

Министерство образования и науки Российской Федерации
ТОМСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
СИСТЕМ УПРАВЛЕНИЯ И РАДИОЭЛЕКТРОНИКИ (ТУСУР)
ФАКУЛЬТЕТ ДИСТАНЦИОННОГО ОБУЧЕНИЯ (ФДО)

В. Ю. Цибульникова

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Учебное пособие

Томск
2016

УДК 336.763(075.8)

ББК 65.264я73

Ц 569

Рецензенты:

Н. В. Ивченко, канд. экон. наук, начальник аналитического отдела АНО ДПО
«Международная академия инвестиций и трейдинга»;

Н. Б. Васильковская, канд. экон. наук, доцент кафедры экономики
экономического факультета ТУСУР

Цибульникова В. Ю.

Ц 569 Рынок ценных бумаг : учебное пособие / В. Ю. Цибульникова. –
Томск : ФДО, ТУСУР, 2016. – 167 с.

В данном пособии рассмотрены основные виды и свойства ценных бумаг, их функции, а также различные участники фондового рынка и их роль в экономике. Изучена процедура эмиссии ценных бумаг, отличия биржевого и внебиржевого рынков. Подробно рассмотрены различные институты – профессиональные участники рынка ценных бумаг. Внимание уделено вопросам оценки доходности различных ценных бумаг, методам анализа и прогнозирования рынка ценных бумаг.

Для студентов экономических специальностей и направлений с целью развития группы финансовых компетенций, которыми должен обладать специалист в области экономики и финансов, а также каждый, кто желает использовать инструменты фондового рынка для приумножения сбережений.

© Цибульникова В. Ю., 2016

© Оформление.

ФДО, ТУСУР, 2016

Оглавление

Введение	5
1 Основы функционирования ценных бумаг	7
1.1 Основные характеристики рынка ценных бумаг	7
1.2 Понятие ценной бумаги и ее свойства	10
2 Виды ценных бумаг	15
2.1 Классификация видов ценных бумаг	15
2.2 Первичные ценные бумаги.....	20
2.2.1 Акции.....	20
2.2.1.1 Виды акций и их особенности	20
2.2.1.2 Виды привилегированных акций	24
2.2.1.3 Операции эмитентов с собственными акциями	26
2.2.1.4 Стоимостная оценка акций	27
2.2.2 Облигации.....	32
2.2.2.1 Сущность и виды корпоративных облигаций.....	32
2.2.2.2 Стоимостная оценка корпоративных облигаций.....	36
2.2.2.3 Сущность, функции и виды государственных облигаций..	37
2.2.2.4 Стоимостная оценка государственных облигаций	46
2.2.3 Вексель	47
2.2.4 Банковские сертификаты.....	51
2.2.5 Депозитарные расписки	52
2.2.6 Другие виды первичных ценных бумаг	54
2.3 Производные ценные бумаги (деривативы).....	56
2.3.1 Общая характеристика производных ценных бумаг.....	56
2.3.2 Форвард.....	57
2.3.3 Фьючерс	58
2.3.4 Опцион	60
2.3.5 Варрант.....	61
2.4 Международные ценные бумаги	63
2.4.1 Ключевые характеристики международных ценных бумаг.....	63
2.4.2 Еврооблигации	65
2.4.3 Евроакции	66
3 Институты рынка ценных бумаг	68
3.1 Институциональные основы рынка ценных бумаг	68
3.2 Брокер на рынке ценных бумаг	69
3.3 Дилер на рынке ценных бумаг.....	71

3.4 Управляющие компании	73
3.5 Расчетные палаты.....	75
3.6 Специализированные депозитарии	76
3.7 Специализированные регистраторы	78
3.8 Инвестиционные фонды.....	79
4 Первичный и вторичный рынок ценных бумаг.....	87
4.1 Первичный рынок ценных бумаг	87
4.1.1 Процедура эмиссии ценных бумаг.....	87
4.1.2 Процесс размещения ценных бумаг.....	92
4.2 Вторичный рынок ценных бумаг	94
4.2.1 Характеристика вторичного рынка ценных бумаг	94
4.2.2 Допуск ценных бумаг к торгам на фондовой бирже.....	96
4.2.3 Организация биржевой торговли ценными бумагами	97
4.2.4 Виды биржевых операций на рынке ценных бумаг	101
4.3 Внебиржевой рынок ценных бумаг.....	107
4.4 Фондовые индексы и рейтинги.....	108
5 Анализ рисков инвестирования в ценные бумаги	113
5.1 Виды рисков на рынке ценных бумаг	113
5.2 Взаимосвязь свойств риска, ликвидности и доходности.....	118
5.3 Методы управления рисками и способы их снижения	121
5.4 Способы оценки рисков инвестирования в ценные бумаги	124
6 Основы анализа рынка ценных бумаг	129
6.1 Фундаментальный анализ рынка ценных бумаг.....	129
6.2 Показатели оценки предприятий.....	131
6.3 Ключевые экономические показатели, влияющие на рынок ценных бумаг	133
6.4 Основы технического анализа рынка ценных бумаг.....	136
6.4.1 Графические методы технического анализа	136
6.4.2 Теория Чарльза Доу	142
6.4.3 Фигуры технического анализа.....	143
6.4.4 Пропорции Фибоначчи в техническом анализе рынка ценных бумаг	147
6.4.5 Волновая теория Р. Эллиотта	148
6.4.6 Ключевые индикаторы технического анализа.....	152
Заключение.....	158
Литература.....	159
Глоссарий.....	161

Введение

Ценные бумаги – это права на капитал, существующие в денежной, производительной или товарной форме. Совокупность экономических субъектов, связей и отношений между ними по поводу выпуска, размещения и обращения ценных бумаг образуют рынок ценных бумаг.

Рынок ценных бумаг выполняет (вместе с банковским и коммерческим кредитом) несколько важнейших функций в экономике – он способствует перераспределению временно свободных денежных средств между экономическими субъектами, отраслями и сферами экономики, а также между регионами и странами. Для эмитентов выпуск и размещение ценных бумаг является средством получения необходимых средств, а для инвесторов ценные бумаги являются объектом инвестиций, позволяющим получить доход.

Рынок ценных бумаг позволяет правительствам и предприятиям расширить круг источников финансирования, не ограничиваясь самофинансированием и банковскими кредитами. Потенциальные инвесторы в свою очередь с помощью рынка ценных бумаг получают возможность вкладывать свои сбережения в более широкий круг финансовых инструментов, тем самым получая большие возможности для получения дохода.

При существовании рынка ценных бумаг вкладчик может получить прямой доступ к управлению предприятием, и точно так же предприятие может обратиться к вкладчику непосредственно как к источнику финансирования. Эти взаимоотношения называются первичным рынком. Инвестор, желающий быстро реализовать свои инвестиции, может пользоваться инфраструктурой посредников – специализированных финансовых учреждений, обслуживающих вторичный рынок ценных бумаг.

Соглашения, принятые в учебном пособии

Для улучшения восприятия материала в данном учебном пособии используются пиктограммы и специальное выделение важной информации.



.....
Эта пиктограмма означает определение или новое понятие.
.....



Эта пиктограмма означает «Внимание!». Здесь выделена важная информация, требующая акцента на ней. Автор может поделиться с читателем опытом, чтобы помочь избежать некоторых ошибок.



В блоке «На заметку» автор может указать дополнительные сведения или другой взгляд на изучаемый предмет, чтобы помочь читателю лучше понять основные идеи.



Пример

Эта пиктограмма означает пример. В данном блоке автор может привести практический пример для пояснения и разбора основных моментов, отраженных в теоретическом материале.



Контрольные вопросы по главе

1 Основы функционирования ценных бумаг

1.1 Основные характеристики рынка ценных бумаг

Основой привлечения средств на финансовые рынки, в том числе и на рынок ценных бумаг, являются сбережения. В общем виде *сбережения* – это доход за вычетом расходов на потребительские нужды. Накопленные у населения и предприятий сбережения в экономике являются основой для инвестиционной процесса. Рынок ценных бумаг – один из способов размещения имеющихся сбережений.

Объем инвестиций в экономике равен общему объему производства за вычетом объема произведенных потребительских товаров. По сути, инвестиции и сбережения с разных сторон характеризуют один и тот же процесс – увеличение физических активов общества.

Соответственно, сбережения могут рассматриваться как добавочный свободный доход, остающийся после оплаты всех обычных расходов. Существование различных финансовых рынков необходимо для того, чтобы влиять на перераспределение имеющихся финансовых ресурсов.

Безусловно, решения о сбережениях и инвестициях принимаются по разным причинам. Люди делают сбережения, чтобы обеспечить будущее себе и своим детям и чтобы повысить уровень благосостояния. Предприниматели инвестируют деньги, приобретая капитальные активы (здания, оборудование) в целях производства и в расчете на получение прибыли в будущем. В значительной степени они финансируют приобретение капитальных активов за счет кредитов от населения или банков, а не за счет своих собственных сбережений. Сумма, которую отдельные лица и компании могут отложить на будущее, зависит от размера их дохода. У человека с маленьким доходом есть очень маленькие возможности для того, чтобы делать сбережения, или таких возможностей нет вообще. Поэтому чем больше доход, тем больше та его часть, которую можно откладывать на будущее. Сумма, которую предприниматели решают инвестировать, зависит в основном от ожидаемых расходов.



.....

Финансовая система – это определенное институциональное устройство, обеспечивающее трансформацию сбережений в

инвестиции и выбор направлений их последующего использования в производительном секторе экономики.

.....

Распределение ресурсов осуществляют финансовые рынки и финансовые институты, выполняющие различные посреднические услуги.

Рынок ценных бумаг является важнейшей составной частью финансовых рынков.

Цель функционирования рынка ценных бумаг, как и всех финансовых рынков, состоит в том, чтобы обеспечивать наличие механизма для привлечения инвестиций в экономику путем установления необходимых контактов между теми, кто нуждается в средствах, и теми, кто хотел бы инвестировать избыточный доход. При этом очень важно, чтобы рынок ценных бумаг обеспечивал наличие механизма, способствующего эффективной передаче инвестиций (оформленных в виде тех или иных ценных бумаг) из рук в руки, причем такая передача должна иметь юридическую силу.

Рынок ценных бумаг будет выполнять стоящие перед ним задачи постоянного поддержания экономического роста только в том случае, если существует полная свобода передвижения таких инвестиций. Такая свобода называется ликвидностью. Ликвидность может существовать только при условии наличия такого числа покупателей и продавцов, которое будет достаточным для того, чтобы удовлетворять требованиям спроса и предложения, также необходимы торговые системы, которые позволяли бы покупателям и продавцам находить друга относительно легко.

Все это должно основываться на информационных потоках приемлемого качества, из которых можно будет узнать о наличии инвестиционных продуктов и о заинтересованных заемщиках и кредиторах. Таким образом, одна из основных ролей рынка ценных бумаг состоит в том, чтобы обеспечивать точность, правильность и содержательность предоставляемой информации.

Кроме того, функция рынка ценных бумаг состоит в поставке ценных бумаг для обеспечения процесса продажи, оплаты и, конечно, гарантии юридической правильности операций.

В общем виде рынок ценных бумаг можно определить как систему экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг.

С этой точки зрения рынок ценных бумаг (далее РЦБ) отличается от иных рынков только объектом сделок: если для товарных и ресурсных рынков тако-

выми являются товары и ресурсы соответственно, то на рынке ценных бумаг обращаются специфические объекты – ценные бумаги.

Рынок ценных бумаг имеет целый ряд функций, которые условно можно разделить на две группы:

- 1) общерыночные функции, присущие обычно каждому рынку;
- 2) специфические функции, которые отличают его от других рынков.

Общерыночные функции:

- коммерческая (получения прибыли от операций на данном рынке);
- ценовая (обеспечение рынком процесса образования рыночных цен, их постоянного движения);
- информационная (формирование и доведение до участников рынка информации об объектах торговли и ее участниках);
- регулирующая (создание правил торговли, формирование порядка разрешения споров между участниками, установка приоритетов, создание органов контроля и управления).

Специфические функции:

- 1) перераспределительная функция, которая включает:
 - перераспределение денежных средств между отраслями и сферами рыночной деятельности;
 - перевод сбережений, прежде всего населения, из непроизводительной в производительную форму;
 - финансирование дефицита государственного бюджета на неинфляционной основе, т. е. без выпуска в обращение дополнительных денежных средств;
- 2) функция страхования ценовых и финансовых рисков, ставшая возможной вследствие появления отдельного класса производных ценных бумаг – фьючерсных и опционных контрактов.

Классификация рынков ценных бумаг, как правило, основывается на классификации самих ценных бумаг. С этой точки зрения рынки ценных бумаг можно условно разделить на следующие виды:

- в зависимости от обращения ценных бумаг на международных рынках – межгосударственные и национальные;
- с учетом охвата рынком конкретных ценных бумаг территории государства – федеральные и региональные;

- по типу обращающихся ценных бумаг – рынок акций, рынок облигаций, рынок производных ценных бумаг и т. п.;
- в зависимости от типа эмитента ценных бумаг – рынки государственных, муниципальных и корпоративных ценных бумаг;
- с учетом вовлечения в сделки с ценными бумагами их эмитентов – первичные и вторичные;
- по способу организации торговли с ценными бумагами – организованные и неорганизованные, биржевые и внебиржевые.

Важнейшую роль в перемещении средств в рамках финансовой системы играют финансовые посредники (институты), которые на финансовом рынке взаимодействуют с хозяйственными субъектами, населением и между собой. По сути, их роль сводится к аккумулярованию небольших, часто краткосрочных сбережений многих мелких владельцев (инвесторов) и последующему долгосрочному инвестированию аккумулярованных средств.

Известны три наиболее общих типа финансовых посредников:

- депозитного типа (коммерческие банки, сберегательно-кредитные ассоциации, взаимные сберегательные банки, кредитные союзы);
- контрактно-сберегательного типа (компании по страхованию жизни и имущества, пенсионные фонды);
- инвестиционного типа (взаимные фонды (или паевые, или открытые инвестиционные), траст-фонды, инвестиционные компании закрытого типа (или закрытые инвестиционные фонды).

