотрудников.

Термин «управляющий фондом» (или инвестиционный консультант в Соединенных Штатах) относится как к фирме, которая предоставляет услуги по управлению инвестициями, так и к человеку, который принимает решения по управлению капиталом.

Ключевые проблемы организации управления инвестициями:

выручка напрямую связана с рыночными оценками, поэтому значительное падение цен на активы может вызвать резкое снижение доходов по сравнению с расходами;

трудно поддерживать производительность фонда выше среднего, а клиенты не будут терпеливыми во время плохой работы; успешные менеджеры фондов являются дорогостоящими и могут быть переманены конкурентами;

появление фонда с производительностью выше среднего зависит от уникальных навыков управляющего фондом, однако клиенты не хотят ставить результат своих инвестиций в зависимость от способностей нескольких лиц, они предпочли бы видеть твердый успех всей компании, являющейся результатом одной философии и внутренней дисциплины;

аналитики, которые генерируют прибыль выше средней, часто становятся достаточно богатыми и избегают корпоративной занятости в пользу управления их собственными портфелями.

План практического занятия; вопросы и задания

1. Системный подход к биржевому инвестированию.
2. Биржевые (инвестиционные) операции.
3. Основные виды системного инвестирования.
4. Виды инвестиционного управления.
5. Ключевые проблемы организации управления инвестициями.

Почему нужно инвестировать, если есть такая возможность?

Назовите альтернативные области для инвестиций.

Как вы оцените некоторые советы для вкладчиков (инвесторов)?

Выдержки из фольклора биржевого рынка:

«Покупай акции и откладывай их в сторону».

«Вы никогда не разоритесь, получая прибыль».

«Покупай, когда другие продают. Продавай, когда они покупают».

«Не засиживайтесь на рынке».

«Старайтесь быстро покрывать свои потери».

«Инвестор – это разочаровавшийся спекулянт».

«Бык может делать деньги. Медведь может делать деньги. Но свинья никогда ничего не получит».

9. ОСНОВЫ ПОРТФЕЛЬНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

9.1. Инвестиционный портфель: сущность и методы управления

В общем случае под инвестиционным портфелем понимают совокупность нескольких инвестиционных объектов, управляемую как единое целое. К таким инвестиционным объектам относятся:

- денежные средства;
- иностранные валюты;
- корпоративные и государственные ценные бумаги, как обращающиеся на фондовом рынке, так и не обращающиеся;
- банковские депозиты;
- производные финансовые инструменты;
- материальные и нематериальные средства, в том числе недвижимость.

Наиболее распространенным объектом инвестирования являются ценные бумаги.

Инвесторы преследуют следующие цели.

1. Получение дохода. Доходом от инвестиций в ценные бумаги могут являться разница между ценой покупки и продажи, дивиденды.

2. Безопасность инвестиций. Уровень приемлемого риска возможных потерь для каждого инвестора специфичен и находится во взаимозависимости от ожидаемой инвестором доходности. Как правило, чем выше доходность, тем выше риск потерь.

3. Ликвидность инвестиций. Ликвидность – это способность продажи инвестиционных активов, характеризуемая скоростью и возможными потерями при реализации. Из ценных бумаг наиболее высоким уровнем ликвидности обладают бумаги, обращающиеся на крупных фондовых биржах.

Ни одна из ценных бумаг, взятая по отдельности, не может обеспечить инвестору достижение этих целей, поэтому для

инвестирования формируют *инвестиционный портфель*. Главной задачей формирования инвестиционного портфеля является нахождение оптимального для данного инвестора соотношения доходности и риска. Распределение инвестиционных средств в различные активы (ценные бумаги) для минимизации риска потерь называется *диверсификацией*. При диверсификации выбор ценных бумаг осуществляется таким образом, чтобы предполагаемые потери от высокорисковых бумаг с наибольшей доходностью были компенсированы доходностью от более надежных и менее доходных бумаг. Обычно портфель формируется из корпоративных акций и облигаций с различным уровнем риска и ценных бумаг с фиксированным доходом, выплаты по которым гарантированы государством. В зависимости от размера инвестиций и предпочтений инвестора для диверсификации считается достаточным портфель от 8 до 20 видов ценных бумаг. Слишком большое количество различных видов бумаг в портфеле снижает эффект диверсификации из-за дополнительных затрат на управление таким портфелем.

Экономической сущностью инвестиционного портфеля является приданье совокупности входящих в него ценных бумаг таких характеристик, которые недостижимы при использовании отдельной ценной бумаги, а возможны только при их целевом комбинировании (сочетании).

В зависимости от цели инвестора различают три типа инвестиционных портфелей.

1. Портфель дохода. Такой портфель формируется для получения дохода за счет процентов и дивидендов.

2. Портфель роста. Формирование портфеля роста служит цели увеличения его стоимости за счет прироста цен, входящих в него инвестиционных активов.

3. Портфель роста и дохода. Целью держателя такого портфеля является как получение доходов от роста курсовых цен, так и от процентов и дивидендов.

В табл. 9 представлены различные типы портфелей и их характеристики: тип ценной бумаги, тип инвестора, цель инвестирования, степень риска.

Таблица 9

Типы портфелей и их классификация

Тип инвестора	Цель инвестирования	Степень риска	Тип ценной бумаги	Тип портфеля
Консервативный	Защита от инфляции	Низкая	Государственные и иные ценные бумаги крупных стабильных эмитентов	Высоко-надежный, но низкодоходный
Умеренно-агрессивный	Длительное вложение капитала и его рост	Средняя	Малая доля государственных и большая корпоративных бумаг надежных эмитентов	Диверсифицированный
Агрессивный	Спекуляция	Высокая	Большая доля высокодоходных бумаг небольших эмитентов	Рискованый, но высокодоходный
Нерациональный	Нет четких целей	Низкая	Произвольно подобранные бумаги	Бессистемный

Основными показателями инвестиционного портфеля выступают доходность и риск. Замечено, чем выше доходность, тем больше риск.

9.2. Модели оптимального инвестиционного портфеля. Управление портфелем

Оптимальное формирование и управление инвестиционным портфелем предполагает такое распределение средств инвестора между составляющими портфель активами, которое в зависимости от целей инвестора или максимизирует прибыль при определенном уровне риска, или минимизирует риск при заданной прибыли.

Волатильность фондового рынка требует оперативно реагировать на его изменения и усложняет проблему управления инвестиционным портфелем. При этом роль управления инвестиционным портфелем возрастает и заключается в нахождении такого соотношения между ликвидностью, доходностью и рискованностью, которое позволило бы обеспечить оптимальную структуру портфеля. Этой цели служат модели формирования оптимального инвестиционного портфеля.

При разработке данных моделей использованы следующие ограничения, которые необходимо учитывать при применении моделей на практике:

постоянство – количество инвестиционных активов, которые обращаются на рынке, и количество участников рынка постоянно;

ликвидность – имеется возможность всегда мгновенно продать или купить любое количество обращающихся на рынке активов;

одинаковость цен покупки и продажи активов;

равновесность цен на рыночные активы;

полнота информации обо всех активах и ее доступность каждому инвестору;

закрытость – рынок представляет собой изолированную систему, которая недоступна влиянию внеэкономических факторов;

насыщенность – на рынке обращается достаточное количество разных видов активов, которые способны удовлетворить самые разнообразные потребности инвесторов.

Модель Марковица. Г. Марковиц предложил рассматривать будущий доход, который приносят финансовые активы, как случайную переменную, т. е. считать, что доходы по различным ценным бумагам случайно изменяются в некоторых пределах. В этом случае, если неким образом распределить по каждому финансовому инструменту вполне определенные вероятности получения дохода, то можно получить распределение вероятностей получения дохода по каждой альтернативе вложения средств. Для упрощения предполагается, что доходы по альтернативам инвестирования распределены нормально.

По модели Марковица определяются показатели, характеризующие объем инвестиций и риск, что позволяет сравнивать между собой различные альтернативы вложения капитала с точки зрения поставленных целей и тем самым создать возможные модели для оценки разных комбинаций при формировании портфеля. В качестве масштаба ожидаемого дохода из ряда возможных доходов на практике используют наиболее вероятное значение, которое при нормальном распределении совпадает с математическим ожиданием. С методологической точки зрения модель Марковица можно определить как нормативную. Задача модели заключается в том, чтобы показать, как поставленные цели могут быть достигнуты на практике.

Модель оптимального портфеля Марковица имеет некоторое практическое значение и для российского рынка ценных бумаг, особенно следующий из нее вывод о возможности разделения интегрального риска на системный и диверсифицируемый.

Системному риску подвержены все ценные бумаги.

Диверсифицируемый риск поддается регулированию путем оптимизации портфеля и зависит от количества различных видов ценных бумаг, которые составляют данный инвестиционный портфель. Когда количество финансовых инструментов достаточно велико и их набор разнообразен, диверсифицируемый риск стремится к нулю.

Индексная модель Шарпа. В 1960-х годах У. Шарп первым провел регрессионный анализ рынка акций США. Для избежания высокой трудоемкости Шарп предложил индексную модель. Причем он не разработал нового метода составления портфеля, а упростил проблему таким образом, что приближенное решение может быть найдено со значительно меньшими усилиями. В модели Шарпа используется тесная корреляция между изменением курсов отдельных акций. Предполагается, что необходимые входные данные можно приблизительно определить при помощи всего одного базисного фактора и отношений, связывающих его с изменением курсов отдельных акций. Шарп, предположив существование

линейной связи между курсом акций и определенным индексом, обосновывает, что можно при помощи прогнозной оценки значения индекса определить ожидаемый курс акций. Кроме того, можно рассчитать совокупный риск каждой акции в форме совокупной дисперсии.

В целом модель инвестиционного портфеля позволяет получить аналитический материал, необходимый для принятия оптимального решения в процессе инвестиционной деятельности (рис. 7). Управление инвестиционным портфелем должно обеспечивать решение следующих задач:

1. Сохранение инвестированных средств.
2. Получение максимально возможного дохода.
3. Обеспечение инвестиционных свойств портфеля, т. е. соотношения заданного инвестором уровня доходности, риска и ликвидности.
4. Снижение затрат на управление портфелем.

На практике используют множество методик формирования оптимальной структуры портфеля ценных бумаг. Большинство из них основано на методике Марковица. Он впервые предложил математическую формализацию задачи нахождения оптимальной структуры портфеля ценных бумаг в 1951 г., за что позднее был удостоен Нобелевской премии по экономике. Основными постулатами, на которых построена классическая портфельная теория, являются следующие.

1. Рынок состоит из конечного числа активов, доходности которых для заданного периода считаются случайными величинами.
2. Инвестор в состоянии (например, исходя из статистических данных) получить оценку ожидаемых (средних) значений доходностей и их попарных ковариаций и степеней возможности диверсификации риска.
3. Инвестор может формировать любые допустимые (для данной модели) портфели. Доходности портфелей являются также случайными величинами.
4. Сравнение выбираемых портфелей основывается только на двух критериях: средней доходности и риске.

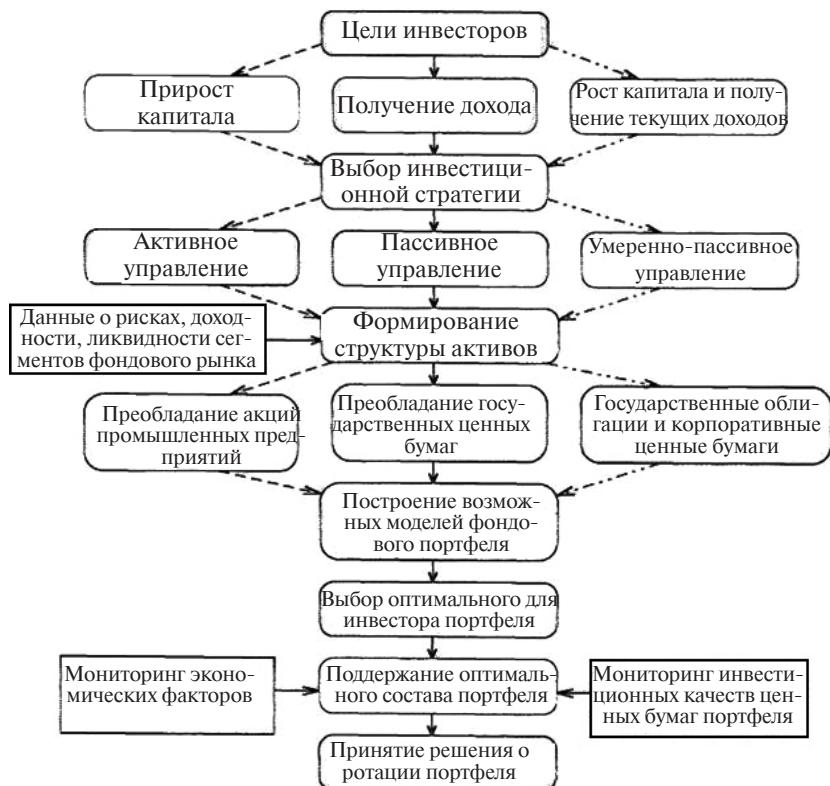


Рис. 7. Схема формирования инвестиционного портфеля

5. Инвестор не склонен к риску в том смысле, что из двух портфелей с одинаковой доходностью он обязательно предпочтет портфель с меньшим риском.

Рассмотрим подробнее сформировавшиеся на данный момент портфельные теории, некоторые из которых будут применены далее при проведении практического расчета оптимального портфеля ценных бумаг. Как было отмечено ранее, основная идея модели Марковица заключается в том, чтобы статистически рассматривать будущий доход, приносимый финансовым инструментом,

как случайную переменную, т. е. доходы по отдельным инвестиционным объектам случайно изменяются в некоторых пределах. Если неким образом случайно определить по каждому инвестиционному объекту вполне определенные вероятности наступления, можно получить распределение вероятностей получения дохода по каждой альтернативе вложения средств. Это получило название вероятностной модели рынка. Для упрощения модель Марковица полагает, что доходы распределены нормально. По модели Марковица определяются показатели, характеризующие объем инвестиций и риск, что позволяет сравнивать между собой различные альтернативы вложения капитала с точки зрения поставленных целей и тем самым создать масштаб для оценки различных комбинаций. В качестве масштаба ожидаемого дохода из ряда возможных доходов на практике используют наиболее вероятное значение, которое при нормальном распределении совпадает с математическим ожиданием.

Математическое ожидание дохода по i -й ценной бумаге (m_i) рассчитывается следующим образом: $m_i = \text{сумма } R_i \times P_{ij}$, где R_i – возможный доход по i -й ценной бумаге, руб.; P_{ij} – вероятность получения дохода; n – количество ценных бумаг.