1.2 Понятие ценной бумаги и ее свойства

Рынок ценных бумаг оперирует в основном следующими инструментами: акциями, облигациями и производными от них, сертификатами. От других видов рынка он отличается в первую очередь специфическим характером своего товара.



.....

Ценные бумаги – товар особого рода, который, не имея собственной стоимости (стоимость ценной бумаги как таковой незначительна), может продаваться по высокой рыночной цене.

.....

Это объясняется тем, что ценная бумага, имея свой номинал, представляет собою определенную величину реального капитала, вложенного в предприя-

тие. Если рыночный спрос на ценные бумаги окажется выше предложения, их цена превысит номинал (возможна и обратная ситуация). Возможность существенного отклонения рыночной цены от номинала означает, что ценная бумага представляет собою *фиктивный капитал* – бумажный двойник реального. Его цена определяется двумя обстоятельствами:

- 1) соотношением спроса и предложения на капитал;
- 2) величиной капитализированного дохода по ценным бумагам [5].

Несовпадение реального и фиктивного капиталов, возможное их движение в противоположных направлениях – характерная особенность рынка ценных бумаг. Разница между размерами фиктивного и реального капиталов составляет учредительную прибыль (доход). Если размер реального капитала составляет 100 долл. (номинал ценной бумаги), а фиктивного – 800 долл., то учредительная прибыль составит 700 долл. (800–100).

Один из способов получения этой прибыли – *разбавление капитала* (выпуск ценных бумаг на сумму, которая превышает капитал, реально вложенный в предприятие). Этот способ широко применяется в странах, где акционерная собственность недостаточно регулируется государством. Поэтому в общем смысле можно дать следующее определение понятию «ценная бумага».



.....
Ценная бумага – это свидетельство (доказательство), удостоверяющее право ее владельца требовать выполнения определенных обязательств со стороны экономического субъекта (юридического лица), ее выпустившего.

В ст. 142 Гражданского кодекса РФ дается следующее определение: «Ценной бумагой является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление и передача которых возможны только при его предъявлении», что позволяет выделить несколько основных признаков ценных бумаг [1]:

- документированная форма существования (ценная бумага – это документ);
- соблюдение установленной формы и обязательных реквизитов при составлении (оформлении) ценной бумаги;
- удостоверение конкретных имущественных прав владельца ценной бумаги;
- обязательность предъявления ценной бумаги как документа при осуществлении или передаче имущественных прав.

Необходимо отметить, что ценные бумаги весьма различаются в зависимости от объектов, права на которые они удостоверяют. Например, акции свидетельствуют о праве собственности на капитал; депозитные и сберегательные сертификаты отражают долговые отношения; коносаменты, векселя, чеки связаны с движением товаров.

Значение ценной бумаги состоит в следующем:

- перераспределение денежных средств (капиталов) между отраслями и сферами экономики, территориями и странами, группами и слоями населения, населением и сферами экономики, населением и государством и др.;
- предоставление определенных дополнительных прав ее владельцам (помимо права на капитал) – право на участие в управлении, право на получение соответствующей информации, первоочередность в определенных ситуациях и т. п.;
- получение дохода на капитал и (или) возврат самого капитала.

Согласно экономической теории, весь товарный мир делится на товары и деньги. Под товарами понимаются материальные блага и услуги. Понятие денег включает в себя собственно деньги и капитал, т. е. деньги, которые приносят новые деньги.

В процессе экономических отношений всегда возникает необходимость в передаче денег от одного лица (как физического, так и юридического) к другому. Например, если возникает необходимость приобретения товара и вместе с тем по какой-либо причине на данный момент времени отсутствуют средства для осуществления данной операции, или требуются средства для производства товара, или нужно осуществить передачу товара при отсутствии его самого (товар находится в пути или на складе).

Существуют два основных способа передачи денег:

- 1) через процесс кредитования;
- 2) путем выпуска и обращения ценных бумаг.

Участники рынка вступают между собой в многочисленные отношения, в том числе и по поводу передачи денег и товаров. Эти отношения определенным образом фиксируются, оформляются и закрепляются.

Таким образом, с данной точки зрения понятие ценной бумаги трактуется следующим образом.

Ценная бумага – это форма фиксации рыночных отношений между участниками рынка, но при этом она сама является объектом данных отноше-

ний, т. е. заключение сделки или какого-либо соглашения между его участниками состоит в передаче или купле-продаже ценной бумаги в обмен на деньги или на товар.

Ценная бумага имеет следующие характеристики:

1) **временные:**

- срок существования ценной бумаги (дата выпуска в обращение, период обращения, бессрочная);
- происхождение (ведет ли начало ценная бумага от своей первичной основы (товар, деньги) либо от других ценных бумаг;

2) **пространственные:**

- форма существования (документарная или бездокументарная);
- национальная принадлежность (отечественная или иностранная);
- территориальная принадлежность (указание региона страны, в котором выпущена данная ценная бумага);

3) **рыночные:**

- форма владения (на предъявителя или на конкретное лицо (юридическое, физическое));
- форма выпуска (эмиссионная, выпускаемая отдельными сериями, внутри которых все ценные бумаги одинаковы по своим характеристикам, или неэмиссионная, индивидуальная);
- характер обращаемости (свободное обращение на рынке или наличие ограничений);
- степень риска вложения в данную ценную бумагу (высокая, низкая);
- форма выплаты дохода (тип актива, лежащего в основе ценной бумаги, или ее исходную основа – товары, деньги, совокупные активы фирмы);
- форма собственности и вид эмитента, выпустившего ценную бумагу (государство, корпорации, частные лица);
- экономическая сущность с точки зрения вида прав, которые предоставляет ценная бумага;
- наличие дохода (выплачивается по ценной бумаге какой-то доход либо нет);
- форма вложения средств (в долг или для приобретения прав собственности).

Ценная бумага обладает рядом следующих свойств:

- возможность обмена на деньги в разных формах (путем погашения, купли-продажи, возврата эмитенту, переуступки);
- возможность использования в расчетах;
- возможность использования как предмета залога;
- возможность хранения в течение ряда лет или бессрочно;
- возможность передаваться по наследству и в результате дарения.



.....
Контрольные вопросы по главе 1
.....

1. Что такое финансовая система?
2. Опишите цель функционирования рынка ценных бумаг.
3. Перечислите функции рынка ценных бумаг в экономике.
4. Дайте определение ценной бумаги.
5. Перечислите основные свойства ценной бумаги.

2 Виды ценных бумаг

2.1 Классификация видов ценных бумаг

Существует несколько возможных классификаций видов ценных бумаг, которые приведены в таблице 2.1 в зависимости от соответствия определенным признакам.

Таблица 2.1 – Варианты классификаций видов ценных бумаг

Признак классификации	Виды ценных бумаг
По организации выпуска	Эмиссионные, неэмиссионные
По принадлежности прав	На предъявителя, именные, ордерные
По форме существования	Документарные (в виде обособленного документа), бездокументарные (в виде записей на счетах-депо)
В зависимости от цели выпуска	Фондовые, торговые
По эмитентам	Корпоративные, государственные
По срокам обращения	Краткосрочные (до 1 года), среднесрочные (до 5 лет), долгосрочные (свыше 5 лет), бессрочные
По отношениям собственности	Долевые, долговые
По первичности финансового инструмента	Классические, производные

Дадим краткую характеристику каждому виду.

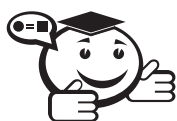
Эмиссионная ценная бумага – ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

- 1) закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных законом формы и порядка;
- 2) размещается выпусками;

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

Неэмиссионные ценные бумаги не обладают совокупностью указанных признаков.

Эмиссионные ценные бумаги могут быть именными или на предъявителя. Именные эмиссионные ценные бумаги могут выпускаться только в бездокументарной форме, за исключением случаев, предусмотренных федеральными законами. Эмиссионные ценные бумаги на предъявителя могут выпускаться только в документарной форме.



.....

Сертификат эмиссионной ценной бумаги – документ, выпускаемый эмитентом и удостоверяющий совокупность прав на указанное в сертификате количество ценных бумаг.

.....

Владелец ценных бумаг имеет право требовать от эмитента исполнения его обязательств на основании такого сертификата.

Права, закрепленные эмиссионной ценной бумагой, переходят к их приобретателю с момента перехода прав на эту ценную бумагу. Переход прав, закрепленных именной эмиссионной ценной бумагой, должен сопровождаться уведомлением держателя реестра, или депозитария, или номинального держателя ценных бумаг.



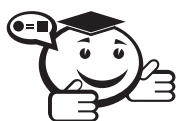
.....

Именная ценная бумага выписывается на определенного владельца и регистрируется в реестре ценных бумаг. Права, удостоверяемые ценной бумагой, принадлежат названному в ценной бумаге лицу.

.....

Переход прав собственности связан с процедурой перерегистрации (сертификат акций, облигации и т. д.).

Согласно закону, в России все акции акционерных обществ должны быть именными.



.....

Ценная бумага на предъявителя выпускается без указания владельца и переход права собственности и осуществление закрепленных ими прав не требует идентификации владельца.

.....

Право на предъявительскую документарную ценную бумагу переходит к приобретателю:

- в случае нахождения ее сертификата у владельца – в момент передачи этого сертификата приобретателю;
- в случае хранения сертификатов предъявительских документарных ценных бумаг и/или учета прав на такие ценные бумаги в депозитарии – в момент осуществления приходной записи по счету депо приобретателя.



.....

Ордерная ценная бумага выписывается на имя первого приобретателя. Права принадлежат названному в ценной бумаге лицу, которое может само осуществить эти права или назначить своим распоряжением (приказом) другое управомоченное лицо. Это требует наличия на ней передаточной надписи – индоссамента.

.....

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

Сертификат эмиссионной ценной бумаги – документ, выпускаемый эмитентом и удостоверяющий совокупность прав на указанное в сертификате количество ценных бумаг.

Одна эмиссионная ценная бумага может быть удостоверена только одним сертификатом. Один сертификат может удостоверить право на одну, несколько или все ценные бумаги с одним государственным номером. При выпуске ценных бумаг в документарной форме эмитент может выдавать сертификаты на руки (без обязательного централизованного хранения) либо указать, что сертификаты подлежат обязательному хранению в депозитарии и не выдаются владельцам на руки (с обязательным централизованным хранением). В России в документарной форме выпущены многие государственные облигации.

Бездокументарная форма эмиссионных ценных бумаг – форма, 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.

Согласно закону «О рынке ценных бумаг», именные эмиссионные ценные бумаги могут размещаться эмитентом только в бездокументарной форме. Сле-

довательно, акции в России могут существовать только в бездокументарной форме.

Фондовая ценная бумага отличается массовостью эмиссии и обращается на фондовых биржах (*акции, облигации, опционы, фьючерсы*).

Торговая ценная бумага имеет коммерческую направленность. Она предназначена главным образом для расчетов по торговым операциям (*векселя, коносаменты, чеки*).

Краткосрочные ценные бумаги обслуживают денежный рынок, срок обращения таких ценных бумаг от 1 дня до 1 года. Они обслуживают отношения займа с целью обеспечить бесперебойность платежного и денежного оборота (*коммерческие, банковские, казначейские векселя, чеки, депозитные и сберегательные сертификаты, др.*).

Рынок инвестиций отражает движение капиталов и представлен среднесрочными и долгосрочными ценными бумагами, а также бессрочными бумагами. Например, облигации – это чаще всего долгосрочные и среднесрочные инвестиции, оформленные отношениями займа. Акции – это бессрочные ценные бумаги, существующие все время, пока существует акционерное общество, выпустившее их. При этом с течением времени может смениться несколько владельцев акции.

Корпоративная ценная бумага выпускается юридическими лицами (АО, ООО) в соответствии с действующим законодательством и уставными документами (устав, учредительный договор) с целью привлечения дополнительных финансовых ресурсов (*акции, облигации, векселя*).

Государственная ценная бумага выпускается государством с целью покрытия дефицита государственного бюджета, привлечения дополнительных средств в экономику страны, регулирования кредитно-денежного обращения в стране и инфляционных процессов (*облигации, казначейские векселя*). Также выделяют муниципальные ценные бумаги, которые эмитируют местные органы власти (область, город).

Долевые ценные бумаги подтверждают право на владение определенной долей в имуществе предприятия. Доход начисляется в зависимости от результатов работы предприятия – прибыли (акции, привилегированная акция).

Долговые ценные бумаги удостоверяют отношение займа, т. е. оформляют обязательство заемщика погасить основную сумму долга и выплатить проценты через определенное время. По истечении срока действия ценные бумаги, деньги

должны быть возвращены. Доход устанавливается в процентах от стоимости ценной бумаги (*облигация, финансовый вексель, государственная облигация*).

Производные ценные бумаги (опционы, фьючерсы, варранты) – такие финансовые активы, чья стоимость зависит от стоимости первичных активов, называемых базовыми (основными). Базовым активом может выступать ценная бумага (акция, облигация) или широко распространенный, достаточно стандартизованный рыночный товар (нефть, зерно, др.). Используются для хеджирования (страхования) потерь при изменении курса имеющегося в наличии базового актива, а также для получения спекулятивного дохода при отсутствии базового актива. Такие ценные бумаги обращаются на биржах и активно используются профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

Классические ценные бумаги – самостоятельные ценные бумаги, оформляющие конкретные отношения собственности или займа (*акции, облигации, векселя и т. д.*).

Кроме того, различают ценные бумаги:

- по месту обращения – международные и внутригосударственные,
- по свободе обращения – *рыночные* – могут свободно покупаться и продаваться, и *нерыночные* – не переходят из рук в руки, т. е. не имеют вторичного обращения (акции ЗАО).

Таким образом, все виды ценных бумаг можно представить в виде схемы, изображенной на рисунке 2.1.

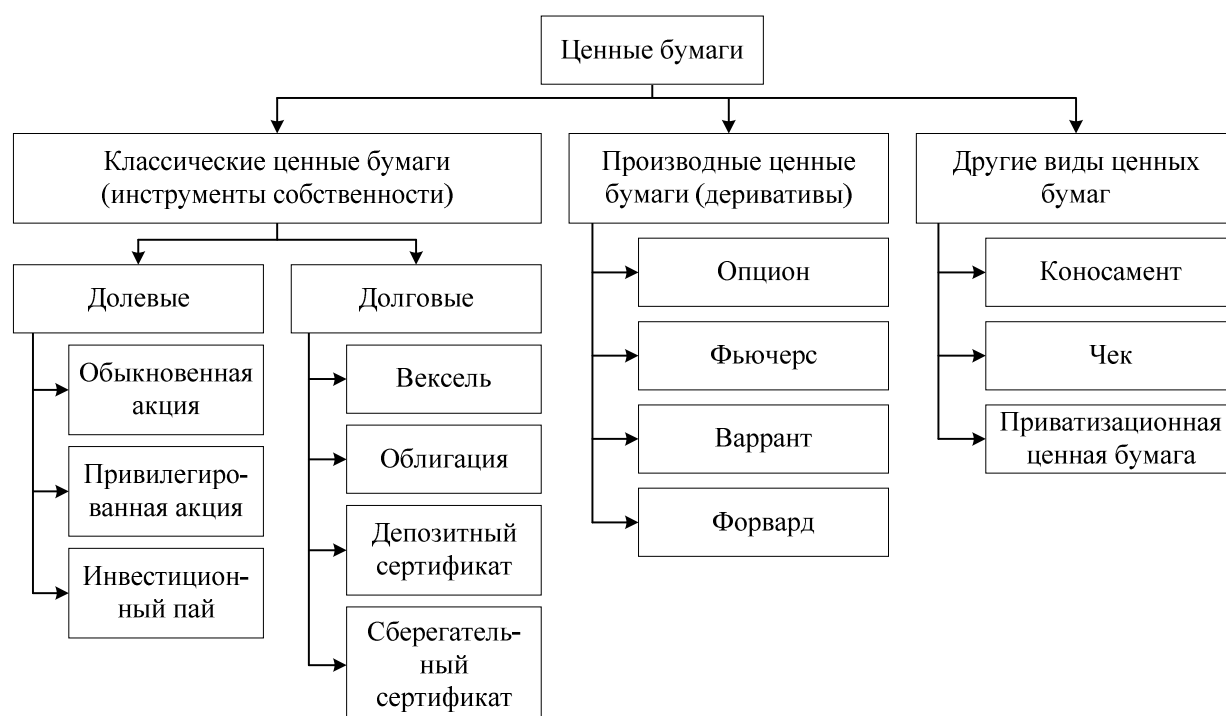


Рис. 2.1 – Виды ценных бумаг

В данном учебном пособии большинство из указанных ценных бумаг рассмотрено более подробно. В связи с этим дадим определение тем ценным бумагам, которые не подлежат отдельному рассмотрению и не являются ценными бумагами, свободно обращающимися на рынке.

Чек – документ, содержащий приказ владельца текущего счета банку о выплате указанной в чеке суммы определенному лицу (именной чек) или предъявителю (предъявительский чек). С введением электронных платежей чек как средство платежа практически ушел с финансового рынка.

Коносамент – ценная бумага, которая выражает право собственности на конкретный указанный в ней товар. Представляет собой товарораспределительный документ, держатель которого получает право распоряжаться грузом.

Приватизационные ценные бумаги (ваучер) – дают право владельцу участвовать в процессе приватизации государственной собственности и могут быть обменены на определенное количество долевых ценных бумаг, предусмотренных правилами проведения приватизации.

2.2 Первичные ценные бумаги

2.2.1 Акции

2.2.1.1 Виды акций и их особенности

Акция – эмиссионная ценная бумага, дающая владельцу следующие права [3]:

- право на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов;
- право на участие в управлении акционерным обществом (обыкновенные и привилегированные акции дают обычно разный объем прав);
- право на получение части имущества акционерного общества в случае его ликвидации.

Акция удостоверяет, что ее владелец внес в акционерное общество денежный (чаще), материальный или интеллектуальный вклад либо передал акционерному обществу права собственности или пользования какими-либо ресурсами. Возможность и условия внесения неденежного вклада в уставный капитал акционерного общества устанавливаются собранием акционеров. При этом обязательно производится оценка стоимости неденежного вклада независимым оценщиком. За счет выпуска и размещения (продажи) акций акционер-

ное общество формирует свой уставный капитал, поэтому акционеры являются собственниками акционерного общества [1].

Права на акции оформляются либо сертификатом акций (в котором указывается фамилия или название владельца, эмитент акций, количество и номинальная стоимость акций, которыми владеет акционер), либо выпиской из счета-депо (если акции выпущены в бездокументарной форме, информация там указывается та же). При продаже акций выписка из счета-депо старого владельца ликвидируется и выписывается другая – на нового акционера. Сертификат акций передается новому владельцу, а на его обороте делается передаточная надпись, в которой указываются его данные.

Существуют два вида акций – обыкновенные (или простые) и привилегированные.

Простые акции подтверждают наличие у их владельцев трех групп прав (помимо прав, общих для обоих видов акций – см. выше). *Первая группа прав – имущественные права.* К этой группе относятся:

1. Право на получение дохода по акциям – дивидендов. Ставка дивидендов (процент от номинальной стоимости акций, который выплачивается акционерам в виде дохода по акциям) по обыкновенным акциям не является фиксированной и зависит от наличия и суммы прибыли акционерного общества. Если у акционерного общества нет прибыли, то дивиденды по обыкновенным акциям не выплачиваются. При наличии прибыли собрание акционеров решает, выплачивать ли дивиденды (или направить нераспределенную прибыль на развитие акционерного общества), и если выплачивать, то в каком размере. Однако собрание акционеров должно придерживаться решения совета директоров о максимальном размере дивидендов.
2. Право свободно купить или продать акции на открытом рынке. Акции нельзя предъявить акционерному обществу и потребовать возврата номинальной или какой-либо другой стоимости (за исключениями, которые описаны ниже). Акционер, желающий продать акции, может предложить их для покупки на открытом рынке ценных бумаг.

Вторая группа прав – информационные права, к ним относится право на получение годовых отчетов акционерного общества и знакомство с проспектом эмиссии акций. При необходимости акционер может получить копии данных документов за плату, не превышающую затрат на их изготовление.

Третья группа прав включает в себя: право акционера быть внесенным в реестр (список) акционеров (только наличие записи в реестре подтверждает наличие у акционера всех прав); право на участие в собрании акционеров лично или через представителя; право оспаривать решения органов управления акционерным обществом в самом акционерном обществе, суде и арбитражном суде; право держателей 10% акций созывать собрание акционеров и инициировать проверку финансовой деятельности акционерного общества.

Также существуют ограниченные обыкновенные акции, которые ограничивают право голоса (например, не дают права голоса совсем, либо дают его в меньшей степени, либо дают право голоса только тем, кто владеет определенным количеством акций такого вида). В России выпуск ограниченных акций законодательством не разрешен.

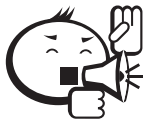
Привилегированные акции, если иное не указано в уставе акционерного общества, не дают права на управление компанией, за исключением голосования на собрании акционеров по вопросу о реорганизации и ликвидации акционерного общества, а также по вопросу об изменениях и дополнениях в уставе акционерного общества, касающихся прав владельцев привилегированных акций. В России акционерные общества часто предоставляют владельцам привилегированных акций право голоса по всем вопросам [4].

Привилегированные акции подтверждают наличие у их владельцев следующих прав:

- право на получение дивидендов по фиксированной ставке, которая не зависит от размера прибыли акционерного общества. Однако выплачиваются дивиденды по привилегированным акциям только при наличии прибыли. Выплата дивидендов происходит в течение месяца после проведения годового собрания акционеров. Дивиденды по привилегированным акциям выплачиваются до выплаты дивидендов по простым акциям, но после выплаты процентов по облигациям. При невыплате или частичной выплате дивидендов владельцы привилегированных акций получают право голоса по всем вопросам, начиная с собрания, на котором принято решение относительно дивидендов по привилегированным акциям;
- право на получение доли в стоимости имущества акционерного общества при его ликвидации. Причем владельцы привилегированных акций реализуют данное право раньше владельцев обыкновенных акций.

Дивиденды, как по обыкновенным, так и по привилегированным акциям, могут выплачиваться в денежной, товарной форме, а также акциями данного акционерного общества. Форма выплаты дивидендов указывается в уставе акционерного общества. Выплата дивидендов происходит одним из следующих способов: переводом на расчетный счет акционера; почтовым переводом; чеком; а также лично по извещению.

Акционерное общество может предоставить определенным группам инвесторов право на приобретение определенного количества простых акций или облигаций по фиксированной (а часто льготной) цене в течение определенного периода времени. Документ, подтверждающий наличие данного права, называется варрантом.



Согласно Закону «Об акционерных обществах», допускается выпуск одним эмитентом привилегированных акций нескольких категорий, что не исключает их различную номинальную стоимость. Так, устав АО может предусматривать, что отдельные привилегированные акции гарантируют их владельцам право получения «аккумулятивного» дивиденда: если фирма-эмитент испытывает трудности и не в состоянии выплатить дивиденд по привилегированным акциям в полном объеме, то невыплаченный дивиденд «аккумулируется», сохраняется. Затем, когда дела фирмы поправятся, «аккумулятивная» часть выплачивается держателям привилегированной акции наряду с установленным дивидендом до расчетов с обладателями обыкновенной акции.

По закону, акции (и привилегированные, и обыкновенные) предоставляют их владельцам преимущественное право, которое дает возможность акционеру приобрести часть размещаемых посредством открытой подписки дополнительных акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, в количестве, пропорциональном количеству принадлежащих им акций этой категории. Это право позволяет акционеру сохранять его долю в общем объеме выпущенных акций.



Пример

Инвестор владеет 10% обыкновенных акций корпорации, которая решает дополнительно разместить путем открытой подписки еще 200 000 акций. В

данном случае преимущественное право дает владельцу акций в первую очередь приобрести 20 000 акций, чтобы его доля (10%) в суммарном количестве акций осталась неизменной.

.....

Общество обязано заранее уведомить акционеров о возможности реализации этого права. Срок действия права не может быть меньше 45 дней с момента опубликования (вручения) уведомления. До окончания этого срока общество не имеет права предлагать дополнительные акции иным лицам.

2.2.1.2 Виды привилегированных акций

Привилегированные акции классифицируются по множеству признаков, которые представлены в таблице 2.2.

Таблица 2.2 – Классификация привилегированных акций

Признак классификации	Виды привилегированных акций	Характеристика
По возможности накопления дивидендов	Кумулятивные	По данным акциям дивиденды, не выплаченные за какой-либо год, могут быть выплачены в последующие годы вместе с дивидендами за соответствующий год. Срок «накопления» дивидендов составляет 3 года. Условием выплаты дивидендов по кумулятивным привилегированным акциям, не выплаченных ранее, является выплата дивидендов по обыкновенным акциям
	Некумулятивные	Акции, невыплаченные дивиденды по которым не выплачиваются в последующие годы
По видам дивидендов	С фиксированной ставкой дивиденда	По ним дивиденды выплачиваются по фиксированной ставке
	Акции «с участием»	По ним дивиденды выплачиваются по фиксированной небольшой ставке, а при определенных условиях (например, если ставка дивидендов по обыкновенным акциям превышает ставку дивидендов по привилегированным акциям) дополнительные дивиденды
	Акции с плавающей (корректируемой) ставкой дивиденда	Ставка дивиденда привязывается к ставке дохода по какому-либо финансовому инструменту (часто к государственным краткосрочным облигациям) и периодически пересматривается. Смысл выпуска такого рода привилегированных акций

Признак классификации	Виды привилегированных акций	Характеристика
		<p>состоит в необходимости привлечь инвесторов. При возникновении у них больших сомнений в том, что у акционерного общества будет прибыль для выплаты дивидендов. Ставка дивиденда обычно колеблется в определенном коридоре и не может упасть ниже или возрасти выше установленных пороговых значений. Установление «коридора» преследует своей целью защиту интересов как самого акционерного общества, так и акционеров. Так, если ставка доходности по финансовому инструменту, к которому привязана доходность по привилегированным акциям, упадет слишком сильно, то при установлении коридора инвесторы получают доход по акциям по более высокой ставке (одновременно акционерное общество сохранит инвесторов). А если ставка доходности по финансовому инструменту сильно вырастет, то акционерному обществу (которое выплачивает по данным акциям дивиденды по ставке, не зависящей от его прибыли) будет сложно выполнить свои обязательства перед владельцами привилегированных акций с плавающей ставкой дивиденда, особенно если прибыль низка</p>
По возможности отзыва	Безотзывные (бессрочные)	Такие акции акционерные общества не планируют отзываться у акционеров
	Отзывные	Такие акции отзываются и погашаются как облигации. За право выкупа акционерное общество выплачивает держателям премию. Отзывные привилегированные акции выгодны акционерному обществу тем, что, погашая отозванные акции, оно экономит в дальнейшем на дивидендах (которые выплачиваются вне зависимости от размера прибыли). Момент отзыва нередко зависит от ставок по кредитам. Если ставка по кредитам ниже ставки дивидендов по привилегированным акциям, то выгодно выкупить акции и занять средства у банка. Возможность отзыва акций должна быть предусмотрена в проспекте эмиссии
По возможности конверсии	Конвертируемые	Могут обмениваться на обыкновенные акции

Признак классификации	Виды привилегированных акций	Характеристика
	Неконвертируемые	Не могут обмениваться на обыкновенные акции. Период обмена, как правило, составляет не более 3 лет
По обеспеченности	Обеспеченные	Под их выпуск закладываются какие-либо активы предприятия
	Необеспеченные	Под их выпуск не закладываются активы предприятия

2.2.1.3 Операции эмитентов с собственными акциями

Эмитенты могут производить с собственными акциями несколько основных операций.