Модель Блека аналогична модели Марковица, но в отличие от последней в ней отсутствует условие неотрицательности на доли активов портфеля. Это означает, что инвестор может совершать короткие продажи, т. е. продавать активы, предоставленные ему в виде займа. В этом случае инвестор рассчитывает на снижение курса ценной бумаги и планирует вернуть заем теми же ценными бумагами, но приобретенными по более низкому курсу.

Методы управления инвестиционным портфелем. Различают активные и пассивные подходы к управлению портфелем. Активный метод управления – это оперативное внесение в портфель изменений в зависимости от текущей рыночной конъюнктуры, направленное на достижение целей инвестора, заложенных в данном портфеле. При таком методе управления необходимо постоянно анализировать составляющие портфеля и альтернативные объекты инвестирования, что требует владения техническим и фундамен-

тальным анализом. При неустойчивой экономической ситуации активный метод управления наиболее эффективен. Пассивный метод управления предполагает создание хорошо диверсифицированных портфелей с заранее определенным уровнем риска, рассчитанным на длительную перспективу. Срок сохранения сформированного портфеля при данном методе управления предполагает стабильность на фондовых рынках. В условиях высоких темпов инфляции, а также нестабильной экономики пассивное управление малоэффективно.

ТЕСТЫ ДЛЯ САМОПРОВЕРКИ

1. Имеют ли право учредители АО отказать одному из учредителей в праве оплаты акций АО облигациями другого предприятия со сроком погашения через 3 года?

- а) имеют;
- б) не имеют;
- в) имеют в том случае, если облигации не конвертируемые;
- г) имеют в том случае, если облигации не обеспечены залогом.

2. АО подготовило документы по дополнительному выпуску акций в количестве 1000 шт. на сумму 1 млн. руб. по цене ниже номинала (98 %). Законно ли решение Совета директоров, если баланс АО характеризуется следующими данными, млн. руб.:

Актив	Значение	Пассив	Значение
Нематериальные активы	1,0	Уставный капитал	4,0
Долгосрочные финансовые вложения	2,0	Резервный капитал	0,2
Расчетные счета	1,2	Долгосрочные обязательства	1,0
Расчеты с учредителями	2,0	Задолженность перед бюджетом	1,0
Баланс	6,2	Баланс	6,2

- а) законно;
- б) незаконно;
- в) вопрос поставлен не корректно;
- г) незаконна регистрация эмиссии.

3. Какова доля префакций в общем объеме уставного капитала АО?
- а) не должна превышать 10 %;
 - б) не должна превышать 25 %;
 - в) не должна превышать 50 %;
 - г) определяется уставом общества.
4. В каком смысле применяется термин «стратегическое инвестирование» применительно к портфельному инвестору?
- а) инвестирование в заранее выбранные классы активов;
 - б) инвестирование на длительный срок;
 - в) инвестирование с целью перехвата управления эмитентом;
 - г) инвестирование с целью улучшения экономических показателей эмитента.
5. При учреждении АО оценка имущества, вносимого в оплату уставного капитала не денежными средствами, производится:
- а) учредителями АО;
 - б) общим собранием учредителей;
 - в) Советом директоров АО;
 - г) независимым оценщиком (экспертом).
6. Сделка РЕПО осуществляется в виде одновременно заключенных двух договоров. Какая из частей сделки является налогооблагаемой?
- а) положительная разница между суммой второй части сделки и суммой первой части признается процентным доходом по займу, выданному денежными средствами;
 - б) отрицательная разница между суммой второй части сделки РЕПО и суммой первой части признается процентным доходом по займу, выданному ценными бумагами;
 - в) положительная разница между суммой второй части сделки и суммой первой части признается процентным расходом по займу, выданному ценными бумагами;
 - г) иной вариант ответа.
7. Какова минимальная сумма, на которую АО может выпускать облигации?
- а) не превышает уставной капитал;
 - б) превышает уставной капитал в 20 раз;
 - в) равна величине обеспечения залогом;
 - г) ограничения отсутствуют.
8. Внутри АО совершена сделка купли-продажи его акций. Объем сделки составил 15 % уставного капитала, а рыночная стоимость этих акций более 35 % уставного капитала. Кто должен дать разрешение на осуществление этой сделки?
- а) общее собрание акционеров;

- б) Совет директоров;
- в) Федеральная антимонопольная служба;
- г) служба ЦБ.

9. Назовите источники оплаты дополнительных акций, размещаемых путем закрытой подписки:

- а) прибыль АО;
- б) дополнительные взносы акционеров;
- в) эмиссионный доход;
- г) добавочный капитал.

10. Могут ли ценные бумаги, не прошедшие листинг, быть объектом сделок на фондовой бирже?

- а) могут;
- б) могут, но в порядке, предусмотренном внутренними документами;
- в) нет;
- г) иной вариант ответа.

11. Что означает «короткая продажа»:

- а) продажа ценных бумаг, взятых взаймы;
- б) продажа фьючерсов и опционов;
- в) продажа ценных бумаг в течение одного торгового дня;
- г) иной вариант ответа.

12. По отношению к какой сумме устанавливают проценты по облигациям?

- а) к курсовой стоимости на дату, официально объявленную обществом;
- б) к номиналу облигаций независимо от их курсов стоимости;
- в) к сумме, специально оговоренными условиями выпуска;
- г) к цене, по которой производилось размещение облигаций.

13. Оцените утверждение: «доходность вложений в ценные бумаги тем выше, чем выше надежность этих ценных бумаг»:

- а) справедливо;
- б) несправедливо;
- в) справедливо только для акций;
- г) справедливо только для долговых обязательств.

14. Вексельным поручительством является:

- а) акцепт;
- б) аваль;
- в) индоссамент;
- г) тратта.

15. К какому из перечисленных терминов наиболее близко понятие «индоссамент»?

- а) тратта;
 - б) аллонж;
 - в) акцепт;
 - г) аваль.
16. Как называется сделка с ценными бумагами на фондовой бирже, предусматривающая немедленную оплату и поставку ценных бумаг?
- а) кассовая сделка;
 - б) сделка с опционом;
 - в) срочная сделка;
 - г) цессия.
17. В чем заключается смысл «игры на понижение» на РЦБ?
- а) за собственные деньги купить по более высокой цене, а продать по более низкой;
 - б) за счет заемных средств купить по более высокой, продать по более низкой цене;
 - в) продать собственные ценные бумаги по более высокой цене и выкупить по более низкой;
 - г) продать ценные бумаги, владение которыми осуществляется на условиях займа, по более высокой цене и купить по более низкой.
18. Структура портфеля инвестиций АО: 20 % – государственные ценные бумаги, 15 % – обыкновенные акции крупных нефтяных компаний, 15 % – привилегированные акции банков, страховых компаний, 20 % – депозитные сертификаты коммерческих банков, 30 % – облигации крупных промышленных предприятий. Определите тип портфеля до 1998 г. и после 1998 г.:
- а) консервативный;
 - б) умеренно-агрессивный;
 - в) агрессивный;
 - г) нерациональный.
19. Какое из перечисленных утверждений соответствует одному из поступатов технического анализа?
- а) в динамике цен на финансовых рынках проявляются устойчивые тенденции;
 - б) цены на финансовых рынках изменяются случайным образом;
 - в) колебания цен на финансовых рынках имеют циклический характер;
 - г) изменение цен на финансовых рынках обусловлено только экономическими факторами.
20. Что обычно происходит на рынке после образования формации «голова и плечи»?

- а) перелом повышательной тенденции;
- б) консолидация цен;
- в) образование временной паузы в ходе роста цен;
- г) усиление повышательной тенденции.

21. Подход к формированию портфеля, основанный на следовании индексам, является:

- а) методом пассивного инвестирования;
- б) методом активного инвестирования;
- в) комбинацией указанных выше методов;
- г) методом технического анализа.

22. Что такое «дисконт векселей»? Назовите правильный ответ:

- а) учетный процент;
- б) разница между суммой векселя и суммой, уплачиваемой при покупке векселя до наступления срока платежа;
- в) учетная ставка;
- г) цена векселя.

23. Укажите ошибочное утверждение, относящееся к техническому или фундаментальному анализу:

- а) целью технического анализа является выявление высших и низших значений цены;
- б) использование технического анализа моделей позволяет распознать рыночные ситуации, предшествующие изменениям существующих тенденций;
- в) фундаментальный анализ направлен на расчет скрытой внутренней стоимости ценной бумаги;
- г) фундаментальный анализ применяется для отбора ценных бумаг в инвестиционный портфель.

24. Брокер приобретает ценные бумаги, действуя от имени и за счет клиента. В качестве кого выступает брокер?

- а) комитента;
- б) принципала;
- в) комиссионера;
- г) поверенного.

25. Что означает запись: (T+3)?

- а) день (третий) заключения сделки;
- б) день окончательного расчета;
- в) день поставки ценной бумаги;
- г) день полной сверки деталей сделки.

26. Какова, на ваш взгляд, наиболее объективная из перечисленных причина роста курсовой стоимости акций нормально, устойчиво работающего АО?

- а) такой причины не существует;

- б) инфляция;
 - в) увеличение стоимости активов;
 - г) активная игра АО собственными акциями на вторичном рынке.
27. Основные признаки фьючерсного контракта:
- а) фиктивный характер сделок;
 - б) реальный характер сделок;
 - в) преимущественно косвенная связь с рынком предмета сделки (через хеджирование);
 - г) непосредственная связь с рынком предмета сделки (через его поставку).
28. Дайте определение «покрытого» опциона:
- а) выписка опциона на акции;
 - б) выписка опциона на акции, имеющиеся в наличии;
 - в) право на покупку ценной бумаги;
 - г) обязательство на покупку ценной бумаги.
29. Выберите характеристики спрэда:
- а) разрыв между ценой покупателя и ценой продавца финансового инструмента;
 - б) покупка одного финансового инструмента и одновременная продажа другого финансового инструмента;
 - в) вид сделки, предполагающий немедленную оплату;
 - г) цена, по которой продается финансовый инструмент.
30. Что означает «короткая позиция»?
- а) позиция, образовавшаяся в результате продажи срочных контрактов;
 - б) ситуация, когда ценная бумага была продана и требуется покрытие соответствующей покупкой;
 - в) короткий интерес;
 - г) количество акций, которое необходимо купить для покрытия совершенной ранее сделки без покрытия.
31. Сущность трансфера. Выберите правильный ответ:
- а) поставка акционерного сертификата от брокера продавца брокеру покупателя;
 - б) законный переход собственности на ценных биржах от одного владельца другому;
 - в) регистрация перехода собственности на ценные бумаги;
 - г) извещение о поставке ценных бумаг.
32. Назовите деятельность, не являющуюся профессиональной на рынке ценных бумаг:
- а) брокерская;

- б) дилерская;
- в) клиринговая;
- д) деятельность инвестиционного консультанта.

33. Процесс отчуждения эмиссионных ценных бумаг эмитентом первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок является:

- а) размещением эмиссионных ценных бумаг;
- б) эмиссией ценных бумаг;
- в) выпуском эмиссионных ценных бумаг;
- г) вторичным обращением эмиссионных ценных бумаг.

34. Правомерно ли утверждение, что ценные бумаги в процессе размещения и обращения, прошедшие предусмотренную законом процедуру эмиссии и листинга, допускаются к обращению на бирже в соответствии с ее внутренними документами?

- а) правомерно;
- б) неправомерно в части соответствия внутренним документам биржи;
- в) неправомерно;
- г) правомерно только относительно размещения акций.

35. Можно ли совершать на бирже сделки с цennыми бумагами, не включенными в список обращающихся на фондовой бирже ценных бумаг?

- а) ситуация возможна в рамках закона о некоммерческих организациях;
- б) ситуация невозможна;
- в) сделки можно совершать в порядке, предусмотренном внутренними документами биржи;
- г) ситуация возможна в рамках закона об акционерных обществах.

36. Ценные бумаги, выпущенные иностранными эмитентами, могут быть допущены к обращению на территории России после соответствующей регистрации. Какая организация регистрирует выпуски ценных бумаг иностранными эмитентами?

- а) ЦБ России;
- б) Министерство финансов;
- в) иностранные банки;
- г) иной орган.

37. Рассчитайте доходность портфеля, состоящего из 180 акций рыночной стоимостью 50 руб. и доходностью 18 %; 250 облигаций рыночной стоимостью 100 руб. и доходностью к погашению 11 %; 100 облигаций рыночной стоимостью 300 руб. и доходностью к погашению 14 %:

- а) 13,39;
- б) 12,59;
- в) 14,53;

г) 15,48.

38. Посредники форвардной сделки:

- а) специальные посредники;
- б) брокеры как специальные посредники;
- в) без посредников;
- г) обычно участники заключают сделку друг с другом без посредников.

39. Изобразите на графиках фигуры, называемые: «голова и плечи»; «перевернутые голова и плечи»; «убывающий тренд»; «ограничение цен».

40. Наиболее распространенная стратегия использования фундаментального и технического анализа состоит в том, чтобы использовать:

- а) фундаментальный анализ для выбора бумаг;
- б) технический анализ для выбора момента покупки/продажи;
- в) для одних бумаг технический анализ, для других – фундаментальный;
- г) только один из анализов.

ПРИМЕРНЫЕ ТЕМЫ ДОКЛАДОВ, РЕФЕРАТОВ, КУРСОВЫХ РАБОТ И ДИПЛОМНЫХ ПРОЕКТОВ

Финансовая система и ее структура.

Капитал в форме ценных бумаг.

Виды ценных бумаг и их характеристики.

Типы, виды и разновидности акций.

«Золотая акция» как ценная бумага и специальное право.

Потенциал российских акций.

Корпоративные облигации.

Акции и облигации – финансовый капитал первого порядка.

Типы облигационных займов в России.

Еврооблигации.

Вексельное обращение в России.

История векселей.

Вексельное право в России.

Простой и переводной вексель.

Банковские операции над векселями.

Перспективы рынка векселей.

Российская практика применения векселя и вексельного кредита.

Риски при операциях с векселями.

Анализ операций с векселями.

Анализ доходности финансовых векселей.

Оценка стоимости финансовых векселей.

Вексель – решение проблемы неплатежей.

Историческое развитие складского свидетельства.

Складское свидетельство как ценная бумага.

Правовое регулирование двойного складского свидетельства.

Структура рынка ГКО.

Конъюнктура рынка ГКО/ОФЗ.