1. *Сплит* – это дробление акций путем уменьшения их номинальной стоимости. При сплите количество акций в целом и у каждого держателя увеличивается, а уставный капитал акционерного общества не изменяется. Старые сертификаты акций при этом изымаются и выдаются новые на большее количество акций, но с меньшей номинальной стоимостью.

Обычно к сплиту прибегают для прохождения процедуры листинга (т. к. многие фондовые биржи в качестве одного из требований к допуску акций к торгам выдвигают довольно большое количество эмитированных и размещенных акций) [5].

2. *Консолидация* (обратный сплит) – это увеличение номинальной стоимости акций без изменения размера уставного капитала. Таким образом, в результате консолидации количество акций в обращении уменьшается. Акционерам выдаются новые сертификаты акций. Наиболее часто эту процедуру проводят для упрощения расчетов, если изначально установили слишком низкую номинальную стоимость акций либо если она стала таковой вследствие инфляции.
3. *Приобретение на открытом рынке*. Приобретать собственные акции акционерное общество может для того, чтобы:
 - повысить их курсовую стоимость (в этом случае операция называется «кроссинг»);
 - снизить уставный капитал;

- перераспределить акционерную собственность среди разных групп акционеров (например, повысить долю менеджеров среди акционеров);
- во избежание поглощения или скупки нежелательными лицами.

В случае приобретения акций с целью снижения уставного капитала они погашаются, а в устав акционерного общества вносятся соответствующие изменения. В остальных случаях акции принимаются на баланс акционерного общества и в течение года должны быть или проданы, или погашены. Во всех случаях акционеры не менее чем за месяц должны быть предупреждены о приобретении акций и его условиях.

4. *Выкуп акций* у акционеров по их требованию. Выше мы упомянули о том, что акционеры не могут требовать от акционерного общества возвращения номинальной стоимости акций. Однако из этого правила имеются исключения. Выкуп акций возможен при реорганизации акционерного общества; совершении им крупной сделки по приобретению или продаже имущества на сумму, превышающую 50% балансовой стоимости акций; если в устав АО вносятся изменения, ограничивающие права акционеров. Однако выкуп осуществляется только у тех акционеров, которые либо не присутствовали на собрании, на котором принималось соответствующее решение, либо голосовали против принятия решения. Выкуп акций производится по заявлению акционера через 45 дней после принятия соответствующего решения.

При этом в результате реорганизации уставный капитал уменьшается, а акции погашаются, а в остальных случаях акции принимаются на баланс общества и в течение года должны быть или проданы, или погашены [5].

2.2.1.4 Стоимостная оценка акций

Стоимостная оценка акций определяет тот или иной вид их стоимости.



.....
Номинальная стоимость акции – это стоимость, указанная на ее номинале (лицевой стороне).

В России указание номинальной стоимости обязательно, но в некоторых странах возможен выпуск безноминальных акций [2].



.....

Эмиссионная стоимость, или цена размещения, – это цена, по которой акции продаются на первичном рынке, то есть первому своему владельцу.

.....

В России эмиссионная стоимость должна быть больше или равна номинальной стоимости. При первом выпуске акций цена размещения равна номинальной стоимости, а при втором, третьем и т. д. – больше номинальной стоимости.

Если цена размещения больше номинальной стоимости, то акционерное общество получит эмиссионный доход (E_i), который вычисляется по следующей формуле:

$$E_i = (P_0 - N) \times k, \quad (2.1)$$

где P_0 – цена размещения акции; N – номинальная стоимость акции; k – количество размещенных акций.

Эмиссионный доход присоединяется к собственному капиталу акционерного общества.



.....

Курсовая стоимость – это цена акции на вторичном рынке ценных бумаг (т. е. на рынке, на котором происходит передача ценных бумаг от первого владельца второму и т. д.), которая складывается под влиянием спроса и предложения.

.....

Балансовая стоимость (P_{bal}) показывает количество активов, которое приходится на одну акцию, и рассчитывается по формуле:

$$P_{bal} = \text{ЧА} / k, \quad (2.2)$$

где ЧА – стоимость чистых активов АО, k – количество размещенных акций.

Ликвидационная стоимость – это сумма, которую владельцы акций получают при ликвидации акционерного общества.

При анализе процесса вложения денег в ценные бумаги два понятия играют ключевую роль: доходность ценных бумаг и риск подобных инвестиций. Необходимо понимать различия между доходностью и доходом по акциям.

Доход по акциям выражается в денежной форме и складывается из дивидендов и изменения стоимости бумаги с течением времени. Дивиденды являются текущим доходом акционера, источником которого является чистая прибыль

компании. Если акционер продал акцию, то, помимо дивидендов, он может получить изменение стоимости акции за инвестиционный период (ΔP), которое рассчитывается по следующей формуле [2]:

$$\Delta P = P_{sell} - P_{buy}, \quad (2.3)$$

где P_{sell} – цена продажи акции, P_{buy} – цена покупки.

Если за период владения акцией инвестору выплачены дивиденды, то полный доход по акции (I_f) вычисляется по формуле:

$$I_f = (D_1 + \Delta P) \times k, \quad (2.4)$$

где D_1 – дивиденды на одну акцию, ΔP – изменение стоимости акции, k – количество акций (если акций в портфеле инвестора несколько).

На основе текущего и полного дохода по акции можно определить *реальную курсовую стоимость акции* (P_c), которая может рассчитываться по одной из следующих формул. Первая формула рассчитывается исключительно исходя из текущего дохода:

$$P_c = \frac{d}{r} \times N, \quad (2.5)$$

где d – ставка дивидендов, r – банковский процент по депозитам, N – номинальная стоимость акции.



Пример

Вам предлагают купить акцию номинальной стоимостью 100 руб., за 110 руб. Зная ставку дивиденда и размер банковского процента по депозитам, вы можете установить, завышена или занижена курсовая стоимость. Пусть банковский процент по депозитам составляет 12%, а ставка дивидендов данного акционерного общества – 10%, найдем, какова реальная курсовая стоимость данной акции:

$$P_c = \frac{10}{12} \times 100 = 83,3 \text{ руб.}$$

Таким образом, курсовая стоимость, по которой Вам предлагают купить акцию, завышена, и покупать ее не стоит, т. к. выгоднее вложить средства в банк. Если же реальная курсовая стоимость акции равна предлагаемой цене или выше нее, то вложение в такую акцию можно считать выгодным.

Вторая формула для расчета реальной курсовой стоимости учитывает полный доход:

$$P_c = \frac{I_f}{I_{noR}} \times N, \quad (2.6)$$

где I_f – полный доход по акции, I_{noR} – требуемая доходность (сумма дохода по безрисковым вложениям и премии за риск; в качестве первого показателя нередко принимается доход по ГКО), N – номинальная стоимость акции.

Доходность акций выражается в процентах. Различают текущую и конечную доходность. Рыночная текущая доходность (I_{mc}) рассчитывается по формуле:

$$I_{mc} = \frac{D_1}{P_{mc}} \times 100\%, \quad (2.7)$$

где I_{mc} – рыночная текущая доходность, D_1 – дивиденды на одну акцию, P_{mc} – текущая цена акции (на момент выплаты дивидендов).

В случае если текущая рыночная цена P_{mc} неизвестна, то вместо нее используется номинальная стоимость акции N .

Конечная доходность (F_i) рассчитывается, если акционер продал принадлежащую ему акцию.

$$F_i = \frac{I_f}{P_{buy}} \times 100\%, \quad (2.8)$$

где F_i – конечная доходность акции, I_f – полный доход по акции (сумма дивидендов и изменения стоимости акции за инвестиционный период), P_{buy} – цена покупки акции.

Как текущая, так и конечная доходность может быть номинальной и реальной. *Номинальная доходность* – это доходность без учета темпов инфляции (то, что получается при расчете по формулам, и есть номинальная доходность). А реальная доходность (R_i) вычисляется по формулам:

$$R_i = I_{mc} - \alpha, \quad (2.9)$$

$$R_i = F_i - \alpha, \quad (2.10)$$

где I_{mc} , F_i – номинальная рыночная текущая доходность и конечная доходность, α – темп инфляции (вычисляется по темпу роста цен).

Реальная доходность может быть как положительной, так и отрицательной.

В общем случае на доходность ценной бумаги оказывают воздействие три фактора:

- временной;
- фактор инфляции;
- фактор риска.

Воздействие временного фактора свидетельствует о том, что когда инвестор приобретает долговую ценную бумагу, предоставляя деньги в долг заемщику, он отказывается от возможности потратить свои средства на потребление в текущий момент ради получения более высокого дохода в будущем. С другой стороны, заемщик (чье текущее потребление превосходит его текущий доход, и который прибегает к заимствованию денег) должен в будущем вернуть сумму денег, превосходящую занятую (иначе он не сможет побудить инвестора отложить потребление на более поздний срок). Иными словами, заемщик обязан компенсировать инвестору задержку в текущем потреблении вне зависимости от воздействия инфляции и риска, то есть оплатить воздействие только фактора времени.

Влияние временного фактора позволяет оценить безрисковая реальная ставка процента ($I_{noR, \text{реальн.}}$). Она отражает точную доходность, на которую рассчитывает инвестор в будущем. Ее также называют чистой ставкой процента, которая отражает временную стоимость денег.

На величину ($I_{noR, \text{реальн.}}$) оказывают влияние следующие факторы:

- оценка самим инвестором стоимости откладывания его текущего потребления ради будущего дохода, что определяет требуемое инвестором вознаграждение, ставку компенсации за задержку в потреблении. Эта ставка различна для каждого инвестора, однако под воздействием спроса и предложения на рынке ссудного капитала устанавливается ее равновесная величина.
- инвестиционные возможности экономики страны в текущий момент. Они воздействуют на все инвестиционные проекты и влекут перемены в требуемой доходности всех инвестиций. Реальный уровень развития экономики связан с долговременными темпами прироста рабочей силы и ростом производительности труда. Существует положительная связь между инвестиционными возможностями экономики и безрис-

ковой ставкой процента – повышение темпов роста экономики вызовет и увеличение ($I_{noR, \text{реальн.}}$).

Если инвестор ожидает роста общего уровня цен, то требуемая им номинальная безрисковая ставка должна компенсировать и будущие потери из-за инфляции. Следовательно, необходимо учитывать фактор инфляции.

Вкладывая деньги в ту или иную ценную бумагу, инвестор может лишь с определенной долей уверенности прогнозировать ее будущую доходность. Отсутствие у инвестора 100% гарантии получения планируемого дохода от инвестиций и составляет основу риска ценных бумаг.

2.2.2 Облигации

2.2.2.1 Сущность и виды корпоративных облигаций



.....

Облигация в общем виде – эмиссионная долговая ценная бумага, владелец которой имеет право получить от лица, её выпустившего (эмитента облигации), в оговорённый срок её номинальную стоимость деньгами или в виде иного имущественного эквивалента.

.....

Также облигация может предусматривать право владельца (держателя) на получение процента (купона) от её номинальной стоимости либо иные имущественные права. Данная ценная бумага имеет, как правило, фиксированный доход и не дает владельцу права на участие в управлении компанией [6].

Облигации, которые выпускаются акционерными обществами, обществами с ограниченной ответственностью, принято называть «корпоративными».

Номинальная стоимость облигации должна быть возвращена владельцу по окончании срока, на который она выпущена, следовательно, облигация удостоверяет отношения займа между корпорацией (заемщиком) и владельцем облигации (кредитором). В этом состоит коренное отличие облигации от акции, номинальная стоимость которой не возвращается акционерным обществом.

Акционерное общество может выпускать облигации, только если с момента регистрации акционерного общества до выпуска облигаций прошло не менее двух лет и акционеры оплатили все выпущенные акции. Совокупная номинальная стоимость облигаций (или объем эмиссии) не должна превышать

уставного капитала акционерного общества или величины обеспечения, предоставленного третьими лицами.

Классификация корпоративных облигаций по нескольким признакам представлена в таблице 2.3.