Рынки долговых ценных бумаг.

Реструктуризация государственной облигационной задолженности в России.

Принципы новации по государственным ценным бумагам.

Производные финансовые инструменты.

Инвестиционная стратегия, опционы и фьючерсы.

Форвардные и фьючерсные сделки.

Условные срочные сделки.

Страхование ценовых рисков (хеджирование).

Роль и значение рынка ценных бумаг в России.

Первичный и вторичный рынок ценных бумаг.

История формирования РЦБ в России.

История приватизации и акционирования в России.

РЦБ в законодательной базе России.

Правовое положение акционерного общества.

Правовая защита интересов инвесторов на рынке ценных бумаг.

Размещение обществом акций и иных ценных бумаг.

Крупные и заинтересованные сделки.

Аффилированные лица: основания аффилированности, влияние на финансово-хозяйственную деятельность предприятия.

Понятие торговой системы РЦБ.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Брокерская деятельность.

Дилерская деятельность.

Деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг.

Деятельность по управлению ценностями бумагами.

Российская практика доверительных (трастовых) операций.

Депозитарная деятельность.

Деятельность по ведению реестра акционеров.

Совмещение профессиональных видов деятельности на РЦБ.

Трейдеры на рынке ценных бумаг.
Фондовая биржа.
Листинг ценных бумаг и биржевые индексы.
Роль клиринговой палаты на фондовой бирже.
Индексный метод оценки рынка ценных бумаг.
Внебиржевой рынок.
Операции коммерческих банков на первичном и вторичном рынках ценных бумаг.

Информационное обеспечение РЦБ.
Регулирование и саморегулирование РЦБ.
Регулирование деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг.
Лицензирование деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Принципы и задачи технического анализа рынка ценных бумаг.
Особенности проведения фундаментального анализа фондового рынка.
Кодекс корпоративного управления: содержание, статус и механизмы реализации.

Правила организации взаимоотношений между участниками рынка ценных бумаг.

Торговая и расчетная системы.
Трастовые операции с ценными бумагами.
Регистраторский бизнес – актуальные проблемы.
Посредники на фондовом рынке.
Посредническая деятельность в ходе первичного размещения ценных бумаг. Типы и структура андеррайтинга.

Проблема добросовестного приобретательства и мошенничества на рынке ценных бумаг.

Деловой и финансовый риски.
Возможные последствия инсайда.
Фондовый рынок : расчет и риск.
Риски, связанные с Интернет-трейдингом на финансовых рынках.
Системы мер снижения рисков в депозитариях.
Механизм анализа оптимальной структуры капитала.
Анализ последствий финансовой зависимости.
Влияние структуры капитала на цены акций и стоимость капитала.
Кредитование цennymi бумагами.
Портфельное инвестирование.
Инвестиционные стратегии и управление портфелем.

Проблемы портфельного инвестирования в России.

Инвестирование через паевые фонды.

Негосударственные пенсионные фонды – институциональные инвесторы.

Уроки кризиса мирового фондового рынка 1997 г. для российского рынка ценных бумаг.

Послекризисная динамика на российском фондовом рынке.

Современные геополитические факторы развития фондового рынка.

Налоговое стимулирование развития РЦБ.

Петербургский корпоративный рынок ценных бумаг.

Сделки РЕПО с ценными бумагами.

Социально-экономические последствия ревальвации и девальвация национальной валюты.

Межбанковский валютный рынок.

БИРЖЕВЫЕ ТЕРМИНЫ

Авал – вексельное поручение, в силу которого лицо (авалист), совершившее его, принимает ответственность за выполнение обязательств каким-либо из обязанных по векселю лиц – акцептантом, векселедателем, индоссантом. Оформляется либо гарантойной надписью авалиста на векселе или дополнительном листе (аллонж), либо выдачей отдельного документа.

Акция – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли АО в виде дивидендов, на участие в управлении АО и на часть имущества, остающегося после его ликвидации.

Акция обыкновенная – ценная бумага, документирующая инвестиции в АО с целью получения части прибыли в виде дивиденда, обеспечения прироста курсовой стоимости, участия в получении части имущества, остающегося после ликвидации АО.

Акция привилегированная (префакция) – ценная бумага, документирующая инвестиции с целью гарантированного получения части прибыли АО (в виде устанавливаемого при выпуске акции дивиденда), а также преимущественного по сравнению с другими акционерами получения части имущества, остающегося после ликвидации АО.

Акции роста – имеют более или менее стабильный подъем их курсов.

Акции спада – характеризуются падением курса; рыночный риск довольно высок.

Акции дохода – отличаются большими дивидендными выплатами.

Акции защитные (оборонительные) – слабо реагируют на циклы деловой активности.

Акционерный капитал – совокупность обыкновенных и привилегированных акций.

Активные ценные бумаги – бумаги, имеющие рыночную котировку, сделки с которыми отличаются наибольшей частотой и объемом; акции

с оптимальными инвестиционными свойствами, с высокой ликвидностью и информационной открытостью для потенциальных инвесторов и профессиональных участников рынка – это голубые, или синие, фишки (корешки), а низкокачественные (часто имеют спекулятивный характер) – это многочисленные «кошки и собаки».

Акцептованный вексель – имеется акцепт (согласие) плательщика (трас-сата).

Аллонж – дополнительный лист бумаги, прикрепленный к векселю, на котором совершаются передаточные надписи, если на обратной стороне векселя они не умещаются. На аллонже может быть совершен также аваль.

Аффилированные лица – физические и юридические лица, способные оказывать влияние на деятельность эмитента. Аффилированными лицами являются: лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа, член совета директоров или другого органа управления эмитента, лицо, имеющее совместно с его аффилированными лицами право распоряжаться 20 % (и более) голосующих акций, а также лица, имеющие право давать обществу обязательные для него указания. Акционерное общество обязано вести учет его аффилированных лиц путем составления и ведения списка этих лиц, а публичные общества также должны представлять информацию об аффилированных лицах.

Андеррайтер – лицо, принявшее на себя обязанность разместить ценные бумаги от имени эмитента или от своего имени, но за счет и по поручению эмитента. Андеррайтерами могут быть только профессиональные участники рынка ценных бумаг, имеющие лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности.

Арбитраж – сделка с одновременной покупкой/продажей одинаковых или эквивалентных ценных бумаг, товаров или фьючерсов на них на различных рынках для получения дохода за счет несоответствия их цен.

Банк-кастоди – обеспечивает гарантии, предоставляемые с российской стороны банку, выпускающему ADR.

Бездокументарная форма эмиссионных ценных бумаг – форма эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основании записи в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или, в случае депонирования ценных бумаг, на основании записи по счету ДЕПО.

Брокерская деятельность – совершение гражданско-правовых сделок с ценностями бумагами в качестве поверенного или комиссионера, действу-

ющего на основании договора поручения или комиссии, а также доверенности на совершение таких сделок при отсутствии указаний на полномочия поверенного или комиссионера в договоре. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, занимающийся брокерской деятельностью, именуется брокером.

Валюта — термин «валюта» применяется в значении национальной денежной единицы страны; иностранных денежных средств и расчетных единиц; международных расчетных единиц (евро, СДР и пр.). Для обозначения валют при заключении сделок применяются ISO-коды валют. Код отдельной валюты состоит из нескольких букв: первые две буквы обозначают страну, третья — валюту.

Валюты клиринговые — это расчетные валютные единицы, которые существуют только в безналичной форме и используются только странами-участницами платежного соглашения при проведении взаимных расчетов за поставленные товары и услуги.

Валюта резервная — это национальные кредитно-денежные средства ведущих стран-участниц мировой торговли, которые используются для международных расчетов по внешнеторговым операциям и при определении мировых цен. Исторически первоначально роль резервной валюты выполнял английский фунт стерлингов. Это было закономерно, потому что в Англии активно развивалась промышленность и торговля. Кроме того, Англия располагала множеством колониальных владений, где торговый обмен основывался на фунте стерлингов. Однако впоследствии национальная валюта США (доллар) стала стремительно вытеснять фунт стерлингов, выполняя роль основной резервной валюты. Окончательно за долларом США роль резервной валюты (USD) была закреплена в 1944 г. на Бреттон-Вудской конференции.

В настоящее время американский доллар — основная резервная валюта мира. В этой валюте осуществляется большая часть международных расчетов, фиксируются мировые цены по многим товарным группам. Кроме того, вся мировая статистика построена на USD.

Валютные интервенции — это воздействие на курс национальной денежной единицы путем купли или продажи значительного объема иностранной валюты государственными органами. Например, Центральный банк России (ЦБР) для укрепления рубля может продать на валютном рынке часть своих валютных резервов.

Валютный курс — цена иностранной валюты в национальных денежных единицах. **Кросс-курс** — соотношение между двумя валютами, которое определяется на основании курсов данных валют по отношению к третьей валюте.

Валютный рынок – это рынок, на котором товаром являются объекты, имеющие валютную ценность: иностранная валюта, ценные бумаги, фондовы ценности и другие долговые обязательства, выраженные в иностранной валюте, драгоценные металлы и природные драгоценные камни.

Внутренняя стоимость – доход держателя опциона, который он мог бы получить при немедленной реализации базисного актива по текущей рыночной цене.

Внешняя стоимость – разница между премией и внутренней стоимостью опциона.

Вид ценной бумаги – качественная определенность ценной бумаги, отличающей ее от других ценных бумаг.

Владелец – лицо, которому ценные бумаги принадлежат на праве собственности или ином вещном праве.

Вексель – письменное долговое обязательство, дающее его владельцу (векселедержателю) безусловное право требовать по наступлении конца срока с лица, выдавшего или акцептовавшего обязательство, уплаты оговоренной в нем денежной суммы. Это долговая (коммерческая, ордерная, абстрактная, краткосрочная) ценная бумага.

Вексель простой (вексель-соло) – это ничем не обусловленное обязательство уплатить при наступлении срока определенную сумму денег держателю. В России это чаще всего банковские векселя или векселя предприятий и организаций, выписываемые при оформлении кредитов.

Вексель переводной (тратта) – содержит письменный приказ векселедателя (трассанта), адресованный плательщику (**трассату**) об уплате указанной в векселе суммы денег третьему лицу – держателю векселя (ремитенту). Трассат становится должником по векселю только после того, как акцептует вексель, т. е. согласится на его оплату, поставив на нем свою подпись (акцептованный вексель). **Вексельная метка** – один из реквизитов переводного векселя: включенное в текст название «вексель», написанное на том языке, на котором составлен документ. **Прима-вексель** – первый вексель, обозначение на тратте, когда вексель составляется в нескольких экземплярах, именуемых образцами. **Секунда-вексель** – второй экземпляр выпущенного переводного векселя.

Трассировать – выставлять переводный вексель-тратту.

Вексель банковский – имеет в своей основе депозитную природу в отличие от кредитной по классическим векселям. Его цель – привлечение

дополнительных ресурсов, а для покупателя векселя – возможность размещения временно свободных денежных средств с целью получения дохода. Банковские векселя включаются в расчет обязательных резервов. Среди банковских векселей преобладают простые соло-векселя, однако некоторые банки практикуют выпуск переводных векселей. При протесте векселя или чека применяется **ретресс** – обратное требование о возмещении уплаченной суммы.

Внебиржевой рынок – охватывает обычно первичные размещения, вторичные облигационные займы, обращение прочих долговых инструментов и акции компаний, которые не соответствуют требованиям биржевого листинга. Соотношение долей биржевого и внебиржевого рынков в общем объеме сделок с эмиссионными ценными бумагами составляет свыше 90 % в пользу внебиржевого рынка.

Выпуск ценных бумаг – совокупность всех ценных бумаг одного эмитента, предоставляющих одинаковый объем прав их владельцам и имеющих одинаковую номинальную стоимость в предусмотренных законом случаях.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг – осуществляется путем

установления обязательных требований к деятельности эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг и ее стандартов;

регистрации выпусков (дополнительных выпусков) эмиссионных ценных бумаг и проспектов эмиссии и контроля за соблюдением эмитентами условий и обязательств, предусмотренных в них;

лицензирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг;

создания системы защиты прав владельцев и контроля за соблюдением их прав эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг;

запрещения и пресечения деятельности лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность на рынке ценных бумаг без соответствующей лицензии.

Государственная пошлина за государственную регистрацию выпуска ценных бумаг – уплачивают эмитенты ценных бумаг. В зависимости от характера того или иного действия взимается пошлина в размере от 35 000 до 325 000 руб., за государственную регистрацию выпуска путем подписки взимается пошлина в размере 0,2 % от номинальной суммы выпуска, но не более 200 000 руб. Пошлина не возвращается в случае мотивированного отказа в регистрации эмиссии ценных бумаг.

Департаменты Службы Банка России по финансовым рынкам – институт на финансовом рынке, контролирующий деятельность участников финансового рынка.

Девизы (фр. *devises*) — используемые в международных расчетах платежные средства (переводы, чеки, аккредитивы), выставленные на иностранные банки.

Деривативная ценная бумага – финансовая ценная бумага, стоимость которой является производной от стоимости и характеристики другой ценной бумаги (базового актива).

Документарная форма эмиссионных ценных бумаг – форма эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основании предъявления оформленного надлежащим образом сертификата ценной бумаги или, в случае депонирования такового, на основании записи по счету депо.

Дилинговый центр (*dealing center*) – это название брокера или посредника между инвестором-клиентом и мировым валютным рынком. Функционально дилинговый центр является компанией, предлагающей клиентам доступ на различные финансовые рынки (FOREX, STOCK и др.) с помощью предоставления специального помещения (*dealing room, trading room*), в котором трейдеры занимаются совершением сделок с валютой, ценными бумагами и другими финансовыми инструментами через сеть Интернет, по телефону или с помощью других средств связи.

Дебенчурные облигации – бумаги, обеспеченные лишь письменным обязательством компании.

Депозитарные расписки (свидетельства) – документный эквивалент ценной бумаги иностранного эмитента для обращения на международных фондовых рынках. Это свидетельство о депонировании иностранных акций. Существует два вида депозитарных расписок: ADR (American Depository Receipts) и GDR (Global Depository Receipts), обращающиеся на рынке США (имеют долларовый эквивалент) либо на неамериканском рынке. На фондовом рынке США существует только два варианта деятельности иностранного эмитента: выпуск своих ценных бумаг в США в виде ADS (американские депозитарные сертификаты акций) или ADR. При этом депозитарная расписка не является ценной бумагой, но является сертификатом, подтверждающим право на определенное количество депонированных ценных бумаг иностранного частного эмитента. Что же касается ADS, они аналогичны российским бездокументарным ценным бумагам. Для России использование производных бумаг на ADR хороший способ хеджирования портфелей. Для большинства российских предпри-

ятий, на акции которых выпущены депозитарные расписки, акции существуют в электронной форме и физических сертификатов нет. Гарантии, предоставляемые с российской стороны банку, выпускающему ADR, выполняет банк-кастоди. Кастодиан подтверждает, что акции перешли на имя банка, выпускающего ADR, и это служит основанием для выпуска депозитарных расписок. Кастодианом может быть иностранный банк, работающий в стране, или местный банк с прекрасной репутацией. Банки коммерческие эмитируют не только акции и облигации, но и инструменты денежного рынка – депозитные и сберегательные сертификаты, векселя.

Депозитный (сберегательный) сертификат – это денежный документ, удостоверяющий внесение средств на определенное время, имеющий обычно фиксированную ставку процента. Разница между депозитным и сберегательным сертификатами заключается только в том, что сберегательные сертификаты предназначены для физических лиц, а депозитные – для юридических лиц. Депозитные сертификаты рассматриваются как управляемые пассивы, которые банк в состоянии привлечь самостоятельно, путем предложения более высокой нормы процента. Средства, привлеченные таким образом, являются ликвидными активами банка для осуществления непредвиденных платежей. В российской практике депозитные сертификаты выдаются сроком до 1 года, сберегательные – от года до трех лет, сумма не ограничена. Процентные ставки по депозитным (сберегательным) сертификатам напрямую зависят от размера и срока вклада. Сертификаты не могут служить расчетным или платежным документом.

Дисконт векселей – в банковской практике учетный процент, взимаемый банками при учете векселей; представляет собой выраженную в процентах разницу между суммой векселя и суммой, уплачиваемой банком при покупке векселя до наступления срока платежа. Дисконт, взимаемый центральным банком с кредитных учреждений при переучете коммерческих векселей, является официальной **учетной ставкой**.

Домицилированный вексель – вексель, имеющий оговорку о том, что он подлежит оплате третьим лицом (домицилиатом) в месте жительства плательщика или в другом месте.

Дизажио – отклонение биржевого курса ценных бумаг в сторону понижения по сравнению с их номинальной стоимостью.

Дисконт – разница между ценой приобретения и ценой погашения ценной бумаги; процентная ставка, взимаемая банками при учете правительственный ценных бумаг или при предоставлении кредита под обе-

спечение в виде этих бумаг. Также представляет собой процентную ставку, которой пользуется ЦБ, представляя средства на короткий срок депозитным учреждениям. **Дилерская деятельность** – совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и/или продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и/или продажи этих ценных бумаг по объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий дилерскую деятельность, именуется **дилером**. Дилером может быть только юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией.

Деятельность по управлению цennыми бумагами – осуществление юридическим лицом или индивидуальным предпринимателем от своего имени за вознаграждение в течение определенного срока доверительного управления переданными ему во владение и принадлежащими другому лицу в интересах этого лица или указанных этим лицом третьих лиц: цennыми бумагами; денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги; денежными средствами и цennыми бумагами, получаемыми в процессе управления цennыми бумагами.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по управлению цennыми бумагами, именуется **управляющим**.

Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг – сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг. Лицо, осуществляющее деятельность по ведению реестра – **регистратор**. Лицо, зарегистрированное в системе ведения реестра, в том числе являющееся депонентом депозитария и не являющееся владельцем в отношении этих ценных бумаг – **номинальный держатель ценных бумаг**.

Деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг) – деятельность по определению взаимных обязательств (сбор, сверка, корректировка информации по сделкам с ценных бумагами и подготовка бухгалтерских документов по ним) и их зачету по поставкам ценных бумаг и расчетам по ним.

Депозитарная деятельность – оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий депозитарную деятельность, именуется **депозитарием**. Депозитарием может быть только юридическое лицо.

Депозитарий – особое хранилище, в которое владельцы ценных бумаг могут отдать их на сохранение. Выступает в роли передаточного звена от

продавца покупателю. Гарантирует наличие и подлинность продаваемых ценных бумаг. В обязанности депозитария входят: регистрация фактов обременения ценных бумаг депонента обязательствами; ведение отдельного счета ДЕПО депонента; передача депоненту всей информации о ценных бумагах, полученных от эмитента или держателя реестра владельцев ценных бумаг. Депозитарий в соответствии с депозитарным договором имеет право на поступление на свой счет доходов по ценным бумагам, хранящихся с целью перечисления на счета депонентов. В ФЗ «О рынке ценных бумаг»: «Депозитарной деятельностью признается оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги». Депозитарием может быть только юридическое лицо.

Депонент – лицо, пользующееся услугами депозитария.

Деятельность по организации торговли на рынках ценных бумаг – предоставление услуг, непосредственно способствующих заключению гражданско-правовых сделок с цennыми бумагами между участниками рынка ценных бумаг. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг, называется **организатором** торговли на рынке ценных бумаг.

Дистрингас – наложение судом ареста на ценные бумаги или выплату дивидендов, если какое-то лицо предъявляет на них претензии.

Ежеквартальный отчет эмитента – представляется коммерческими организациями, государственная регистрация хотя бы одного выпуска ценных бумаг которых сопровождалась регистрацией Проспекта эмиссии.

Заинтересованность в совершении сделки – признается за теми лицами, которые занимают должности в органах управления эмитента, или владеют совместно со своим аффилированным лицом 20 % и более голосующих акций, или владеют 20 % и более голосующих акций юридического лица, выступающего стороной сделки, или занимают должности в органах управления этого юридического лица.

Инвестор – вкладчик, осуществляющий инвестиции с целью извлечения дохода, увеличения капитала и т. п. В качестве инвестора могут выступать: частное лицо, организация или государство. Стратегические инвесторы ставят целью не получение дивидендов от владения акциями, а возможности воздействия на функционирование акционерного общества. Институциональные инвесторы – это портфельные инвесторы, т. е. не осуществляющие прямых инвестиций, а покупающие ценные бумаги компаний (банки, инвестиционные фонды, компании, страховые компании, пенсионные фонды).

Десять заповедей инвестора (выдержки из фольклора биржевого рынка):
Думайте, прежде чем покупать.

Ведите дела только с теми фирмами, занимающимися операциями с ценных бумагами, репутация которых вам хорошо известна.

Относитесь скептически к любым ценным бумагам, предлагаемым по телефону фирмой или торговцем, которого не знаете.

Остерегайтесь покупать, когда на вас сильно давят.

Не доверяйте обещаниям о резком взлете цены.

Ясно представляйте себе как риск понести убытки, так и возможность получения прибыли.

Доверяйте фактам, не совершайте покупок на основании конфиденциальной информации о курсах ценных бумаг или слухов.

Требуйте у лица, предлагающего вам покупку, письменную информацию о фирме, ее операциях, чистой прибыли, управлении, финансовом положении и видах на будущее.

Если вам непонятна письменная информация, проконсультируйтесь у компетентного лица.

Приобретая ценные бумаги, платите столько же, сколько и при покупке любого другого вида собственности.

Ипотечные ценные бумаги – связанные с недвижимым имуществом.

Индоцессмент – специальная передаточная надпись на переводном векселе при переходе от одного держателя другому.

Инкассо – банковская операция, посредством которой банк по поручению своего клиента получает деньги на основании расчетных документов за оплаченные ценности и оказанные услуги и зачисляет эти средства на счет клиента в банке.

Информация о выпуске ценных бумаг – раскрывается в случае открытой (публичной) эмиссии, требующей регистрации Проспекта эмиссии. **Раскрытие информации о существенных фактах (событиях и действиях)**, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента, обязательно для коммерческих организаций, представляющих Ежеквартальный отчет эмитента.

Инициатор сделки – участник торгов, обратившийся к другому участнику с целью заключения сделки.

Индекс – статистический показатель, выраженный в процентах базисного года или базисных лет (например, составной индекс Нью-Йоркской фондовой биржи). Индекс не является средней величиной. Самые известные из индексов: FT-SE, группа индексов и подиндексов газеты «Файнэншл Таймс» и Лондонской биржи, используемых в Великобритании; Дау-Джонса, американский индекс по 30 ведущим акциям США;

S&P, индексы агентства «Стандарт энд Пауэрс», охватывающие более широкий спектр американских акций (индексы 100 и 500 акций); Никкей, не взвешенный индекс ведущих японских акций; РТС и ММВБ.

Индексы деловой активности – выступают в качестве

обобщающих характеристик макроэкономической ситуации и инвестиционного климата;

инструмента анализа и прогнозирования конъюнктуры рынка ценных бумаг;

основы для инструментов хеджирования на финансовых рынках – фьючерсных и опционных контрактов;

ориентира при оценке эффективности управления портфелем клиента.

Набор акций-представителей образует **Список индекса**. Критерий отбора: репрезентативность и надежность корпораций-эмитентов. **Базисное значение индекса** (кроме индексов с ценовым взвешиванием) – величина индекса, принимаемая за базу. Для удобства расчетные базовые значения индекса округляют до 10, 50 или 100.

Индикатор – расчетный показатель изменений.

Инсайд – использование конфиденциальной информации, которой обладают биржевые сотрудники. Такие операции являются противозаконными.

Инфраструктура рынка – совокупность технологий, используемых на рынке для заключения и исполнения сделок. Задачи инфраструктуры сводятся к двум основным группам: управление рисками на рынке ценных бумаг; снижение удельной стоимости проведения операций. Инфраструктура рынка ценных бумаг содержит ряд подсистем, в их числе следующие подсистемы: учета прав на ценные бумаги (регистраторы и депозитарии), торговые системы (биржи и внебиржевые), клиринг, системы платежа (банковская система), системы раскрытия информации (информационные агентства, рейтинговые агентства и др.), страховые системы.

Клиринговая система – устанавливает и подтверждает параметры всех заключенных в данной системе сделок и подводит итоги.

Клиринг непрерывный – осуществляется в режиме реального времени. Система применяется при не очень больших потоках сделок или при наличии мощного аппаратно-программного обеспечения.

Клиринг периодический – проводится регулярно с известным периодом. Реально периодический клиринг проводится в конце каждой торговой сессии.

Клиринг двусторонний (двусторонний неттинг) – проводится таким образом, что в итоге выясняется, кто из участников и какие сделки заключил, выясняется нетто-позиция каждого из участников сделки.

Клиринг многосторонний (неттинг) – суммирует все сделки каждого участника торгов с разными контрагентами, в результате каждый получает одну (по каждому виду ценных бумаг) позицию. Многосторонний клиринг используется для непрерывного зачетного исполнения, и все открытые к концу дня позиции засчитываются против сделок следующего рабочего дня. Данная система обеспечивает максимальное использование зачета при обработке сделок по ценным бумагам. Путем сведения воедино наибольшего числа сделок система уменьшает до минимума обязательства по поставке ценных бумаг и тем самым снижает риск недопоставки. Стороны сделки получают уверенность в том, что сверенная сделка будет исполнена.

Конверсия – операция по увязке двух опционов и одного фьючерса с целью совместного определения размера маржи по ним.

Конверсионная цена – часть рыночной стоимости облигации, обмениваемой на одну ценную бумагу, например, акцию.

Конверсионная премия – разница между конверсионной ценой и текущей рыночной ценой ценной бумаги. Выплачивается за выкуп облигаций до наступления срока их погашения.

Конвертируемые ценные бумаги – бумаги, обратимые в другие виды или разновидности финансовых инструментов.

Коэффициент конверсии – пропорция, в соответствии с которой осуществляется обмен облигации на акции. Обычно это твердая величина, устанавливаемая на весь конверсионный период.

Контокоррент – использование ценных бумаг в качестве залога при кредитовании. При этом сумма кредита (лимит) зависит от качества ценных бумаг.

Курс – цена, по которой происходит купля-продажа ценных бумаг. Классическая формула курса акций:

$$K.A. = \text{Див.} : D_{б.д} \times 100 \% = (P.Ч. \times H) : D_{б.д} \times 100 \%,$$

где К.А. – курс акций; Див. – дивиденд; $D_{б.д}$ – доходность банковских депозитов; Р.Ч – чистая прибыль; Н – норма дивидендных выплат.

Курс облигации – выражается в пунктах. Продажа «с премией» означает курс выше номинала, продажа «с дисконтом (скидкой)» имеет противоположный смысл.

Рыночный курс облигации можно представить в следующем виде:

$$P. K = P.Ц : Ном \times 100 \%,$$

где Р.К – рыночный курс, %; Р.Ц – рыночная цена.

Купон (купонный процент) – фиксированный процент, устанавливаемый в момент эмиссии. Оформляется обычно как отрывная часть облигации. Формула определения размера купонных выплат:

$$K.B = (\text{Ном} \times K.P) : 100 \%,$$

где К.В – размер купонных выплат; Ном – номинал; К.П – купонный процент.

Кумулятивные префакции – акции, на которые накопленные дивиденды выплачиваются впоследствии.

Крупная сделка – сделка (в том числе заем, кредит, залог, поручительство) или несколько взаимосвязанных сделок, связанных с приобретением, отчуждением или возможностью отчуждения обществом прямо либо косвенно имущества, стоимость которого составляет 25 % и более балансовой стоимости активов общества, определенной по данным его бухгалтерской отчетности на последнюю отчетную дату, за исключением сделок, совершаемых в процессе обычной хозяйственной деятельности общества, сделок, связанных с размещением посредством подписки (реализацией) обыкновенных акций общества, и сделок, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в обыкновенные акции общества.

Котировка – цена, по которой данный дилер готов купить (продать) лот ценных бумаг.

Комиссия – договор, по которому одна сторона (комиссионер) обязуется по поручению другой стороны (комитента) за вознаграждение заключить сделку от своего имени, но в интересах и за счет комитента.

Куртаж – вознаграждение брокеру за посредничество при совершении биржевой сделки.

Леверидж – соотношение. **Финансовый леверидж** – соотношение вложений капитала в ценные бумаги с фиксированным доходом и вложений в ценные бумаги с нефиксированным доходом; соотношение между облигациями и префакциями с одной стороны и обыкновенными акциями с другой. Это показатель финансовой устойчивости АО, что отражается и на доходности портфельных инвестиций.

Леверидж = (облигации + префакции) : обыкновенные акции.

Высокий уровень левериджа – явление опасное, так как ведет к финансовой неустойчивости.

Листинг – включение ценных бумаг в котировальный список; исключение ценных бумаг из котировального списка – **делистинг**.