Таблица 2.3 – Классификация корпоративных облигаций

Признак классификации	Вид облигации	Характеристика
По обеспеченности	Обеспеченные	Облигации, выпуск которых произведен под залог финансовых (денежные средства, ценные бумаги) или материальных активов (зданиями, землей, транспортными средствами, рабочими машинами и т. д.), облигационный заем может быть также застрахован или гарантирован коммерческим банком или государством [7]
	Необеспеченные	Требования владельцев необеспеченных облигаций (называемых также дебетурой) к корпорации при ее неплатежеспособности или ликвидации удовлетворяются одновременно с требованиями «прочих» кредиторов – в последнюю очередь. Поэтому в проспекте эмиссии может быть предусмотрен ряд мер, защищающих интересы владельцев облигаций данного вида. В качестве этих мер могут выступать следующие обязательства: «негативный залог» (обязательство не закладывать имущество акционерного общества под другие обязательства); поддержание определенного соотношения между собственным и заемным капиталом акционерного общества; обязательство не эмитировать новые выпуски облигаций до погашения предыдущих выпусков; организация отчислений в фонд погашения облигаций данного вида и др.
По способу извлечения дохода	Процентные	Владельцы получают доход в виде процента, который чаще всего фиксирован. Однако бывают облигации с плавающей ставкой процента, «привязанной» к ставке доходности какого-либо финансового инструмента. Процентные облигации также называются купонными, поскольку большинство из них имеет отрезные купоны. На каждом купоне указывается информация о дате выплаты процентов и ставке процента. Купонные облигации часто являются облигациями на предъявителя
	Дисконтные	Называются также облигациями с нулевым купоном. По облигациям данного вида проценты не выплачиваются, а доход имеет форму дисконта. Это означает, что облигации продаются по цене ниже номинальной стоимости (с дисконтом – скидкой), а выкупаются у акционеров по номинальной стоимости. Разница между номинальной стоимо-

Признак классификации	Вид облигации	Характеристика
		<p>стью и ценой выкупа облигаций акционерным обществом и называется дисконтом. Размер дисконта зависит от рискованности вложений, размера ставки процента по банковским кредитам. Как правило, если финансовое состояние эмитента не вызывает сомнений, ставка дисконта ниже ставки банковского процента по кредитам (иначе эмитент мог бы взять кредит в банке). Когда финансовое состояние неблагоприятно или у инвесторов имеются серьезные сомнения по поводу будущего положения эмитента, ставка дисконта (или процента – для процентных облигаций) будет выше нее. Дисконт зависит также и от срока погашения облигации. При прочих равных условиях, чем больше пройдет времени от момента покупки облигации на первичном или вторичном рынке до момента ее погашения, тем больше будет дисконт</p>
	Смешанные	<p>Владельцы таких облигаций получают доход как в виде дисконта, так и в виде процентов. Иногда облигационеры могут выбрать способ извлечения дохода</p>
По способу учета облигационеров	Именные	<p>В реквизитах облигаций имеются данные о владельце, а также ведется их реестр</p>
	На предъявителя	<p>По ним не ведется реестр, и в реквизитах облигаций или сертификатов облигаций собственник не указывается.</p>
По срокам погашения	Срочные	<p>Облигации с конкретным сроком погашения, т. е. возврата номинальной стоимости владельца. Срочные облигации в свою очередь делятся на краткосрочные со сроком погашения менее одного года, среднесрочные со сроком погашения от 1 года до 5 лет и долгосрочные со сроком погашения более 5 лет</p>
	Бессрочные	<p>Облигации с неопределенным сроком погашения – при их выпуске неизвестно, когда их будет выкупать акционерное общество</p>
По целям эмиссии	Целевые	<p>Выпускаются на конкретные, заранее известные цели или под реализацию какого-либо инвестиционного проекта</p>
	Нецелевые	<p>Средства, полученные от размещения нецелевых облигаций, используются акционерным обществом по своему усмотрению. Это, с одной стороны, увеличивает риск, а с другой стороны, дает совету директоров большую свободу в распоряжении полученными денежными средствами</p>

Признак классификации	Вид облигации	Характеристика
По возможности обмена	Конвертируемые	Могут обмениваться на обыкновенные или привилегированные акции этого же акционерного общества в любой период времени или в определенный период. Обмен происходит в соответствии с конверсионным коэффициентом, который показывает, какое количество акций можно получить за одну облигацию
	Неконвертируемые	Не могут быть обменены на акции

Рассмотрим подробнее обеспечение выпуска облигаций залогом. Обеспеченные облигации могут быть обеспечены первым или вторым залогом. Первый залог означает, что до облигаций, обеспеченных им, активы не закладывались либо закладывались, но обязательство было выполнено. Выпуск облигаций под второй залог означает, что активы, под которые произведена эмиссия, уже заложены под другое обязательство. Законом второй залог разрешается, однако возможность или невозможность второго залога определяется договором между заемщиком и кредитором. Облигационеры, владеющие облигациями под второй залог, в случае неплатежеспособности или ликвидации акционерного общества получают номинальную стоимость облигаций после расчетов по облигациям под первый залог. При неисполнении обязательств перед облигационерами (невыплата процентов или суммы долга при наступлении срока) обеспечение продается, за счет чего обязательства выполняются.

Разновидностью процентных облигаций являются индексируемые облигации, ставка процента по которым растет равномерно или в соответствии с каким-либо показателем (например, с темпом роста потребительских цен).

Обычно процентный доход по облигациям выплачивается независимо от наличия и размера прибыли у компании, однако существуют доходные облигации (или облигации урегулирования), процентный доход по которым выплачивается только в случае наличия прибыли. У доходных облигаций есть два подвида – простые (или некумулятивные) и кумулятивные. По простым облигациям невыплаченный вследствие отсутствия у акционерного общества прибыли процентный доход не возмещается облигационерам в последующие годы, а по кумулятивным облигациям он выплачивается в последующие годы (причем до этого дивиденды по обыкновенным и привилегированным акциям не выплачиваются).

2.2.2.2 Стоимостная оценка корпоративных облигаций

Доход по облигациям складывается из двух составляющих – процентного дохода (т. е. текущего дохода) и изменения стоимости облигации. Последний вид дохода можно получить при продаже облигации. Сумма текущего дохода и изменения стоимости облигации составляет полный доход по облигации. Поскольку эмитент гарантирует выплату процентов по облигациям, они считаются менее рискованными, чем акции, хотя совершенно безрисковыми их назвать, разумеется, нельзя (даже государственные облигации или обеспеченные корпоративные облигации), поскольку риск невыплаты процентного дохода и невозвращения суммы долга всегда существует. Может ухудшиться финансовое состояние эмитента, а стихийные бедствия, кризис или инфляция могут обесценить или физически уничтожить обеспечение. Дефолт 1998 г., когда государство по причине сложного финансового положения отказалось платить по своим обязательствам перед владельцами ГКО, показывает, что даже государственные долговые ценные бумаги не могут считаться полностью безрисковыми [6].

Надежность ценных бумаг обычно означает их малую доходность: чем прочнее финансовое положение эмитента, тем под более низкий процент он может занять средства. И наоборот, наличие риска требует повышения доходности для привлечения инвесторов. С другой стороны, чем больше прав ценная бумага дает своим владельцам, тем менее рискованны вложения в нее, и тем меньше будет доходность по ней. В отличие от акций облигации дают инвесторам гораздо большие права – право на возвращение суммы долга с фиксированными, заранее известными процентами, поэтому акции являются более рискованными и, в среднем, более доходными ценными бумагами, а облигации – наоборот.

Стоимостная оценка корпоративных облигаций бывает нескольких видов. *Номинальная стоимость* – это цена облигации, указанная на ее лицевой стороне (номинале). Она показывает сумму, которую заняло акционерное общество у владельца облигации. Указание номинальной стоимости является обязательным.

Курсовая стоимость облигации – это цена облигации, которая складывается на рынке ценных бумаг под влиянием соотношения спроса и предложения, на которых, в свою очередь, сказываются доходность, надежность облигации и многие другие факторы.

Цена выкупа – это цена облигации, по которой ее выкупает акционерное общество (оно обязано выкупить облигацию, т. е. вернуть займ). Цена выкупа может быть равна номинальной или курсовой стоимости. Цена выкупа или порядок ее определения указывается в проспекте эмиссии облигаций. Выкуп облигаций может быть единоразовым или постепенным.

Оценка доходности облигаций. Выделяют два вида доходности облигаций – текущую и конечную. Текущая доходность показывает, какой текущий доход в процентах к затратам получает облигационер [2]:

$$I_c = (g / P_{b0}) \times 100\%, \quad (2.11)$$

где I_c – текущая доходность по облигации, g – проценты по облигации в денежном выражении, P_{b0} – цена приобретения облигации.

Конечная доходность показывает, сколько в процентах к затратам получил облигационер, который в течение определенного времени владел облигацией, а затем продал ее. Формула конечной доходности процентной облигации будет выглядеть следующим образом:

$$F_i = [(g_c + \Delta P) / P_{buy}] \times 100\%, \quad (2.12)$$

где F_i – конечная доходность, g_c – проценты по облигации, которые владелец облигации получил за время владения облигацией (в денежном выражении), ΔP – изменение стоимости облигации – разница между ценой продажи облигации и ценой ее покупки ($P_{sell} - P_{buy}$), P_{buy} – цена покупки облигации.

Формула конечной доходности дисконтной облигации:

$$F_i = (d / P_{buy}) \times 100\%, \quad (2.13)$$

где d – дисконт по облигации в денежном выражении, P_{buy} – цена покупки облигации.

2.2.2.3 Сущность, функции и виды государственных облигаций

Государственные ценные бумаги – это долговые ценные бумаги, эмитируемые государством, отражают отношения займа между государством и инвесторами.

Государственные ценные бумаги выполняют следующие функции [6]:

1. *Функция финансирования кассовых разрывов в государственном бюджете.* Кассовые разрывы государственного бюджета образуются в результате неравномерного поступления дохода в государственный бюджет и необходимости расходовать средства бюджета. К такому

способу финансирования текущего дефицита бюджета прибегают достаточно часто, поскольку их эмиссия считается неинфляционной.

2. *Функция рефинансирования государственного долга* заключается в том, что эмиссия государственных ценных бумаг используется для погашения долговых обязательств, возникших ранее, в том числе и долговых обязательств по более ранним выпускам государственных ценных бумаг.
3. *Функция финансирования государственных целевых программ.*
4. *Функция регулирования денежной массы в обращении*, инфляционных процессов, инвестиций, экономического роста, занятости, а также платежного баланса.

Считается (а в экономически развитых странах это так и есть), что государственные ценные бумаги имеют высокий уровень надежности и, как следствие, невысокий уровень доходности. В нашей стране в 1990-х гг. уровень доходности по некоторым ценным бумагам достигал нескольких десятков процентов, а об их «надежности» свидетельствует факт отказа от обязательств государства по ГКО перед инвесторами в 1998 г.

Государственные ценные бумаги могут выпускаться как в бумажной, так и в бездокументарной формах. В России они размещаются Министерством финансов через Центральный банк РФ. Основными способами размещения государственных ценных бумаг являются открытое размещение по заранее установленной цене, размещение по закрытой подписке и размещение на аукционе.

Основными инвесторами в государственные ценные бумаги являются инвестиционные банки, государственный и негосударственные пенсионные фонды, страховые компании, коммерческие банки, центральные банки других стран, физические лица. Однако преобладают все же институциональные инвесторы.

Государство с помощью ценных бумаг регулирует развитие экономики, решая следующие задачи:

- регулирование денежной массы;
- регулирование инфляции;
- влияние на валютный курс;
- формирование уровня доходности по ценным бумагам;
- обеспечение перелива капитала с одного сегмента финансового рынка на другой;
- решение других социально-экономических задач.

Классификация видов государственных облигаций представлена в таблице 2.4.

Таблица 2.4 – Классификация видов государственных облигаций

Признак классификации	Вид облигации	Характеристика
По времени обращения	Краткосрочные	Срок обращения составляет до 1 года
	Среднесрочные	Срок обращения от 1 года до 5 лет
	Долгосрочные	Срок обращения более 5 лет
По способу извлечения дохода	Процентные (купонные)	Процентная ставка может быть фиксированной, плавающей (обычно плавающая ставка по государственным ценным бумагам привязывается к ставке рефинансирования Центрального банка РФ или к уровню доходности по государственным ценным бумагам, которые размещаются на аукционе).
	Дисконтные	Размещаются по цене ниже номинальной стоимости, а погашаются по номинальной стоимости. Разница между ценой выкупа и номинальной стоимостью и образует доход инвестора – дисконт. Большинство государственных ценных бумаг являются дисконтными.
По форме обращения	Рыночные	Могут свободно продаваться на вторичном рынке, т. е. первым владельцем второму, вторым – третьему и т. д.
	Нерыночные	Не могут свободно обращаться на вторичном рынке ценных бумаг, их владельцы (а это, в большинстве своем, крупные институциональные инвесторы: правительственные учреждения, правительства других стран, региональные и местные органы власти) должны дождаться их погашения.

На различных этапах развития рынка в Российской Федерации выпускались следующие виды государственных ценных бумаг:

- облигации Российского внутреннего выигрышного займа;
- приватизационные чеки (ваучеры);
- государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО);
- облигации федерального займа;
- облигации сберегательного займа;
- казначейские обязательства;
- облигации внутреннего валютного займа;
- государственные долгосрочные облигации;
- золотые сертификаты.

Рассмотрим некоторые из них более подробно.

Приватизационный чек – государственная ценная бумага, предназначенная для обмена на активы государственных предприятий, передаваемых в частные руки в процессе приватизации. В России получил неофициальное название «ваучер» и использовался с января 1992 г. как инструмент разгосударствления и передачи государственных и муниципальных предприятий в частную собственность. Приватизационные чеки имели ограниченный срок действия, в течение которого они принимались в уплату за приватизируемые предприятия. По окончании срока действия приватизационные чеки теряли свою ценность.

подавляющее большинство граждан России оказались обманутыми в результате приватизации, поэтому слово «ваучер» имеет негативную окраску.

Государственные краткосрочные облигации (ГКО), или, официально, государственные краткосрочные бескупонные облигации Российской Федерации, – государственные ценные бумаги, эмитентом которых выступало Министерство финансов Российской Федерации. ГКО выпускались в виде именных дисконтных облигаций в бездокументарной форме (в виде записей на счетах учёта). Генеральным агентом по обслуживанию выпусков ГКО выступал Центральный банк Российской Федерации.

ГКО выпускались на разные сроки – от нескольких месяцев до года – отдельными выпусками. Для каждого выпуска могли отдельно устанавливаться ограничения для потенциальных владельцев. Выпуск считался состоявшимся, если в процессе размещения было продано не менее 20% предполагавшихся к выпуску ГКО. Непроданные ГКО могли реализовываться позднее. Также был возможен досрочный выкуп ГКО на вторичном рынке.

17 августа 1998 г. был объявлен технический дефолт по ГКО, доходность по которым непосредственно перед кризисом достигала 140% годовых, и эмиссия ГКО была прекращена, их выпуск возобновился только в 2000 г.

Рассмотрим основные ошибки, которые привели к данному результату.

1. Облигации были краткосрочными и высокодоходными (до 60%, при норме для ценных бумаг 4–5%). Поэтому полученные за них средства были совершенно непригодны для вложения в промышленность, сельское хозяйство и иные сферы экономики, не приносящие моментальной отдачи и большой прибыли.

2. Игроки на рынке ГКО получали от спекуляций такую большую прибыль, что им становилось бессмысленно заниматься реальным производством и высокими технологиями, и они этим не занимались. До 70% западных кредитов

уходило не в реальный сектор экономики, а в виртуальный – на спекуляции с облигациями ГКО.

3. Когда к декабрю 1997 г. выяснилось, что доходов от размещения новых ГКО не хватает на выплаты по старым – вместо экстренных мер по укреплению рынка было сделано противоположное: сняты ограничения для иностранцев, и вскоре треть всех ценных бумаг оказалась в их руках. Это позволило выкачивать деньги из РФ в другие страны: облигации продавались по цене 50–60% от номинальной стоимости, а уже через несколько месяцев государство выплачивало владельцу номинальную стоимость.