Маржа — залог, вносимый участником рынка в денежной форме, либо в форме ценных бумаг при заключении сделки для открытия позиции на рынке.

Маржа первоначальная — как правило, составляет небольшой процент от суммы контракта.

Маржа вариационная — сумма маржи, вносимая для поддержания открытой позиции на рынке в соответствии с рыночными колебаниями.

Маржа поддержания — минимально возможная величина первоначальной маржи, ниже которой значение первоначальной маржи не может опускаться на протяжении всего срока открытой позиции.

Маржинальная торговля ценными бумагами — использование банками ценных бумаг в качестве залога в брокерской деятельности. По договору купли ценных бумаг в кредит клиент должен до полного погашения ссуды и уплаты процентов оставить купленные по его поручению ценные бумаги под залог в банке. При этом рыночная стоимость ценных бумаг (стоимость обеспечения) должна превышать сумму кредита на определенную величину — маржу.

Маржинальная сделка — на бирже, при заключении которой клиент оплачивает 50 % всей суммы стоимости ценных бумаг, а остальные может взять в долг у брокера, при этом ценные бумаги выполняют функцию залога.

Мониторинг — элемент управления портфелем ценных бумаг.

Маркет-мейкеры и маркет-тейкеры. Первые принимают на себя обязательства поддерживать котировки ценных бумаг, т. е. публичные обязательства покупать и продавать данные бумаги по объявленным ими ценам, а остальные участники (маркет-тейкеры) имеют право заключать сделки только с маркет-мейкерами.

Модели финансовых рынков: *континентальная модель* — финансовая система, ориентированная на банковское финансирование, *англо-американская модель* — финансовая система, ориентированная на рынок ценных бумаг и систему институциональных инвесторов.

Налог на доходы в виде материальной выгоды, полученной от приобретения ценных бумаг — налоговая база определяется как превышение рыночной стоимости ценных бумаг над суммой фактических расходов налогоплательщика на их приобретение.

Налог на доходы от источников в РФ в виде дивидендов — ставка 9 %.

Обращение ценных бумаг — заключение гражданско-правовых сделок, влекущих переход прав собственности на ценные бумаги.

Облигация – долговая ценная бумага, серийное долговое обязательство.

Облигация корпоративная – это долговая (каузальная, эмиссионная, котируемая, фондовая, биржевая, рыночная, срочная) ценная бумага, выражая отношения займа между ее владельцем (кредитором) и эмитентом АО (заемщиком).

Облигации фундированные – это закладные, обеспеченные имуществом третьих лиц, имеющие залог.

Облигации субординированные – самые малообеспеченные. **Джанк-облигации** – необеспеченные облигации, представляющие рисковый (венчурный) капитал.

Номинал облигации (принципал) – сумма, обозначенная на облигации и удостоверяющая размеры основного долга по ней (во многих зарубежных странах обычна его величина – 1000 долларов).

Облигации закладные, обеспеченные недвижимостью, называют **ипотекой**.

Опцион – право покупки или продажи конкретного количества и вида ценных бумаг по определенной цене в течение установленного срока. Опциональный сертификат удостоверяет соответствующие права его владельца. Опциональный контракт – типизированный стандартный документ, имеющий курсовую стоимость, первичный и вторичный рынки и другие характеристики, свойственные ценной бумаге. Это производная (срочная, долговая, рыночная, котируемая, биржевая массовая, курсовая, коммерческая, спекулятивная) ценная бумага. **Цена опциона (премия)** – сумма, уплачиваемая покупателем опционного контракта его продавцу. **Покупатель опциона** – лицо, которое приобрело право заключения опционной сделки или отхода от нее. **Продавец опциона (надписант и райтер)** – лицо, обязанное продать (купить) оговоренное в контракте количество базисного актива по фиксированной цене в определенный срок. Надписать – это значит продать опцион.

Ордерные ценные бумаги – ценные бумаги, подразумевающие возможность их передачи другому лицу путем передаточной подписи (индоссамента).

Оверборт – ситуация, когда цены на ценные бумаги (или вообще на финансовом рынке) резко поднялись вверх на весьма значительную величину.

Оверсолд – ситуация, когда цены на ценные бумаги (или вообще на финансовом рынке) резко упали вниз на весьма значительную величину.

Отчет о сделке – сообщение о факте сделки, направляемое в торговую систему участником сделки.

Обращение ценных бумаг – заключение гражданско-правовых сделок, влекущих переход прав собственности на ценные бумаги.

Ограничения на обращение эмиссионных ценных бумаг – запрещается обращение эмиссионных ценных бумаг до полной их оплаты. При этом публичное обращение эмиссионных ценных бумаг, в том числе ценных бумаг иностранных эмитентов, до регистрации Проспекта ценных бумаг запрещается.

Оферта – формальное предложение определенному лицу заключить сделку с указанием всех необходимых для ее заключения условий.

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) – финансовый институт, специализирующийся на инвестициях в ценные бумаги в интересах держателей их пая. **Подтверждение сделки** – электронный документ, содержащий все условия заключения сделки, а также информацию о покупателе, необходимую для подготовки договора продавцом. **Приказ** – сделка, когда брокер получает поручение о покупке или продаже на бирже. Может быть лимитированный приказ (сделка без ограничения какими-либо условиями), неограниченный (сделка по рыночным ценам), приказ по рынку (сделка по рыночным ценам), приказ по переносу (передача обязательств по поставке на другой срок на определенных условиях).

Поставка – передача финансового актива или наличных от продавца фьючерсного контракта его покупателю при ликвидации фьючерсной сделки. Лишь около 2–5 % всех фьючерсных контрактов непосредственно завершаются физической поставкой или выплатой наличных денег. Остальные просто погашаются, что означает «закрытие позиций». Позиции сводятся посредством выплаты наличными.

Портфель – совокупность ценных бумаг инвестора. Выбор инвестиционного портфеля связан с ожидаемой доходностью и мерой риска. Имеет большое значение учет концепции правительства в экономической (отраслевой) политике. Принципы формирования инвестиционного портфеля:

- принцип консервативности;
- принцип диверсификации;
- принцип достаточной ликвидности.

Портфель роста – формируется из акций компаний, курсовая стоимость которых растет. Цель данного типа портфеля – рост капитальной стоимости портфеля вместе с получением дивидендов.

Портфель агрессивного роста – нацелен на максимальный прирост капитала. В состав данного типа портфеля входят акции молодых, быстро растущих компаний. Инвестиции достаточно рискованны, но вместе с тем могут приносить самый высокий доход.

Портфель консервативного роста – наименее рискованный среди портфелей данной группы. Состоит из акций крупных, хорошо известных компаний с устойчивым ростом курсовой стоимости.

Портфель среднего роста – представляет сочетание инвестиционных свойств портфелей агрессивного и консервативного роста.

Портфель дохода – ориентирован на получение высокого текущего дохода (процентных и дивидендных выплат). Составляется в основном из акций дохода, характеризующихся умеренным ростом курсовой стоимости и высокими дивидендами, облигаций и других ценных бумаг, инвестиционным свойством которых являются высокие текущие выплаты.

Портфель регулярного дохода – формируется из высоконадежных ценных бумаг и приносит средний доход при минимальном уровне риска.

Портфель доходных бумаг – состоит из высокодоходных облигаций корпораций, ценных бумаг, приносящих высокий доход при среднем уровне риска.

Портфель роста и дохода – формируется во избежание возможных потерь на фондовом рынке как от падения курсовой стоимости, так и от низких доходов. Одна часть финансовых активов приносит владельцу рост капитальной стоимости, а другая – доход. Потеря одной части может компенсироваться возрастанием другой.

Портфель ценных бумаг, освобожденных от налога – содержит в основном государственные долговые обязательства.

Ревальвация – повышение курса национальной валюты по отношению к валютам других стран, международным счетным денежным единицам, золоту (действие, противоположное девальвации). До отмены золотых паритетов ревальвация сопровождалась одновременным повышением золотого содержания валюты. Для страны, ревальвирующей свою валюту, возникает возможность приобретения иностранной валюты по более низким ценам. Поэтому к ревальвации прибегают, когда интересы экспортёров капитала и импортёров товаров берут верх над интересами должников и экспортёров товаров. Ревальвация используется также для борьбы с инфляцией и с целью сдерживания роста активного сальдо платежного баланса. В условиях бумажно-денежного обращения девальвация

ция и ревальвация используются в основном для регулирования курса национальных валют. На внутреннем рынке под влиянием инфляции ее покупательная способность может и снижаться, хотя и в меньшей степени, чем в других странах.

Размещение эмиссионных ценных бумаг — отчуждение эмиссионных ценных бумаг эмитентом (первым владельцем) путем заключения гражданско-правовых сделок.

Размещение эмиссионных ценных бумаг — отчуждение эмиссионных ценных бумаг первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок. **Способы** размещения: распределение акций среди учредителей (приобретения акций единственным учредителем); распределение среди акционеров общества; подписка (закрытая — для закрытых обществ, закрытая и открытая — для открытых обществ); конвертация. **Подписка** — размещение ценных бумаг на основании договоров (купли-продажи, мены). **Открытая** подписка (публичное размещение, публичная эмиссия) — размещение ценных бумаг среди неограниченного заранее круга лиц. **Публичное размещение** ценных бумаг — размещение ценных бумаг путем открытой подписки, в том числе размещение ценных бумаг на торгах фондовых бирж и/или иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг. **Закрытая** подписка (частное размещение) — размещение среди заранее определенного круга лиц.

Регресс (регрессивный риск) — обратное требование о возмещении уплаченной суммы, предъявленное одним физическим лицом другому обязанному лицу; применяется при протесте векселя или чека.

Ремитент — лицо, в пользу которого выписан переводный вексель, первый векселедержатель.

Риск «песо» — получил название в связи с политическими событиями в Мексике, когда валютные рынки ожидали значительную девальвацию мексиканского песо.

Российская торговая система (РТС) — крупнейшая в России электронная площадка, объединяющая инвестиционные компании и банки. Заключаются сделки с государственными и муниципальными ценностями бумагами, с ценными бумагами коммерческих предприятий. Участники торгов для подтверждения факта заключения сделки направляют в торговую систему сообщение — **подтверждение отчета**.

Индекс РТС является официальным индикатором Российской торговой системы (расчет ведется ежедневно, начиная с 1 сентября 1995 г. С января 1998 г. он рассчитывается каждые полчаса торговой сессии на

основании информации о сделках по наиболее ликвидным ценным бумагам). **Некоммерческое партнерство «Фондовая биржа РТС»** учреждено в январе 1997 г. брокерско-дилерскими компаниями и банками. Партнерство – организатор торговли в РТС. Совет Партнерства состоит из всех членов РТС. В период между заседаниями Совета Партнерства работой биржи руководит Совет директоров. Для реализации уставных целей и задач Совет директоров формирует подотчетные ему комитеты и комиссии. Дисциплинарная комиссия рассматривает вопросы, связанные с нарушением требований документов Партнерства, применение мер дисциплинарного порядка (разработан Кодекс мер дисциплинарного воздействия). В ведении Информационного комитета находится выработка концепции и порядка раскрытия и распространения рыночной информации. Комитет по расчетам и риск-менеджменту организует расчеты по сделкам с ценными бумагами в РТС и разрабатывает системы управления рисками в РТС. Комитет по регламенту проводит юридическую экспертизу нормативных документов Партнерства. Контрольная комиссия осуществляет контрольные функции осуществления операций с ценными бумагами. Котировальный комитет занят выработкой правил и осуществлением листинга и делистинга в РТС. В 2012 г. в результате слияния двух крупнейших биржевых групп РТС и ММВБ была образована группа «Московская биржа».

В соответствии с ФЗ «О рынке ценных бумаг» фондовые биржи, являющиеся некоммерческими партнерствами, могут быть преобразованы в акционерные общества.

Рыночная стоимость ценных бумаг – цена, по которой продавец, имеющий полную информацию о предмете сделки, согласен был бы продать, а покупатель соответственно – купить. Если цена покупки или цена спроса и цена предложения на эти ценные бумаги регулярно публикуются, для определения их рыночной стоимости должна быть принята эта цена. Для определения рыночной стоимости обыкновенных акций может быть принят во внимание размер чистых активов общества.

Свинг – колебание курсов ценных бумаг на бирже.

Свитч – ликвидация обязательств по одним ценным бумагам и заключение сделок по другим; на бирже – операции по продаже ненадежных ценных бумаг с целью покупки других с более стабильным курсом.

Свол – операция по обмену обязательствами или активами с целью улучшения их структуры, снижения рисков и издержек, получения прибыли. Является своего рода бартером контрактов, осуществляется через брокеров.

Свопы на основе активов – привязаны к каким-либо активам или портфелям и модифицируют потоки денежных средств по поставке процента, срокам, валюте или по комбинации этих параметров.

Свопы на основе обязательств – обеспечивают эмитенту необходимую гибкость для снижения затрат на финансирование с одновременным извлечением выгоды от изменяющейся ситуации на рынке.

Сделка РЕПО – представляет собой контракт, состоящий из двух частей:

продажа одним дилером другому бумаг в объеме по цене, указанной в контракте;

обратный выкуп того же объема ценных бумаг и по цене, указанной в контракте и в указанный в контракте срок.

Параметром, по которому ведется торговля, является процентная ставка, предметом торговли являются денежные средства, обеспечением исполнения обратной сделки являются ценные бумаги, функции регулирования рисков неисполнения обратной сделки выполняет размер диконта. В банковской сфере сделку РЕПО можно рассматривать как завуалированное кредитование.

Сделки с реальным товаром (для фондовых бирж) – это сделки с ценными бумагами с их немедленной поставкой (в соответствии с установленной процедурой оплаты и перерегистрации права собственности на них); для России «немедленная поставка» означает поставку через три дня, т. е. (Т+3).

Секьюритизация – замещение традиционных форм кредитования эмиссией ценных бумаг, обеспечиваемых лизинговыми договорами, залоговыми на имущество и т. д., с переходом к покупателю ценных бумаг на права получения долга и начисляемых по нему процентов.

Сертификат эмиссионной ценной бумаги – документ, выпускаемый эмитентом и удостоверяющий совокупность прав на указанное в сертификате количество ценных бумаг. **Подписной** сертификат, или **ордер**, дает право покупки (подписки) дополнительных ценных бумаг по оговоренной цене и в определенное время.

Система аукционная – применяется чаще всего для первичного размещения или продажи не очень ликвидных бумаг. Существуют варианты, различающиеся условиями подачи и заключения сделок. Например, закрытый аукцион предполагает предварительный сбор заявок с последующим выбором из них наиболее привлекательной.

Система с маркет-мейкерами – применяется обычно для бумаг с ограниченной ликвидностью, при этом маркет-мейкеры обязуются поддерживать котировки, а остальные участники торгов (маркет-нейкеры) имеют право заключать сделки только с маркет-мейкерами.

Система, основанная на заявках – предполагает подачу на торги одновременно заявок на покупку и на продажу. Если цены двух заявок совпадут, сделка исполняется. Система используется для наиболее ликвидных бумаг, когда нет недостатка в заявках.

Система со специалистами – предполагает посредников (специалистов) между брокерами. Специалисты заключают сделки от своего имени со всеми участниками торгов. Их прибыль появляется в результате игры на мелких колебаниях курса, которые они в обмен обязаны сглаживать.

Складские свидетельства (простое и двойное). Как и другие виды ценных бумаг, складские свидетельства удостоверяют определенные имущественные права, вытекающие из отношений, связанных с хранением и залогом. Они удостоверяют переуступку прав распоряжения, владения и пользования. Поскольку простое складское свидетельство – это ценная бумага на предъявителя, переуступка прав осуществляется путем простого вручения этой ценной бумаги другому лицу без каких-либо передаточных надписей. Двойное складское свидетельство состоит из собственно складского свидетельства и залогового свидетельства (варранта); они могут существовать самостоятельно. **Варрант** в качестве самостоятельного звена двойного складского свидетельства выступает производной бумагой по отношению к складскому свидетельству. Они не являются эмиссионными ценными бумагами и не требуют государственной регистрации. Складские свидетельства способны «расширить» неплатежи, потеснив бартер и всевозможные денежные суррогаты.

Скрипфилия – коллекционирование образцов устаревших ценных бумаг.

Спекулянты – заключают сделки лишь исключительно с целью заработать на благоприятном движении курсов. У них нет намерения страховать имеющиеся или будущие позиции от курсового риска. Для них движение курсов, наоборот, является наиболее желанным, так как они покупают (продают) контракты только затем, чтобы позднее продать (купить) их по более высокой (низкой) цене.

Существенные факты – изменения в списке лиц, входящих в органы управления эмитента; изменения в размере участия в уставном капитале эмитента; изменения в списке владельцев (акционеров) эмитента; изме-

нения в списке лиц, которые обладают двумя и более процентами голосов в высшем органе управления эмитента; появление в реестре эмитента лица, владеющего более чем 25 % его эмиссионных ценных бумаг; сделки на сумму, превышающую 2 миллиона размеров оплаты труда; изменение стоимости активов эмитента более, чем на 10 %; изменение прибыли эмитента более, чем на 10 %; реорганизация эмитента; начисленные и/или выплаченные доходы по ценным бумагам эмитента; решения общих собраний, Совета директоров (по существенным фактам, событиям, действиям); погашение ценных бумаг эмитента; даты закрытия реестра; возбуждение в отношении эмитента процедуры банкротства; предъявление эмитенту исковых заявлений, могущих существенно повлиять на его финансовое положение; сделка, в совершении которой является заинтересованность.

Стеллаж – форма срочных сделок с ценными бумагами, при которой одна из сторон (покупатель) приобретает право при наступлении срока исполнения сделки осуществить выбор между положением продавца и покупателя; биржевая операция с двойным опционом.

Страйк – фиксированная цена, при которой приобретается позиция на фьючерсные контракты при реализации опционов.

Стринг – единица аукционных торгов, представляющая собой объединение сходных по качеству лотов.

Стрип – опционный стрэлл, заключающийся в покупке большего числа опционов на покупку, чем опционов на продажу.

Стрэлл – соглашение, представляющее его держателю право продавать или покупать ценные бумаги по определенной цене; при сделках с опционом – двойной опцион или стеллаж.

Стрэнгл – двойной опцион с одновременной покупкой-продажей опциона на покупку и опциона на продажу с разными ценами реализации; при этом цена реализации опциона на продажу обычно ниже цены реализации опциона на покупку.

Стеллаж – форма срочных сделок с ценными бумагами, при которой одна из сторон (покупатель) приобретает право при наступлении срока исполнения сделки осуществить выбор между положением продавца и покупателя; биржевая операция с двойным опционом.

Сэтлемент – расчеты по биржевым операциям; частота, с которой подсчитываются расчетные цены и взимается маржа.

Статистическая база – результаты торгов на фондовой бирже или на торгах внебиржевого института рынка ценных бумаг.

Саморегулируемые организации — добровольное объединение профессиональных участников рынка ценных бумаг, функционирующее на принципах некоммерческой организации. Учреждаются для обеспечения условий деятельности на рынке ценных бумаг, соблюдения стандартов профессиональной деятельности, защиты интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся членами саморегулируемой организации, установления правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами, обеспечивающих эффективную деятельность на рынке ценных бумаг. Основные саморегулируемые организации: НАУФОР, ПАУФОР, НАУРаГ, ПАРТАД, СФБ (Союз фондовых бирж), НФА (Национальная фондовая ассоциация) и др.

Тикер (англ. *ticker symbol*) — краткое название в биржевой информации котируемых инструментов (акций, облигаций, индексов). Является уникальным идентификатором в рамках одной биржи или информационной системы. Используется для того, чтобы постоянно не печатать в сводках полное наименование ценных бумаг.

Трейдер, биржевой маклер — лицо, совершающее сделки по купле-продаже за свой собственный счет для извлечения краткосрочной прибыли. Чаще всего выступает в роли продавца. Это может быть служащий брокера или дилера или финансовой организации, специализирующийся на купле-продаже ценных бумаг для фирмы и/или ее клиентов. Своей деятельностью они способствуют повышению ликвидности рынка срочных контрактов, обеспечивая, таким образом, способность рынка функционировать.

Траст — активы, хранимые и управляемые доверенным лицом в интересах индивида или группы. В Великобритании траст использовался для уменьшения воздействия налогов на доход и богатство.

Транш — одна или несколько групп взаимосвязанных ценных бумаг, эмитированных в одно и то же время. Разные транши одной эмиссии имеют различные характеристики риска, доходности и/или срока погашения. **Сделка** — договор купли-продажи, цессии и иные, заключенные в устной форме, или достижение договоренности о заключении письменного договора. **Заключительное исполнение сделки** — проведение платежа и передача ценной бумаги.

Торговая система — совокупность технических, технологических и организационных средств, позволяющих заключить договор о сделке, провести сверку, клиринг. **Установление рыночной цены и обеспечение сделки** — основная задача биржи; для этих целей используются следующие

механизмы: аукционы; система с котировками и маркет-майкерами; система, основанная на заявках; система со специалистами.

Управление портфелем: активная модель управления – предполагает тщательное отслеживание и немедленное приобретение инструментов, отвечающих инвестиционным целям портфеля. **Пассивная модель** управления предполагает создание хорошо диверсифицированных портфелей с заранее определенным уровнем риска, рассчитанным на длительную перспективу. Такая модель возможна при достаточной эффективности рынка, насыщенности его ценными бумагами хорошего качества.

Финансы – экономические отношения, которые связаны с формированием, распределением, а также с использованием фондов и денежных средств для выполнения задач, поставленных государством и для создания условий расширенного воспроизводства в экономике.

Финансовая система – представляет собой совокупность различных звеньев финансовых отношений, каждое из которых характеризуется особенностями в формировании и использовании фондов денежных средств, различной ролью в общественном воспроизводстве.

Форфейтинг – кредитование внешнеэкономических операций в форме покупки у экспортёра векселей, акцептованных импортером.

Форвардный контракт – соглашение между контрагентами о будущей поставке предмета контракта (актива). Заключается вне фондовой биржи, условия сделки оговариваются в момент заключения сделки. Обычно заключается для реальной продажи или покупки и преследует цель страхования поставщика или покупателя от возможного неблагоприятного для него изменения цены на рынке. Немедленная поставка актива называется «**спотовой**». Форвардный контракт может заключаться не только с целью страхования (хеджирования) от возможных убытков, но и с целью игры на разнице рыночной (курсовой) стоимости активов.

Форекс (Forex, иногда FX, от англ. *FOReign EXchange* – «зарубежный обмен») – рынок межбанковского обмена валюты по свободным ценам. В русском языке термин **Форекс** обычно используют в более узком смысле (подразумевается спекулятивная торговля валютой через коммерческие банки или дилинговые центры).

Финансовый фьючерс – договорное обязательство купить или продать в стандартизированную дату исполнения контракта определенное количество финансовых инструментов по заранее определенной (согласованной) цене. Как правило, сроки исполнения контракта устанавливаются

поквартально (например, третья пятница марта, сентября и декабря текущего, иногда следующего года). Стандартизация в данном случае имеет существенное значение для создания достаточно ликвидного, подвижного рынка. К финансовым фьючерсам с конкретной базой относятся валютные и процентные фьючерсы. **Индексный фьючерс** – договорное обязательство продать или, соответственно, купить стандартизированную величину одного из индексов по заранее утвержденному курсу (величине) этого индекса в будущую, стандартизированную дату исполнения обязательств.

Отличительные черты форварда и фьючерса.

1. Форвардный контракт чаще всего заключается с целью реальной продажи или покупки базисного актива и страхует как поставщика, так и покупателя от возможного изменения цен. Фьючерсному контракту нередко свойственен оттенок спекулятивности – важна не собственно продажа или покупка базисного актива, а получение выигрыша от изменения цен.

2. Твердых гарантий обязательного исполнения форвардного контракта не существует. Если изменение цен будет существенным, поставщик может отказаться от поставки даже под угрозой выплаты крупных штрафных санкций. Подобные контракты в немалой степени базируются на доверительном отношении контрагентов.

3. Форвардный контракт привязан к точной дате его исполнения, а фьючерсный – к месяцу исполнения.

4. Поскольку фьючерсных контрактов, а также участников операций много, конкретные продавцы и покупатели, как правило, не привязаны друг к другу. Это означает, что какой-то поставщик, готовый исполнить контракт, сообщает об этом в клиринговую палату биржи, организующую исполнение фьючерсов; последняя случайным образом выбирает покупателя из всех покупателей, ожидающих исполнения контракта, и уведомляет его о грядущей в течение ближайших дней поставке объекта сделки.

5. В отличие от форвардных контрактов, которые обычно продаются на внебиржевом рынке, фьючерсы свободно обращаются на фондовых биржах, т. е. существует постоянный ликвидный рынок этих ценных бумаг. Поэтому продавец при необходимости всегда может отрегулировать собственные обязательства по поставке финансовых инструментов путем выкупа своих фьючерсов.

6. Главной отличительной чертой фьючерсов является то, что изменение цен по финансовым инструментам, указанным в контракте, осуществляется ежедневно, в течение всего периода до момента их исполнения.

Финансовый рынок является составной частью финансовой системы. Это механизм перераспределения капитала между кредиторами и заем-

щиками при помощи посредников на основе спроса и предложения на капитал. Это организованная, или неформальная, система торговли финансовыми ресурсами.

Фондовая биржа – организатор торговли на рынке ценных бумаг, не совмещающий деятельность по организации торговли с иными видами деятельности, за исключением депозитарной и деятельности по определению взаимных обязательств. По российскому законодательству создается в форме некоммерческого партнерства или акционерного общества. Рынок, на котором курсы растут, называют «**бычий рынок**». «Бык» – участник торгов, ожидающий повышения цен (спекулянт, играющий на повышении цен). Биржевая операция, которую «бык» использует для реализации своих целей – **репорт**. Рынок, на котором курсы падают, называют «**медвежий рынок**». «Медведь» – участник торгов, считающий, что цены будут снижаться (спекулянт, играющий на понижение цен).

Биржевая операция, которую «медведь» использует для реализации своих целей – **депорт**.

Функции клиринговых организаций – условно можно выделить функции операционной и финансовой частей процесса клиринга. Операционная часть, например, выполняет функции: входления на рынок (фиксация сделок); сверка и сопоставление параметров сделок; регистрация сделок и взаимозачет открытых позиций.

Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) – федеральный орган исполнительной власти по проведению государственной политики в области рынка ценных бумаг. Заменен Службой ЦБ РФ.

Фьючерсные сделки – сделки, совершаемые как правило с целью хеджирования.

Хеджирование – страхование ценовых рисков. Это схема управления, позволяющая исключить или минимизировать степень риска. Среди наиболее популярных методов хеджирования – страхование, форвардные и фьючерсные контракты, опционы, процентные и валютные свопы и др.

Ценная бумага – документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные и обязательственные права, осуществление или передача которых возможны только при их предъявлении. **Тип** ценной бумаги – сочетание различных комбинаций видов ценных бумаг, объединяемых каким-либо общим признаком.

Рыночные ценные бумаги – свободно обращаются на биржевом и внебиржевом рынках. **Нерыночные** ценные бумаги имеют только первичный рынок, не имеют рыночных котировок. **Рыночные котировки** – установ-

ление курса ценной бумаги на фондовой бирже или в рамках какой-то другой торговой внебиржевой системы.

Эмиссионная ценная бумага – любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных Федеральным законом формы и порядка;

размещается выпусками;

имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

Эмитент – юридическое лицо или органы исполнительной власти либо органы местного самоуправления, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ими.

Эмиссия ценных бумаг – последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг. **Недобросовестная эмиссия** – действия, выражющиеся в нарушении процедуры эмиссии. **Процедура** эмиссии эмиссионных ценных бумаг включает этапы:

принятие решения о размещении эмиссионных ценных бумаг;
утверждение Решения о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг;

государственную регистрацию выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг;

размещение эмиссионных ценных бумаг;

государственную регистрацию Отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг.

Решение о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг – документ, содержащий данные, достаточные для установления объема прав, закрепленных ценной бумагой. Решение о выпуске ценных бумаг утверждается Советом директоров (общим собранием акционеров, если Уставом общества не предусмотрен Совет директоров) не позднее шести месяцев с момента принятия решения об их размещении.

Проспект ценных бумаг – составляется и регистрируется в случае размещения эмиссионных ценных бумаг путем открытой подписки или путем закрытой подписки среди круга лиц, число которых превышает 500.

Отчет об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг – представляется в регистрирующий орган (Служба ЦБ) не

позднее 30 дней после завершения размещения эмиссионных ценных бумаг.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

Основной

Алехин Б. И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции / Б. И. Алехин. — М. : Финансы и статистика, 1991.

Акелис С. Б. Технический анализ от А до Я / С. Б. Акелис. — М., 2000. Англо-русский толковый и русско-английский словарь биржевых терминов. — СПб., 1992.