Само название ГКО (бескупонные) говорит о том, что это дисконтная ценная бумага. Погашение ГКО происходит переводом их номинальной стоимости на счета инвесторов.

На рынке ГКО действуют следующие экономические субъекты:

1. Министерство финансов, которое принимает решение об эмиссии ГКО и ее размерах, а также формирует цену отсечения и средневзвешенную цену при проведении размещения.
2. Центральный банк действует на рынке ГКО как агент Министерства финансов: проводит аукцион по размещению ГКО, продает на аукционах вторичного рынка ГКО выпуски, которые были размещены не полностью, проводит операции на открытом рынке.
3. Дилеры совершают сделки купли-продажи ГКО для себя и для своих клиентов.
4. Инвесторы приобретают ГКО у дилеров. Инвестировать средства в ГКО могут как юридические, так и физические лица.
5. Депозитарии, которые ведут учет прав на ГКО на счетах-депо. Выделяют два вида депозитариев: головной и субдепозитарии. Головной депозитарий открывает счет Центральному банку, на который зачисляется выпуск ГКО, а при погашении выпуска он списывается с этого счета. Также головной депозитарий занимается ведением счетов-депо дилеров, учитывая на этих счетах ГКО, принадлежащие дилерам и инвесторам. Функции головного депозитария могут выполнять инвестиционные институты, коммерческие банки, клиринговые палаты бирж, но не инвесторы или дилеры. Функции субдепозитариев выполняют дилеры, ведущие счета-депо по ГКО, принадлежащим как им самим, так и инвесторам. Инвесторы могут открывать счета-депо в

нескольких субдепозитариях и переводить ГКО из одного субдепозитария в другой.

Рассмотрим механизм размещения ГКО (которое происходит на первичном рынке). Размещение ГКО происходит через аукцион, который проводится Центральным банком на базе ПАО «Московская биржа». Минимум за неделю до аукциона объявляется объем выпуска ГКО, лимит по неконкурентным заявкам и ограничивается круг инвесторов. Инвесторы подают заявки дилерам, а дилеры подают заявки на приобретение ГКО для себя и своих клиентов в день торгов [6].

Заявки могут быть конкурентными и неконкурентными. В конкурентных заявках указывается цена ГКО, которую готов заплатить дилер в процентах к номинальной стоимости. В неконкурентных заявках указывается, сколько ГКО готов приобрести дилер по средневзвешенной цене аукциона. Поскольку удовлетворяются конкурентные заявки, в которых цена выше цены отсечения, и таким образом, за счет конкурентных заявок государство может получить большую сумму, количество неконкурентных заявок лимитируется (обычно тридцатью процентами заявок от одного дилера).

Заявки принимаются торговой системой ПАО «Московская биржа». Это компьютерная программа, которая обеспечивает процесс проведения торгов, первичную регистрацию сделок по купле-продаже ГКО и составление расчетных документов. Для гарантирования совершения сделки дилеры переводят денежные средства с текущих счетов на торговые субсчета расчетной палаты ПАО «Московская биржа», где они блокируются до окончания торгов.

Когда заявки поданы, данные о них передаются в Министерство финансов, которое определяет цену отсечения (минимальную цену, по которой заявки на приобретение ГКО удовлетворяются) и средневзвешенную цену аукциона (сумма произведений цены и количества каждой заявки, деленная на общее количество заявок).

Что касается обращения ГКО на вторичном рынке (напомним, что это рынок, на котором происходит продажа ГКО первым владельцем второму, вторым – третьему и т. д.), то они могут обращаться исключительно на биржевом рынке, а именно на ПАО «Московская биржа».

Облигации государственных сберегательных займов (ОГСЗ) выпускались правительством РФ до 1998 г. Предоставляют право на получение дохода выше уровня доходности по сравнению с другими видами государственных ценных бумаг. Срок обращения облигаций составляет 1–2 года. Выпускались номина-

лом в 100 и 500 рублей. Форма существования – документарная. Эмитентом выступало Министерство финансов РФ. Форма владения – предъявительская. Форма выплаты дохода – купонная; процентный доход устанавливался на каждые последующие три месяца и выплачивался ежеквартально учреждениями Сбербанка РФ. Владельцами могли быть как юридические, так и физические лица; резиденты и нерезиденты. Первичное размещение ОГСЗ осуществлялось Министерством финансов РФ в форме закрытых торгов, но порядок обращения позволял продаваться и покупаться и на вторичном рынке. Доход по ОГСЗ для физических лиц не облагался налогом.

Облигации федерального займа (ОФЗ) – рублевые облигации, выпускаемые Министерством финансов Российской Федерации. Данные облигации являются купонными, то есть по ним предусмотрены процентные выплаты по купонам. По некоторым выпускам ОФЗ в определенные даты предусматривается частичное погашение номинала (амортизация долга). По срокам обращения ОФЗ могут быть краткосрочными, среднесрочными или долгосрочными. Место торговли – ПАО «Московская биржа». Вид дохода – фиксированная или переменная купонная ставка. Они бывают следующих видов:

- ОФЗ-ПК (с переменным купоном) начали выпускать в 1995 г., а после кризиса 1998 г. выпуск был прекращен. Выплата купона осуществлялась раз в полугодие. Значение купонной ставки менялось и определялось средней взвешенной доходностью по ГКО за последние 4 сессии (торгов);
- ОФЗ-ПД (с постоянным доходом) начали выпускаться в 1998 г. Купон выплачивался раз в год и фиксировался на весь срок обращения;
- ОФЗ-ФД (с фиксированным доходом) появились в 1999 г. Их выдавали владельцам ГКО и ОФЗ-ПК, замороженным в 1998 г. в порядке новации. Срок обращения 4–5 лет. Купон выплачивался ежеквартально. Ставка снижалась ежегодно (30% в первый год, 10% – конец срока);
- ОФЗ-АД (с амортизацией долга) периодическое погашение основной суммы долга;
- ОФЗ-ИН (с индексируемым номиналом) выпускаются с 2015 г. Номинальная стоимость облигаций ежемесячно индексируется на предстоящий месяц в соответствии с индексом потребительских цен на товары и услуги по Российской Федерации.

Казначейские обязательства – разновидность государственных ценных бумаг, которые были выпущены в обращение в России для ликвидации имеющейся задолженности государства перед предприятиями.

В Российской Федерации к началу 1994 г. сложилась ситуация, когда у государства возникла задолженность перед многими предприятиями по государственным закупкам, федеральным программам, государственному заказу и т. п., которая стимулировала возникновение задолженности предприятий друг перед другом. По оценкам специалистов, каждый рубль долга государства перед предприятием порождал два-три рубля долгов предприятий друг перед другом.

Для ликвидации возникшей задолженности, основной причиной которой явился дефицит государственного бюджета, было принято решение не осуществлять дополнительную эмиссию денег, а выпустить казначейские обязательства, которыми можно было рассчитываться с государством по налогам, т. е. происходил взаимный зачёт задолженности государства перед предприятиями в части финансирования работ по заказу государства и в части платежей в федеральный бюджет

Под давлением Международного валютного фонда, не признававшего казначейские обязательства в качестве рыночной ценной бумаги, в 1995 г. выпуск и обращение казначейских обязательств были прекращены. В то же время применение данных ценных бумаг позволило государству в условиях дефицита государственного бюджета и высокой инфляции без дополнительной эмиссии денежных средств решить проблему взаимных неплатежей.

Облигации внутреннего государственного валютного займа (ОВГВЗ) были выпущены в обращение в счёт долгов Внешэкономбанка СССР (ВЭБ). Датой выпуска займа считается 14 мая 1993 г. Первоначально было выпущено 5 серий (траншей) облигаций с погашением через 1, 3, 6, 10 и 15 лет соответственно. Первые два транша были погашены в срок, погашение третьего должно было состояться 14 мая 1999 г., но было отложено до 14 ноября вместе с купонными выплатами по остальным траншам. По состоянию на 1 апреля 2014 г. долг по ОВГВЗ составлял 5,5 млн долл. США.

Банк России осуществляет выпуск собственных облигаций (*облигации Банка России – ОБР*) на регулярной основе в целях регулирования ликвидности банковского сектора. В периоды формирования устойчивого профицита банковской ликвидности операции с ОБР являются одним из рыночных инструментом стерилизации ликвидности (к данному типу операций также относятся

деPOSITные аукционы). Удобством использования операций с ОБР для кредитных организаций является возможность досрочной реализации ценных бумаг на вторичном рынке, а также возможность их использования в качестве обеспечения как по сделкам межбанковского кредитования, так и по операциям предоставления ликвидности (Ломбардный список Банка России). ОБР принимаются в качестве обеспечения по кредитам Банка России, обеспеченным залогом (блокировкой) ценных бумаг, и операциям прямого РЕПО Банка России.

ОБР выпускаются в форме бескупонных дисконтных облигаций. В соответствии с целями использования облигаций Банка России как инструмента денежно-кредитной политики размещение и обращение ОБР осуществляются только среди российских кредитных организаций. При этом для получения прямого доступа к рынку ОБР кредитной организации необходимо заключить с Банком России договор на выполнение функций дилера на рынке федеральных государственных ценных бумаг в соответствии с нормативными актами Банка России.

В отличие от России, в США выпускаются следующие виды государственных ценных бумаг (или казначейских ценных бумаг США):

- краткосрочные казначейские векселя (Bills);
- среднесрочные казначейские облигации (Notes) со сроком обращения от 1 до 9 лет;
- долгосрочные казначейские облигации (Bonds) со сроком обращения свыше 10 лет;
- казначейские защищенные от инфляции облигации (TIPS).

Ценные бумаги Казначейства США – государственные ценные бумаги, выпускаемые Министерством финансов США (Казначейством США) через действующее в его составе Бюро государственного долга. Это инструмент финансирования государственного долга.

Также известны *ипотечные ценные бумаги* (англ. *Mortgage-Backed Securities – MBS*) – долговые ценные бумаги, рефинансируемые с помощью обязательств по одному или нескольким ипотечным кредитам. Процентные выплаты и выплаты по основной сумме долга по таким ценным бумагам производятся из средств, полученных по обеспечивающим кредитам. Также они служат универсальным инструментом рефинансирования инвестиций в жилищное строительство, то есть средством для краткосрочного восстановления финансовых вливаний в жилые объекты, которые приобретаются на рынке посредством ипотеки. При этом ценные бумаги поддерживают стабильность рефинансиро-

вания ипотечного строительства за счет того, что возврат денежных средств инвестору осуществляется в сроки меньшие, нежели сроки погашения суммы ипотечного кредита.

Назначение ипотечных ценных бумаг состоит в минимизации рисков несвоевременного возврата заёмных средств при инвестировании в ипотечное строительство, осуществляемой по механизму секьюритизации. Сущность механизма секьюритизации заключается в процедуре преобразования долговых обязательств, связанных с рефинансированием, в бумаги, обладающие приемлемым обеспечением и сравнительно высокой ликвидностью. Процедурная сторона секьюритизации состоит в реализации одной из двух тактик. В первом случае имеет место выпуск кредитными организациями, осуществляющими ипотечное кредитование, обеспеченных ценных бумаг. Во втором случае имеет место продажа ипотечными инвесторами долговых обязательств ипотечному агенту – специализированной коммерческой организации, которая в конечном итоге осуществляет эмиссию обеспеченных ценных бумаг, поскольку обладает правом осуществлять эмиссию облигаций с ипотечным покрытием.

2.2.2.4 Стоимостная оценка государственных облигаций

Расчет доходности облигаций производится разными способами в зависимости от того, дождался инвестор их погашения или продал их на вторичном рынке. Доходность облигации к погашению (I_d) рассчитывается по формуле:

$$I_d = \left((N - P_{buy}) / P_{buy} \right) \times (365 / t) \times 100\%, \quad (2.14)$$

где $(N - P_{buy}) = d$ – дисконт по облигации – разница между номинальной ценой и ценой приобретения облигации, P_{buy} – цена приобретения облигации, t – количество дней от покупки облигации на первичном рынке до погашения.

Если инвестор продал облигацию до момента погашения, то доходность по ней будет рассчитываться следующим образом:

$$I_d = \left((P_{sell} - P_{buy}) / P_{buy} \right) \times (365 / t) \times 100\%, \quad (2.15)$$

где $(P_{sell} - P_{buy})$ – разница между ценой продажи и ценой приобретения облигации, P_{buy} – цена приобретения облигации на первичном или вторичном рынке, t – количество дней от покупки облигации до ее продажи.

2.2.3 Вексель



.....

Вексель – универсальный финансовый инструмент, выполняющий несколько экономических функций. Это долговая ценная бумага, выдаваемая заемщиком кредитору, дающая право безусловного требования указанной в ней суммы с определенным доходом [9].

.....

Рассмотрим функции векселя:

1. *Инструмент кредита* – посредством векселя можно оформить кредитные обязательства при покупке товара, оформить привлечение дополнительного оборотного капитала.
2. *Инструмент обеспечения кредита* – при получении банковского кредита в качестве обеспечения может быть заложен вексель, причем для этой цели могут быть использованы как собственные векселя заемщика, так и векселя, полученные от других предприятий по торговым сделкам.
3. *Инструмент платежа* – благодаря легкости передачи векселя (достаточно надписи владельца) обеспечивается высокая ликвидность векселя.

Вексельное обращение способно многократно ускорять расчеты, поскольку в развитом коммерческом обороте вексель до своей оплаты проходит через десятки держателей, погашая взаимные обязательства, уменьшая потребность в деньгах.

Вексельный рынок получил широкое распространение в России (1995–1998 гг.) из-за кризиса неплатежей, сокращения денежной массы.

Финансовые векселя по функциям аналогичны облигациям. Они были более привлекательными для российских предприятий благодаря упрощенной процедуре выпуска (не требуется государственная регистрация выпуска).

Можно выделить несколько способов классификации векселей (табл. 2.5).