Орлова А. Ф. Рынок ценных бумаг : учеб. пособие / А. Ф. Орлова. — СПб.: Изд-во Политехн. ун-та, 2005.

Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс; пер. Н. Н. Любимова. — М. : Гелиос АРВ, 2012.

Пессель М. А. Заем, кредит, ссуда / М. Г. Пессель // Деньги и кредит. — 1999. — № 4. — С. 28.

Тертышный С. А. Практикум по курсу «Рынок ценных бумаг» / С. А. Тертышный. — СПб., 2003.

Тертышный С. А. Рынок ценных бумаг и методы его анализа. Механизм функционирования. Риски. Участники / С. А. Тертышный. — СПб. : Питер, 2004.

Экономика / под ред. А.С. Булатова — М.: Юристъ, 2002.

Федеральные законы: «Об акционерных обществах» (№ 208, 1995); «О рынке ценных бумаг» (№ 39, 1996); Налоговый кодекс Российской Федерации. — М.—СПб.: Издательский дом Герда, 2009.

Дополнительный

(журналы, газеты)

Рынок ценных бумаг. Депозитариум. Аналитические журналы.
Деньги. Еженедельник издательского дома “Коммерсантъ”.

Эксперт. Журнал.

Экономика и жизнь. Еженедельник.

Приложения

1. Общероссийский классификатор валют

Код валюты		Наименование валюты	Краткое наименование стран и территорий
цифровой	буквенный		
036	AUD	Австралийский доллар	Австралия; Кирибати; Ко-косовые (Килинг) острова; Науру; Остров Норфолк; Остров Рождества; Остров Херд и острова Макдональд; Тувалу
978	EUR	Евро	Австрия; Андорра; Бельгия; Гваделупа; Германия; Греция; Ирландия; Исландия; Испания; Италия; Кипр; Люксембург; Майотта; Малта; Мартиника; Монако; Нидерланды; Папский Престол (Государство-город Ватикан); Португалия; Реюньон; Сан-Марино; Сен-Бартелеми; Сен-Мартен; Сент-Пьер и Микелон; Словакия; Словения; Финляндия; Франция; Французская Гвиана; Французские Южные территории; Черногория
944	AZN	Азербайджанский манат	Азербайджан
008	ALL	Лек	Албания
012	DZD	Алжирский динар	Алжир

Продолжение

Код валюты		Наименование валюты	Краткое наименование стран и территорий
цифровой	буквенный		
840	USD	Доллар США	Американское Самоа; Британская территория в Индийском океане; Виргинские острова (Британские); Виргинские острова (США); Гати; Гуам; Малые Тихоокеанские Отдаленные острова Соединенных Штатов; Маршалловы Острова; Микронезия, федеративные штаты; Острова Теркс и Кайкос; Палау; Панама; Пуэрто-Рико; Северные Марианские острова; Соединенные Штаты; Тимор-Лeste; Эквадор; Эль-Сальвадор
951	XCD	Восточно-カリбский доллар	Антигуа и Барбуда; Гренада; Доминика; Монсеррат; Сент-Винсент и Гренадины; Сент-Китс и Невис; Сент-Люсия
973	AOA	Кванза	Ангола
032	ARS	Аргентинское песо	Аргентина
051	AMD	Армянский драм	Армения
533	AWG	Арубанский гульден	Аруба
971	AFN	Афгани	Афганистан
044	BSD	Багамский доллар	Багамы
050	BDT	Така	Бангладеш
052	BBD	Барбадосский доллар	Барбадос
048	BHD	Бахрейнский динар	Бахрейн

Продолжение

Код валюты цифровой	Наименование буквенный	Краткое наименование валюты	стран и территорий
974	BYR	Б е л о р у с с к и й рубль	Беларусь
084	BZD	Белизский дол- лар	Белиз
952	XOF	Франк КФА ВСЕАО	Бенин; Буркина-Фасо; Гви- нея-Бисау; Кот д'Ивуар; Мали; Нигер; Сенегал; Того
060	BMD	Бермудский дол- лар	Бермуды
975	BGN	Болгарский лев	Болгария
068	BOB	Боливиано	Боливия, многонациональ- ное государство
977	BAM	Конвертируемая марка	Босния и Герцеговина
072	BWP	Пула	Ботсвана
986	BRL	Б р а з и л ь с к и й реал	Бразилия
096	BND	Брунейский дол- лар	Бруней-Даруссалам
108	BIF	Бурундийский франк	Бурунди
064	BTN	Нгултрум	Бутан
356	INR	Индийская ру- пия	Бутан; Индия
548	VUV	Вату	Вануату
348	HUF	Форинт	Венгрия
937	VEF	Боливар фуэрте	Венесуэла, боливарианская республика
704	VND	Донг	Вьетнам
950	XAF	Франк КФА ВЕАС	Габон; Камерун; Конго; Центрально-Африканская Республика; Чад; Экватори- альная Гвинея

Продолжение

Код валюты цифровой	Код валюты буквенный	Наименование валюты	Краткое наименование стран и территорий
332	HTG	Гурд	Гаити
328	GYD	Гайанский доллар	Гайана
270	GMD	Даласи	Гамбия
936	GHS	Седи	Гана
320	GTQ	Кетсаль	Гватемала
324	GNF	Гвинейский франк	Гвинея
624	GWP	Песо Гвинеи-Бисау	Гвинея-Бисау
292	GIP	Гибралтарский фунт	Гибралтар
340	HNL	Лемпира	Гондурас
344	HKD	Гонконгский доллар	Гонконг
208	DKK	Датская крона	Гренландия; Дания; Фарерские острова
981	GEL	Лари	Грузия
262	DJF	Франк Джибути	Джибути
214	DOP	Доминиканское песо	Доминиканская Республика
818	EGP	Египетский фунт	Египет
894	ZMK	Замбийская квача	Замбия
504	MAD	Марокканский дирхам	Западная Сахара; Марокко
932	ZWL	Доллар Зимбабве	Зимбабве
376	ILS	Новый израильский шекель	Израиль
360	IDR	Рупия	Индонезия
400	JOD	Иорданский динар	Иордания

Продолжение

Код валюты		Наименование валюты	Краткое наименование стран и территорий
цифровой	буквенный		
368	IQD	Иракский динар	Ирак
364	IRR	Иранский риал	Иран (Исламская Республика)
352	ISK	Исландская крона	Исландия
886	YER	Йеменский риал	Йемен
132	CVE	Эскудо Кабо-Верде	Кабо-Верде
398	KZT	Тенге	Казахстан
116	KHR	Риель	Камбоджа
124	CAD	Канадский доллар	Канада
634	QAR	Катарский риал	Катар
404	KES	Ке ни и с к и й шиллинг	Кения
417	KGS	Сом	Киргизия
156	CNY	Юань	Китай
170	COP	Колумбийское песо	Колумбия
970	COU	Единица реальной стоимости	Колумбия
174	KMF	Франк Комор	Коморы
976	CDF	Конголезский франк	Конго, демократическая Республика
408	KPW	Северокорейская вона	Корея, народно-демократическая Республика
410	KRW	Вона	Корея, Республика
188	CRC	Костариканский колон	Коста-Рика
192	CUP	Кубинское песо	Куба
931	CUC	Конвертируемое песо	Куба
414	KWD	Кувейтский динар	Кувейт

Продолжение

Код валюты		Наименование валюты	Краткое наименование стран и территорий
цифровой	буквенный		
418	LAK	Кип	Лаосская Народно-Демократическая Республика
428	LVL	Латвийский лат	Латвия
426	LSL	Лоти	Лесото
710	ZAR	Рэнд	Лесото; Намибия; Южная Африка
430	LRD	Либерийский доллар	Либерия
422	LBP	Ливанский фунт	Ливан
434	LYD	Ливийский динар	Ливийская Арабская Джамахирания
440	LTL	Литовский лит	Литва
756	CHF	Швейцарский франк	Лихтенштейн; Швейцария
480	MUR	Маврикийская рупия	Маврикий
478	MRO	Угия	Мавритания
969	MGA	Малагасийский ариари	Мадагаскар
446	MOP	Патака	Макао
807	MKD	Денар	Македония, бывшая Югославская Республика
454	MWK	Квача	Малави
458	MYR	Малайзийский ринггит	Малайзия
462	MVR	Руфия	Мальдивы
960	XDR	СДР (специальные права заимствования)	Международный валютный фонд (МВФ)
484	MXN	Мексиканское песо	Мексика
943	MZN	Метикал	Мозамбик

Продолжение

Код валюты цифровой	Наименование валюты	Краткое наименование стран и территорий
буквенный		
498	MDL	Молдавский лей
496	MNT	Тугрик
104	MMK	Кьят
516	NAD	Доллар Намибии
524	NPR	Непальская рупия
566	NGN	Найра
532	ANG	Нидерландский а н т и л ь с к и й гульден
558	NIO	Золотая кордоба
554	NZD	Новозеландский доллар
953	XPF	Франк КФП
578	NOK	Н о р в е ж с к а я крона
784	AED	Дирхам (ОАЭ)
512	OMR	Оманский риал
136	KYD	Доллар Островов Кайман
586	PKR	Пакистанская рупия
590	PAB	Бальбоа
598	PGK	Кина
600	PYG	Гуарани
604	PEN	Новый соль
985	PLN	Злотый
643	RUB	Российский рубль

Продолжение

Код валюты цифровой	Наименование буквенный	Наименование валюты	Краткое наименование стран и территорий
646	RWF	Франк Руанды	Руанда
946	RON	Новый лей	Румыния
882	WST	Тала	Самоа
678	STD	Добра	Сан-Томе и Принсипи
682	SAR	С а у д о в с к и й риял	Саудовская Аравия
748	SZL	Лилангени	Свазиленд
654	SHP	Фунт Святой Елены	Святая Елена
690	SCR	Сейшельская ру- пия	Сейшэлы
941	RSD	Сербский динар	Сербия
702	SGD	Сингапурский доллар	Сингапур
760	SYP	Сирийский фунт	Сирийская Арабская Респу- блика
826	GBP	Фунт стерлингов	Соединенное королевство
090	SBD	Доллар Соломо- новых Островов	Соломоновы Острова
706	SOS	С о м а л и й с к и й шиллинг	Сомали
938	SDG	Суданский фунт	Судан
968	SRD	Сурина м с к и й доллар	Суриnam
694	SLL	Леоне	Сьерра-Леоне
972	TJS	Сомони	Таджикистан
764	THB	Бат	Таиланд
901	TWD	Новый тайвань- ский доллар	Тайвань (Китай)
834	TZS	Танзанийский шиллинг	Танзания, объединенная ре- спублика
776	TOP	Паанга	Тонга

Окончание

Код валюты		Наименование валюты	Краткое наименование стран и территорий
цифровой	буквенный		
780	TTD	Доллар Тринидада и Тобаго	Тринидад и Тобаго
788	TND	Тунисский динар	Тунис
934	TMT	Новый манат	Туркмения
949	TRY	Турецкая лира	Турция
800	UGX	Угандийский шиллинг	Уганда
860	UZS	Узбекский сум	Узбекистан
980	UAH	Гривна	Украина
940	UYI	Уругвайское песо в индексированных единицах	Уругвай
858	UYU	Уругвайское песо	Уругвай
242	FJD	Доллар Фиджи	Фиджи
608	PHP	Филиппинское песо	Филиппины
238	FKP	Фунт Фолклендских островов	Фолклендские острова (Мальвинские)
191	HRK	Хорватская куна	Хорватия
203	CZK	Чешская крона	Чешская Республика
152	CLP	Чилийское песо	Чили
752	SEK	Шведская крона	Швеция
144	LKR	Шри-Ланкийская рупия	Шри-Ланка
222	SVC	Сальвадорский колон	Эль-Сальвадор
232	ERN	Накфа	Эритрея
233	EEK	Крона	Эстония
230	ETB	Эфиопский быр	Эфиопия
388	JMD	Ямайский доллар	Ямайка
392	JPY	Иена	Япония

2. ОБЩЕНИЕ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ



РАБОТАЕМ



СТОП



АННУЛИРОВАТЬ



ПОКУПАЮ



ВЫПОЛНЕНО



ПРОДАЮ



ПОКУПАЮ
ДВА



ПОКУПАЮ
ЧЕТЫРЕ



ПОКУПАЮ
ПЯТЬ



ПРОДАЮ
ОДИН



ПРОДАЮ
ПЯТЬ



ПРОДАЮ
ШЕСТЬ



НОЛЬ



ОДИН



ДВА



ЦЕЛЫЙ ЦЕНТ



ТРИ



ЧЕТЫРЕ



ПЯТЬ



ТРИ ЧЕТВЕРТИ ЦЕНТА



ШЕСТЬ



СЕМЬ



ВОСЕМЬ



ОДНА ВТОРАЯ ЦЕНТА



ДЕВЯТЬ



ДЕСЯТЬ



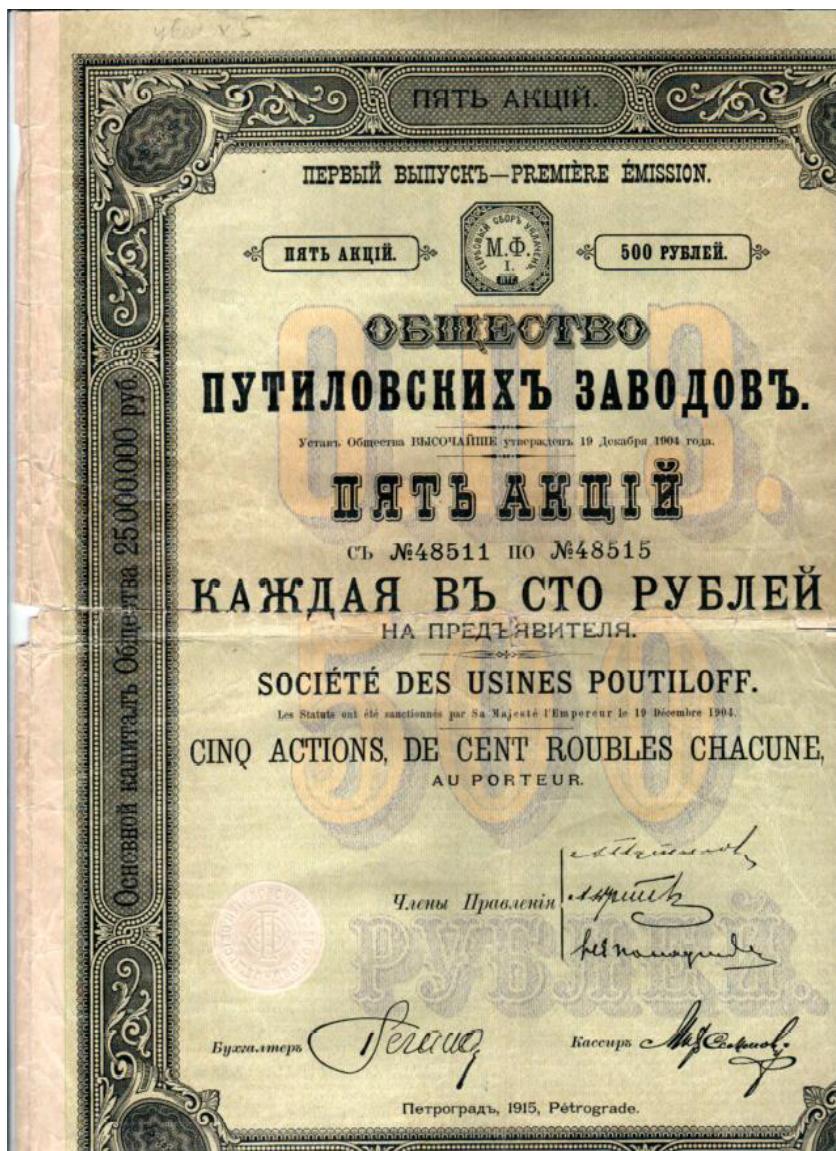
ОДНА ЧЕТВЕРТАЯ ЦЕНТА

* Ладонь, обращенная к себе, означает покупку.
Ладонь, обращенная к залу, – продажу