Таблица 2.5 – Классификация векселей

Признак классификации	Вид векселя	Описание
По механизму обращения	Простые (соло-вексель)	По простому векселю векселедатель (заемщик) обязуется уплатить векселедержателю (кредитору) определенную сумму в указанный срок. Механизм расчетов простым векселем выглядит следующим образом. Один экономический субъект выдает другому кредит в денежной или товарной форме. Заемщик выдает ему простой вексель. Векселедержатель (кредитор) может дождаться срока оплаты и получить сумму, указанную в векселе, и процент. В этом случае он через свой банк и банк заемщика предъявляет ему вексель для оплаты, банк векселедателя списывает с текущего счета векселедателя денежные средства и направляет вексель, а также документы об оплате в банк векселедержателя. Последний зачисляет полученные денежные средства на текущий счет векселедержателя, делает на векселе отметку о его оплате и направляет банку векселедателя
	Переводные (тратта)	Это приказ кредитора заемщику уплатить указанную в нем сумму третьему лицу. В отношениях по переводным векселям участвуют три субъекта – трассант, трассат и ремитент. Трассант – это кредитор, трассат – заемщик, а ремитент – третье лицо, свой долг перед которым трассант переводит на трассата. Тратта называется переводным векселем именно потому, что имеет место перевод своего обязательства трассантом на трассата
По плательщикам	Коммерческие	Выдаются физическими и юридическими лицами, как правило, в качестве оплаты за товары и услуги
	Финансовые	Выпускаются Министерством финансов, казначейством и коммерческими банками. Они оформляют отношения кредита, предоставленного не в товарной, а в денежной форме. Векселя Минфина или казначейские векселя (которые выпускаются в некоторых странах) оформляют отношения денежного кредита между эмитентом и покупателями векселя. Банковский вексель чаще всего выдается коммерческим банком в подтверждение наличия на счете клиента определенной суммы, т. е. является одним из способов оформления банковского вклада. Банковский вексель может быть передан третьему лицу, то есть использован как платежное средство, гарантированное банком
По обеспеченности	Обеспеченные	К обеспеченным относят большинство коммерческих и финансовых векселей. Они обеспечены не прямо (например, залогом активов), а суммами, которые поступят от продажи товаров, приобретенных за счет кредита, оформленного векселем, или продажи товаров, которые произведены из товаров, полученных в счет кредита, оформленного векселем (речь идет о коммерческих векселях). Что касается финансовых

Признак классификации	Вид векселя	Описание
		векселей, то они обеспечены суммами, которые поступят к сроку оплаты в госбюджет или банк
	Необеспеченные (фиктивные, или квазивекселя)	Бывают двух видов – дружескими и бронзовыми. Дружеские векселя – это векселя, которые выдаются одним лицом другому для подкрепления его платежеспособности путем его продажи банку. Разновидностью дружеских векселей являются встречные векселя, которые выписываются на одну и ту же сумму и одинаковый срок двумя лицами друг другу для подкрепления платежеспособности. Бронзовые (или дутые) векселя – выписываются вымышленными или заведомо неплатежеспособными лицами
По способу извлечения дохода	Процентные	Доход выплачивается в виде процента, ставка которого указана на номинале векселя
	Дисконтные	Доход выплачивается в виде дисконта

В таблице 2.6 представлены различия простых и переводных векселей [9].

Таблица 2.6 – Различия простых и переводных векселей

Признак	Простой вексель	Переводный вексель
1. Кем выписывается	Заемщиком	Кредитором трассата, который одновременно является заемщиком ремитента
2. Субъекты вексельных отношений	Два: кредитор и заемщик	Физически три: трассант, трассат и ремитент. Экономически четыре: два кредитора (ремитент и трассант) и два заемщика (трассат и трассант)
3. Акцепт (подпись – согласие плательщика на осуществление платежа)	Дополнительно не требуется (т. к. присутствует изначально)	Требуется. Без акцепта переводный вексель недействителен

Срок обращения векселей не превышает одного года. Сроки платежа по векселю могут быть установлены:

- по предъявлении, иногда с оговоркой минимального и/или максимального срока;
- через определенное количество дней после предъявления;
- через определенное время от составления векселя;
- на определенный день.

Если срок платежа в векселе не указан, то платеж производится по его предъявлению. Если установлен конкретный срок платежа, то вексель предъявляется к оплате в день платежа или в течение двух последующих рабочих дней. После оплаты вексель возвращается плательщику с отметкой об оплате.

Вексель может использоваться как платежное средство и продаваться другому лицу. Оформляется продажа или передача векселя при помощи *индоссамент* – передаточной надписи на оборотной стороне векселя или аллонже. Лицо, передающее вексель, называется индоссантом, а лицо, получающее вексель – индоссатом.

Индоссамент является также одним из способов повышения надежности векселя, поскольку каждый предыдущий векселедержатель является ответственным по нему при отказе векселедателя оплатить его.

Вторым способом повышения надежности векселя является *аваль* – вексельное поручительство за одного или нескольких лиц, обязанных по векселю, на всю сумму или ее часть. Лицо, совершившее аваль, называется авалистом, часто в качестве авалиста выступает коммерческий банк. Авалист может отвечать по векселю за одного из следующих лиц: векселедателя, акцептанта, индоссанта. Обязательно должно быть указано, за чей счет дан аваль. Аваль оформляется надписью на лицевой стороне векселя или аллонже: «Считать за аваль», «Как поручитель» или равнозначной фразой.

Коммерческие банки производят с векселями следующие операции:

- получение акцепта у плательщика, или банковский акцепт (согласие на платеж банком);
- аваль;
- учет векселей – покупка векселя банком по индоссаменту до наступления срока платежа по нему;
- выдача кредитов под залог векселей. Кредит выдается не на всю сумму векселя, а на ее часть, чтобы коммерческий банк смог получить не только сумму долга, но и проценты по кредиту и окупить расходы на хранение и реализацию векселя;
- инкассо векселей, которое заключается в том, что банк кредитора по векселю и по его поручению следит за тем, чтобы векселя своевременно предъявлялись к оплате и отвечает за получение указанной в векселе суммы, т. е. дохода по нему;
- домициляция векселей – назначение плательщиком по векселю третьего лица (как правило, обслуживающего коммерческого банка). До-

мициляция производится за счет средств должника по векселю. Оговорка о домициляции проставляется на векселе при его выписке или акцепте. Оговорка о домициляции проставляется надписью на векселе: «Платеж в ... банке». Векселя с этой оговоркой называются домицированными.

2.2.4 Банковские сертификаты



.....

Банковский сертификат – это ценная бумага, подтверждающая внесение физическим или юридическим лицом срочного вклада в коммерческий банк.

.....

Вклады, оформленные банковскими сертификатами, можно получить в любом филиале коммерческого банка.

Существуют два вида банковских сертификатов – *депозитные и сберегательные*. Депозитные сертификаты выдаются юридическим лицам. Они свидетельствуют о внесении на счет значительной суммы денег. Срок их обращения в России составляет до одного года. Депозитные сертификаты могут быть именные и на предъявителя [10].

Сберегательные сертификаты выдаются физическим лицам, их срок обращения в России составляет от одного года до трех лет. Коммерческий банк может выдавать сберегательные сертификаты только при выполнении следующих требований:

1. Банк занимается банковской деятельностью не менее двух лет.
2. Публикует годовую отчетность, подтвержденную независимой аудиторской фирмой.
3. Соблюдает банковское законодательство.
4. Выполняет обязательные экономические нормативы, устанавливаемые Центральным банком.
5. Сформировал резервный фонд в размере не менее 15% оплаченного уставного капитала.
6. Выполняет обязательные резервные требования.

Зарегистрировать сберегательный сертификат более сложно, чем депозитный, следовательно, сам факт выпуска коммерческим банком сберегательных сертификатов дополнительно свидетельствует о его надежности. Выпускаться банковские сертификаты могут единоразово и серийно.

Банковские сертификаты могут быть проданы до наступления срока выдачи вклада по нему по цене выше номинальной стоимости, чтобы продавец мог получить не только сумму вклада, но и проценты, накопившиеся за истекший период. Это выгодно как вкладчику (который не теряет проценты по вкладу), так и банку (который не отвлекает необходимые ему для выплаты суммы вклада и процентов суммы). Передача именных банковских сертификатов оформляется на его оборотной стороне при помощи цессии. Цессия – это двустороннее соглашение между лицом, которое уступает свои права (цедент), и лицом, которое их приобретает (цессионарий). Соглашение о цессии между юридическими лицами подписывается двумя должностными лицами с обеих сторон и скрепляется печатями цедента и цессионария. Передача сберегательного сертификата регистрируется в банке-эмитенте в присутствии двух сторон лично или их представителей на основании нотариально заверенных доверенностей [10].

По окончании срока действия банковского сертификата он предъявляется к оплате. Оплата происходит перечислением суммы вклада и дохода на счет до востребования или наличными. Если банковский сертификат не предъявлен в срок, то вклад, им оформленный, с этого момента превращается во вклад до востребования, по которому начисляются более низкие проценты.

Банковские сертификаты могут быть процентными (чаще) или дисконтными. По процентным сертификатам процент может быть фиксированным при выпуске или плавающим, в том числе в зависимости от ставки рефинансирования Центрального банка РФ.

2.2.5 Депозитарные расписки



Депозитарные расписки – ценные бумаги в виде свидетельства на право собственности на определенное количество простых акций иностранного акционерного общества.

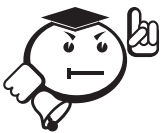
Депозитарные расписки выпускаются крупными депозитарными банками. Номинированы они в валюте страны-эмитента расписок. Количество акций, приходящихся на одну депозитарную расписку, определяется договором. Депозитарные расписки могут выпускаться в документарной и бездокументарной формах [11].

Акции, под которые выпускаются депозитарные расписки, хранятся на специальном счете в депозитарии страны-эмитента обыкновенных акций, открытого на имя депозитарного банка. Они не могут обращаться вместе с депозитарными расписками и закладываться.

Депозитарные банки, помимо выпуска и аннулирования депозитарных расписок, выполняют следующие функции:

1. Ведение реестра владельцев депозитарных расписок.
2. Помощь иностранным акционерным обществам в подготовке документов в контролирующие органы к выпуску депозитарных расписок и ежегодной отчетности.
3. Распространение информации об эмитентах депозитарных расписок.
4. Консультации по поводу вложений в депозитарные расписки.

Выпуск депозитарных расписок выгоден и эмитентам простых акций, и инвесторам. Эмитентам они выгодны тем, что значительно упрощают процедуру выхода простых акций на иностранные рынки, снижают расходы на размещение акций за рубежом, способствуют повышению курсовой стоимости простых акций на отечественном рынке. Инвесторы же получают новый финансовый инструмент, возможность работы с иностранными ценными бумагами. В случае наличия в какой-либо стране ограничений на вывоз ценных бумаг за границу или запрета на приобретение иностранных ценных бумаг депозитарные расписки позволяют обойти их.



Наиболее развитым является рынок американских депозитарных расписок (АДР). АДР были введены в 1927 г. в ответ на законодательные нормы Великобритании, ограничивающие возможности британских организаций по регистрации акций за рубежом.

Процедура выпуска АДР в общих чертах следующая:

1. Клиент сообщает американскому депозитарному банку о намерении купить иностранные акции.
2. Депозитарный банк связывается с брокером на иностранном рынке, который покупает нужные акции.
3. Местный финансовый агент депозитарного банка депонирует акции.
4. Американский банк выпускает соответствующее количество АДР для продажи клиенту.
5. Клиент может продать АДР на бирже или внебиржевом рынке.

Американские депозитарные расписки делятся на спонсируемые и неспонсируемые. Спонсируемые депозитарные расписки выпускаются по инициативе акционерного общества – эмитента обыкновенных акций и могут обращаться на фондовых биржах. Выпуск неспонсируемых АДР инициируется акционерами и не контролируется акционерным обществом. Выпустить неспонсируемые АДР значительно проще. Выпускаются неспонсируемые АДР одним или несколькими депозитарными банками и обращаются на внебиржевом рынке, представленном специальными изданиями, в которых публикуются объявления о купле-продаже депозитарных расписок. В этом случае сделка купли-продажи АДР регистрируется в депозитарном банке [11].

Кроме АДР есть и глобальные депозитарные расписки (ГДР), которые обращаются в других странах, как правило, европейских.

Депозитарные расписки дают инвесторам те же права, что и обыкновенные акции. Право на получение дивидендов и участие в собрании акционеров реализуется через депозитарный банк. До дня проведения общего собрания акционеров владельцы депозитарных расписок должны сообщить свое решение относительно поставленных на голосование вопросов, а депозитарный банк передает их иностранному акционерному обществу. Если решение владельцев депозитарных расписок не получено, то считается, что они согласны с мнением совета директоров.

Основные преимущества, которые дают депозитарные расписки, рассмотрены в таблице 2.7.

Таблица 2.7 – Преимущества депозитарных расписок

Инвестор	Эмитент
Удобный инструмент, позволяющий приобретать акции иностранных организаций	Упрощает доступ на иностранные рынки, что позволяет расширить базу инвесторов и облегчить мобилизацию капитала
Упрощают заключение сделок и процедуру расчетов по иностранным акциям, которые требуют участие финансового агента, конвертирования валют	Способствуют повышению популярности неамериканской организации на международном рынке

2.2.6 Другие виды первичных ценных бумаг



***Коносамент** – документ, выдаваемый перевозчиком груза грузовладельцу. Удостоверяет право собственности на отгруженный товар.*

Коносамент выполняет одновременно несколько функций:

- расписка перевозчика в получении груза для перевозки, с одновременным описанием видимого состояния груза;
- товарно-транспортная накладная;
- подтверждение договора перевозки груза;
- товарораспорядительный документ;
- может служить обеспечением кредита под отгруженные товары.

Первоначально коносамент применялся при транспортировке грузов морским транспортом. Сейчас коносамент может охватывать перевозки не только морским или речным транспортом, но и другими видами транспорта. В этом случае коносамент называется сквозным.