3. ОБЛИГАЦИЯ



4. АКЦИИ И КУПОНЫ



SOCIÉTÉ DES USINES POUTILOFF.	1^{re} ÉMISSION.	TALON DE CINQ ACTIONS	1^{re} ÉMISSION.
A l'expiration des dix années, pour lesquelles ont été délivrés les et le présent talon, il sera délivré au détenteur des actions susindiquées, à l'Administration de la Société, une nouvelle feuille de coupons pour années suivantes.	(portant les numéros au verso)		Pétrograde, 1913.
SOCIÉTÉ DES USINES POUTILOFF.	29^{me} COUPON DE CINQ ACTIONS	30^{me} COUPON DE CINQ ACTIONS	
pour toucher le DIVIDENDE afférant à l'année 1923 , payable au porteur.	(portant les numéros indiqués au verso)	(portant les numéros indiqués au verso)	pour toucher le DIVIDENDE afférant à l'année 1924 , payable au porteur.
SOCIÉTÉ DES USINES POUTILOFF.	27^{me} COUPON DE CINQ ACTIONS	28^{me} COUPON DE CINQ ACTIONS	
pour toucher le DIVIDENDE afférant à l'année 1921 , payable au porteur.	(portant les numéros indiqués au verso)	(portant les numéros indiqués au verso)	pour toucher le DIVIDENDE afférant à l'année 1922 , payable au porteur.
SOCIÉTÉ DES USINES POUTILOFF.	25^{me} COUPON DE CINQ ACTIONS	26^{me} COUPON DE CINQ ACTIONS	
pour toucher le DIVIDENDE afférant à l'année 1919 , payable au porteur.	(portant les numéros indiqués au verso)	(portant les numéros indiqués au verso)	pour toucher le DIVIDENDE afférant à l'année 1920 , payable au porteur.
SOCIÉTÉ DES USINES POUTILOFF.	23^{me} COUPON DE CINQ ACTIONS	24^{me} COUPON DE CINQ ACTIONS	
pour toucher le DIVIDENDE afférant à l'année 1917 , payable au porteur.	(portant les numéros indiqués au verso)	(portant les numéros indiqués au verso)	pour toucher le DIVIDENDE afférant à l'année 1918 , payable au porteur.
SOCIÉTÉ DES USINES POUTILOFF.			
21^{me} COUPON			SOCIÉTÉ DES USINES POUTILOFF.

5. РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Итоги размещений государственных облигаций в мае 2015 года

Дата	Облигация	Размещено, по номиналу
20.05.2015	ОФЗ-24018-ПК	9 999 999 000 RUB
20.05.2015	ОФЗ-26212-ПД	9 999 998 000 RUB
13.05.2015	ОФЗ-29011-ПК	14 999 996 000 RUB
13.05.2015	ОФЗ-26214-ПД	4 559 963 000 RUB
06.05.2015	ОФЗ-29006-ПК	9 999 997 000 RUB

На рынке государственных облигаций (май–июнь 2015 г.)

Дата	Операция
27.05.2015	Выплата по 1-му купону ОФЗ-29009-ПК. Ставка купона: 10,85 % годовых
03.06.2015	Выплата по 4-му купону ОФЗ-26214-ПД. Ставка купона: 6,4 % годовых
03.06.2015	Выплата по 4-му купону ОФЗ-26213-ПД. Ставка купона: 7,4 % годовых
03.06.2015	Погашение номинальной стоимости облигаций ОФЗ-25079-ПД
03.06.2015	Выплата по 8-му купону ОФЗ-25079-ПД. Ставка купона: 7 % годовых
03.06.2015	Выплата по 41-му купону ОФЗ-46018-АД. Ставка купона: 6,5 % годовых
03.06.2015	Выплата по 13-му купону ОФЗ-46010-АД. Ставка купона: 10 % годовых

Ежемесячная статистика рынка государственных облигаций

Показатель	Текущий месяц (май 2015)	Предыдущий месяц (апрель 2015)
Облигации в обращении:		
количество выпусков, шт.	127	127
суммарно объявленный объем, млн. руб.	7 770 652	7 770 652
суммарный объем в обращении, млн. руб.	5 449 273	5 394 713
Размещенные выпуски:		
количество выпусков, шт.	0	0
суммарно размещенный объем, млн. руб.	0	0
Погашенные выпуски:		
количество выпусков, шт.	0	0
суммарно погашенный объем, млн. руб.	0	0
Платежи по купонам:		
суммарный объем платежей, млн. руб.	7693	19 152
Биржевые торги:		
суммарный объем торгов, млн. руб.	678 232	1 250 232

• Ежемесячная статистика рынка государственных облигаций

Показатель	Тек. месяц май 2015	Пред. месяц апрель 2015
Облигации в обращении:		
кол-во выпусков, шт.	127	127
сумм. объявленный объем, млн.руб.	7 770 652	7 770 652
сумм. объем в обращении, млн.руб.	5 449 273	5 394 713
Размещенные выпуски:		
кол-во выпусков, шт.	0	0
сумм. размещененный объем, млн.руб.	0	0
Погашенные выпуски:		
кол-во выпусков, шт.	0	0
сумм. погашаемый объем, млн.руб.	0	0
Платежи по купонам:		
сумм. объем платежей, млн.руб.	7 693	19 152
Биржевые торги:		
сумм. объем торгов, млн.руб	678 232	1 250 232

Размещения корпоративных облигаций в мае 2015 г.

Дата	Облигация	Предложено по номиналу, RUB	Биржа
26.05.2015	Банк Интеза-3-боб	5 000 000 000	МосБиржа
26.05.2015	ГТП-Финанс 1-об	300 000 000	МосБиржа
27.05.2015	Открытие Холдинг-3-боб	12 000 000 000	МосБиржа
27.05.2015	Аптечная сеть 36.6-3-боб	2 000 000 000	МосБиржа
28.05.2015	Металлинвестбанк-2-боб	2 000 000 000	МосБиржа

Итоги размещений корпоративных облигаций в мае 2015 г.

Дата	Облигация	Размещено по номиналу, RUB	Размещено, %	Доходность, %
22.05.2015	ВЭБ-лизинг-2-боб	5 000 000 000	100	14.49
22.05.2015	РЖД-4-боб	15 000 000 000	100	*11.99
22.05.2015	РЖД-3-боб	15 000 000 000	100	*12.10
22.05.2015	Башнефть-3-боб	5 000 000 000	100	*12.36
19.05.2015	Внешпромбанк-6-боб	1 000 000 000	100	*15.49

* - доходность к оферте (облигация с переменным купоном)

Выплаты по купонам корпоративных облигаций в мае 2015 г.

25.05.2015	Выплата по 15-му купону Медведь-Финанс-2-об. Ставка купона: 12.5 % годовых
25.05.2015	Выплата по 49-му купону ГПБ-Ипотека Два-1-об. Ставка купона: 7.5 % годовых
25.05.2015	Выплата по 49-му купону ГПБ-Ипотека Два-2-об. Ставка купона: 18.5663 % годовых
25.05.2015	Выплата по 5-му купону ВТБ Капитал Финанс-2-об. Ставка купона: 0.1 % годовых
25.05.2015	Выплата по 10-му купону АИЖК 2011-1-A1/12-об. Ставка купона: 9 % годовых
25.05.2015	Погашение 10 части (3.228% номинала) основного долга облигаций АИЖК 2011-1-A1/12-об
25.05.2015	Выплата по 10-му купону АИЖК 2011-1-A2/12-об. Ставка купона: 3 % годовых

• Ежемесячная статистика рынка корпоративных облигаций

Показатель	Тек. месяц май 2015	Пред. месяц апрель 2015
Облигации в обращении:		
кол-во выпусков, шт.	1 141	1 133
сумм. объявленный объем, млн.руб	7 279 888	7 194 388
сумм. объем в обращении, млн.руб	6 819 246	6 752 368
Размещенные выпуски:		
кол-во выпусков, шт.	15	24
сумм. размещенный объем, млн.руб	124 049	95 577
Погашенные выпуски:		
кол-во выпусков, шт.	4	32
сумм. погашаемый объем, млн.руб	48 939	104 578
Платежи по купонам:		
сумм. объем платежей, млн.руб	21 952	66 813
Биржевые торги:		
сумм. объем торгов, млн.руб	1 091 562	1 766 406

6. Финансовая охота: как завалить «быка» и «медведя»

1. Тщательно выбирайте егеря.

Если вы решили работать на фондовом рынке, без хорошего и честного брокера не обойтись. Хороший брокер тот, который за умеренную комиссию обеспечивает бесперебойный доступ к тортам, обширным и оперативным информационным ресурсам, чей софт удобен, а документооборот необременителен. Честный же брокер тот, который не станет залезать в клиентский карман ни при каких обстоятельствах.

2. Целитесь правильно.

«Зарабатывать на акциях» — это не цель. «Фондовый рынок должен кормить меня и мою семью» — чуть лучше. «Сколотить свой первый миллион» — еще теплее. Ну а как только вы уточните валию этого «миллиона», примерные сроки инвестиций и приемлемый уровень риска, добиваться цели станет намного проще.

3. Оставайтесь хладнокровным.

Кто бы ни говорил, фондовый рынок способен приносить колоссальную прибыль при заранее заданном уровне риска. Секрет прост — определите максимально допустимый для себя размер потерь: 10 тыс. рублей или 100 тыс., а быть может, \$100 тыс. в месяц. Но уласи вас бог входить на рынок последними деньгами.

4. Изучайте жизнь животных.

Если вы не обладаете гипертрофированной интуицией, то имеет смысл постичь азы фундаментального и технического анализа. Коль скоро рынок представлен приверженцами обоих подходов, стоит поучиться «языку» своих визави.

5. Жмите на курок самостоятельно.

Аналитические обзоры и торговые рекомендации инвестиционных компаний — не более чем повод к размышлению или источник информации. Кстати, проверить способности аналитиков не сложно: нанесите их рекомендации на график котировок и тут же поймете, кто чего стоит.

6. Экономьте на живку.

На первых порах вы вполне можете относиться к денежным единицам, отраженным вами для работы на фондовом рынке, как к камикадзе. И пусть эти «юниты» обречены, однако жертвы не должны быть напрасными. Нечастите с операциями. Закрыв одну позицию, проанализируйте сперва полученный опыт и лишь потом открывайте следующую.

7. Разнообразьте арсенал.

Когда вы пришли на фондовый рынок, чтобы заработать на росте экономики или отдельных ее отраслей, придется формировать портфель, ограничив в нем долю каждой из бумаг. Однозначных рекомендаций на этот счет не существует. В открытых и интервальных ПИФах, например, установлен предел в 15% на одного эмитента. Можно также ориентироваться на биржевые индексы, в том числе отраслевые.

8. Не пяльтесь от «медведя», догоняйте «быка».

Не стоит двигать «стоп-лосс» [приказ на закрытие позиции, срабатывающий, когда размер убытка по ней приблизился к неприемлемому уровню] все ниже и ниже лишь потому, что вам грезится скорый разворот рынка. С «тейк-профитом» [приказ на фиксацию прибыли] иная ситуация: он может скользить вверх вместе с растущими котировками и срабатывать тогда, когда цена бумаги отклонилась от локального максимума больше, чем дозволено вашей системой.

9. Помните: в дебрях опасно, но и трофеи крупнее.

Неликвидные бумаги коварны. Во-первых, цена манипуляций с ними невелика. Во-вторых, в этом секторе пруд инсайдеров. Если вы к таковым себя не причисляете, то опасайтесь спекуляций. Зато при должном уровне диверсификации [распределение средств между различными активами] из бумаг второго эшелона можно сформировать потенциально высокодоходный портфель.

10. Не играйте со зверем в армрестлинг.

Нередко стратегия усреднения убыточной позиции — по сути игра против рынка — срабатывает. Вы покупаете бумаги на все более низких ценовых уровнях, и, таким образом, точка безубыточности отпускается. Но риск велик. Первая опасность — заключается в том, что в какой-то момент могут элементарно кончиться деньги. Во-вторых, никто не гарантирует, что падающая сегодня бумага когда-нибудь отрастет.

*Лопатин Михаил Валентинович
Орлова Альбина Федоровна*

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ И ИНСТИТУТЫ

Учебное пособие

Редактор *М. Б. Шишкова*
Технический редактор *А. И. Колодяжная*
Корректор *А. И. Рогозин*
Компьютерная верстка *Г. Н. Кинзябулатовой*

Санитарно-эпидемиологическое заключение
№ 78.01.07.953.П001342.01.07 от 24.01.2007 г.

Налоговая льгота — Общероссийский классификатор продукции
ОК 005-93, т. 2; 95 3005 — учебная литература

Подписано в печать 21.01.2016. Формат 60×84/16.
Усл. печ. л. 12,75. Тираж 100. Заказ 3.

Отпечатано с готового оригинал-макета, предоставленного
Издательством Политехнического университета,
в Типографии Политехнического университета.
195251, Санкт-Петербург, Политехническая ул., 29.
Tel.: (812) 552-77-17; 550-40-14.