Закладная – это именная ценная бумага, которая удостоверяет право её законного владельца на получение исполнения по денежному обязательству, обеспеченному ипотекой, а также право залога на имущество, обремененное ипотекой.

Это новое правовое явление для ипотечных правоотношений и для института обеспечения исполнения обязательств. Основные нормы, посвященные закладной, содержатся в главе III Федерального закона Российской Федерации «Об ипотеке (залоге недвижимости)».

Договор ипотеки может быть заключен в форме закладной. Практическое значение закладной заключается в том, что она позволяет значительно упростить и ускорить оборот недвижимости. Обязанными по закладной лицами являются должник по обеспеченному ипотекой обязательству и залогодатель.

Закладная получила широкое распространение среди банков, осуществляющих ипотечное жилищное кредитование, потому что она удобна в обращении, особенно при передаче прав по ней. На практике это выглядит так: банк, занимающийся ипотечным жилищным кредитованием, ставит обязательным условием перед выдачей кредита составление закладной. После государственной регистрации права собственности и ипотеки банк становится законным владельцем закладной, при этом его права удостоверяются закладной. По истечении определенного периода банк накапливает так называемый пул закладных и продает их. Это позволяет банку привлекать дополнительные денежные средства на последующую выдачу кредитов. При этом происходит смена залогодержателя.

Закладная составляется залогодателем, а если он является третьим лицом, также и должником по обеспеченному ипотекой обязательству. Закладная выдается первоначальному залогодержателю органом, осуществляющим государственную регистрацию прав, после государственной регистрации ипотеки.

В большинстве случаев закладная составляется банком, а подписывается уже должником – лицом, которому выдается кредит, в момент получения кредитных средств в банке. Поэтому особенно важно проверять все условия, указанные в закладной, на соответствие кредитному договору. Как показывает практика, незначительная опечатка в одном из существенных условий закладной может повлечь приостановление государственной регистрации права собственности на приобретаемый объект недвижимости.

Владелец закладной приобретает права на получение исполнения по денежному обязательству, обеспеченному ипотекой, без предоставления других доказательств существования этого обязательства, залога на имущество, обремененное ипотекой.

Являясь ценной бумагой, к которой применяются общие правила о ценных бумагах, установленные гл. 7 ГК РФ, закладная также может быть самостоятельным объектом гражданских правоотношений, предметом залога или других сделок.

2.3 Производные ценные бумаги (деривативы)

2.3.1 Общая характеристика производных ценных бумаг



.....

Производный финансовый инструмент, или дериватив, – договор (контракт), по которому стороны получают право или берут обязательство выполнить некоторые действия в отношении базового актива. Обычно предусматривается возможность купить, продать, предоставить, получить некоторый товар или ценные бумаги.

.....

В отличие от прямого договора купли/продажи, дериватив формален и стандартизирован, изначально предусматривает возможность как минимум для одной из сторон свободно продавать данный контракт. Цена дериватива и характер её изменения обычно тесно связаны с ценой базового актива, но они не обязательно совпадают.

По своей сути дериватив представляет собой соглашение между двумя сторонами, по которому они принимают на себя обязательство или приобретают право передать определённый актив или сумму денег в установленный срок (или до его наступления) по согласованной цене.

Обычно целью покупки дериватива является не физическое получение базового актива, а хеджирование ценового или валютного риска во времени либо получение спекулятивной прибыли от изменения цены базового актива. Конечный финансовый результат для каждой стороны сделки может быть как положительным, так и отрицательным.

Дериватив имеет следующие характеристики:

- 1) его стоимость меняется вслед за изменением цены базового актива (процентной ставки, цены товара или ценной бумаги, обменного курса, индекса цен или ставок, кредитного рейтинга или кредитного индекса, другой переменной);
- 2) для его приобретения достаточно небольших первоначальных затрат по сравнению с другими инструментами, цены на которые аналогичным образом реагируют на изменения рыночной конъюнктуры;
- 3) расчёты по нему осуществляются в будущем.

2.3.2 Форвард



.....

Форвард (форвардный контракт) – договор (производный финансовый инструмент), по которому одна сторона (продавец) обязуется в определенный договором срок передать товар (базовый актив) другой стороне (покупателю) или исполнить альтернативное денежное обязательство, а покупатель обязуется принять и оплатить этот базовый актив, и (или) по условиям которого у сторон возникают встречные денежные обязательства в размере, зависящем от значения показателя базового актива на момент исполнения обязательств, в порядке и в течение срока (или в срок), установленного договором.

.....

Форвардный контракт – обязательный для исполнения срочный контракт, в соответствии с которым покупатель и продавец соглашаются на поставку товара оговоренного качества и количества или валюты на определенную дату в будущем. Цена товара, валютный курс и другие условия фиксируются в момент заключения сделки.

Форвардная цена актива – текущая цена форвардных контрактов на соответствующий актив. Устанавливается в момент заключения форвардного контракта. Расчёты между сторонами по форвардному контракту происходят по этой цене.

В отличие от фьючерсных контрактов форвардные сделки не стандартизованы.

Отличительные черты форвардных контрактов:

- они обязательны к исполнению;
- составляются с учетом конкретных требований клиента и не являются объектом обязательной отчетности;
- во время переговоров должны быть определены: размер контракта, качество поставляемого актива, место и дата поставки.

Основное преимущество этих контрактов – фиксация цены на будущую дату. Главный недостаток – при изменении цен к расчетному дню в любую сторону контрагенты не могут разорвать его.

Форвард может быть расчетным или поставочным.

Расчетный (беспоставочный) форвард (NDF) не заканчивается поставкой базового актива.

Поставочный форвард (DF) заканчивается поставкой базового актива и полной оплатой на условиях сделки (договора).

2.3.3 Фьючерс



Фьючерс (фьючерсный контракт) – производный финансовый инструмент, стандартный срочный биржевой контракт купли-продажи базового актива, при заключении которого стороны (продавец и покупатель) договариваются только об уровне цены и сроке поставки. Остальные параметры актива (количество, качество, упаковка, маркировка и т. п.) оговорены заранее в спецификации биржевого контракта. Стороны несут обязательства перед биржей вплоть до исполнения фьючерса.

Фьючерс можно рассматривать как стандартизованную разновидность форварда, который обращается на организованном рынке с взаимными расчётами, централизованными внутри биржи.

Главное отличие форвардного и фьючерсного контрактов состоит в том, что форвардный контракт представляет собой разовую внебиржевую сделку между продавцом и покупателем, а фьючерсный контракт – повторяющееся предложение, которым торгуют на бирже.

Фьючерс – это биржевой инструмент. Заключение фьючерсных контрактов имеет целью не реальную поставку конкретных ценных бумаг, а хеджирование (страхование) позиций контрагентов на игру на разнице цен. Приобретая контракт, владелец рассчитывает продать его дороже, а продавец надеется приобрести такой же контракт по более низкой цене. На установленную во фьючерсе дату расчет между покупателем и продавцом происходит денежными средствами на фондовой бирже через клиринговую палату.

Фьючерсы пришли на фондовую биржу с товарной, изначально фьючерсы заключались на поставку будущего урожая под оплату весной значительно меньшую, чем осенью.

Можно выделить следующие виды фьючерсов:

1. *Поставочный фьючерс* предполагает, что на дату исполнения контракта покупатель должен приобрести, а продавец продать установленное в спецификации количество базового актива. Поставка осуществляется по расчётной цене, зафиксированной на последнюю дату торгов. В случае истечения данного контракта, но отсутствия товара у продавца, биржа накладывает штраф.
2. *Расчётный (беспоставочный) фьючерс* предполагает, что между участниками производятся только денежные расчёты в сумме разницы между ценой контракта и фактической ценой актива на дату исполнения контракта без физической поставки базового актива. Обычно применяется для целей хеджирования рисков изменения цены базового актива или в спекулятивных целях.

Спецификацией фьючерса называется документ, утверждённый биржей, в котором закреплены основные условия фьючерсного контракта.

В спецификации фьючерса указываются следующие параметры:

- наименование контракта;
- условное наименование (сокращение);
- тип контракта (расчётный/поставочный);
- размер контракта – количество базового актива, приходящееся на один контракт;
- сроки обращения контракта;

- дата поставки;
- минимальное изменение цены;
- стоимость минимального шага.

2.3.4 Опцион



***Опцион** – контракт, заключенный между двумя лицами, в соответствии с которым одно лицо предоставляет другому лицу право купить или продать ценные бумаги по заранее установленной цене (цене исполнения) в течение определенного времени. Это право в последующем может быть перепродано. Покупая опцион, покупатель платит его продавцу премию – цену опциона.*

Цена опциона формируется под влиянием спроса и предложения [12].

Страйк – это цена исполнения опциона.

Существует несколько видов опционов (табл. 2.8).

Таблица 2.8 – Виды опционов

Вид опциона	Характеристика
В зависимости от принятых обязательств:	
Опцион покупателя – колл-опцион (call)	Сделка, дающая право держателю опциона купить по фиксированной цене (цене исполнения) определенное количество ценных бумаг в будущем
Опцион продавца – пут-опцион (put)	Сделка, предоставляющая право его держателю продать в будущем определенное количество ценных бумаг по фиксированной цене
В зависимости от сроков исполнения:	
Американский	Опцион, который может быть реализован в любое время до окончания срока действия
Европейский	Опцион, который может быть реализован только в момент его погашения (окончания срока действия)

У держателя опциона на момент исполнения опциона есть право отказаться от исполнения опциона и не заключать сделку, если рыночная цена оказалась невыгодной. В данном случае убыток держателя опциона ограничивается уплаченной ранее опционной премией.

Премия выполняет функцию цены опциона. Она изменяется в зависимости от зафиксированной в опционе цены исполнения, движения биржевых цен на базовый актив, изменения спроса и предложения на опцион [2].



Пример

Текущая цена акции – 10 000 руб. Компания А желала бы приобрести эти акции, т. к. прогнозирует рост курсовой стоимости в течение последующих месяцев.

Покупая опцион на 100 акций с премией 100 руб., компания затрачивает 10 000 руб. (100 акций × 100 руб.).

Если в момент исполнения опциона рыночная цена акций составила 12 000, то доход компании:

$$A = 100 \times 12\,000 - 100 \times 10\,000 - 100 \times 100 = 190\,000 \text{ руб.}$$

Если цена акций снизилась до 9 000 руб., то компания может отказаться от своего права. Тогда убыток компании А составит 10 000 руб. в размере уплаченной опционной премии.

Если в данном случае акции все равно были бы куплены, то убыток компании при таком падении цены составит:

$$\text{Убыток} = 100 \times 9\,000 - 100 \times 10\,000 = 100\,000.$$

Продавец опциона получает доход в виде премии, которая зависит:

- от существующего соотношения между текущей ценой и ценой исполнения,
- ценовых колебаний,
- времени, оставшегося до исполнения опциона,
- процентных ставок по кредитам.

В основе опциона могут лежать следующие биржевые активы: валюта, ценные бумаги, фьючерсы, товары, индексы и т. п.

Опционы заключаются сроком на 3, 6, 9 месяцев.

2.3.5 Варрант

Варрант – это:

- 1) ценная бумага, дающая держателю право покупать пропорциональное количество акций по оговорённой цене в течение определённого про-

межутка времени, как правило, по более низкой по сравнению с текущей рыночной ценой;

- 2) свидетельство товарного склада о приёме на хранение определённого товара, то есть варрант – это товарораспределительный документ, который используется при продаже и залоге товара.

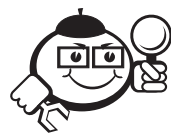
Обычно варранты используются при новой эмиссии ценных бумаг. Варрант торгуется как ценная бумага, цена которой отражает стоимость лежащих в его основе ценных бумаг. Варранты повышают привлекательность ценной бумаги.

Варранты приобрели популярность среди биржевых спекулянтов, потому что курс варранта на покупку акции, по которому он котируется на бирже, существенно ниже курса самой акции, поэтому для покупки портфеля акций нужно меньше денег.

Срок действия варрантов достаточно велик (чем они отличаются от опционов «call»), возможен выпуск бессрочного варранта. Кроме того, варранты выпускаются компаниями-эмитентами, а опционы «call» – нет.

Операции с варрантами совершаются с целью:

- 1) извлечения высокого дохода за счет эффекта рычага;
- 2) приобретения в будущем акции (облигации) по фиксированной цене;
- 3) снижения риска при формировании контрольного портфеля акций;
- 4) получения дополнительного дохода за счет разницы в ценах акции и варранта и использования этих средств на финансовом рынке до момента приобретения дополнительных акций.



Пример

Цена варранта складывается из следующих составляющих:

1. Скрытая цена = Рыночная цена акции – Исполнительная цена варранта.
2. Временная цена = Будущая рыночная цена – Настоящая рыночная цена.

Предположим, что цена варранта = 5 руб., рыночная цена акции = 25 руб., исполнительная цена варранта = 20 руб.

Через год рыночная цена акции = 35 руб.

Следовательно, цена варранта, как минимум, равна скрытой цене:

$$(1) = 35 - 20 = 15 \text{ (руб.)}$$

Поэтому

$$\text{доход владельца акции} = (35 - 25) / 25 = 40\% \text{ годовых,}$$

а

доход владельца варранта = $(15 - 5) / 5 = 200\%$ годовых.

.....

2.4 Международные ценные бумаги

2.4.1 Ключевые характеристики международных ценных бумаг

Международный фондовый рынок представляет собой совокупность операций с ценными бумагами, при осуществлении которых происходит перелив национального капитала из одной страны в другую.

Международный фондовый рынок состоит из двух сегментов:

- 1) первый представлен ценными бумагами, выпущенными для оформления экономических отношений между странами, возникающими на государственном и корпоративном уровне. Сюда также относятся ценные бумаги, выпущенные финансовыми институтами международных организаций (ООН, ЕС и др.);
- 2) второй представлен национальными ценными бумагами, выпущенными для привлечения капитала на международных рынках.

На международных фондовых рынках совершаются операции с такими ценными бумагами, как еврооблигации, евроакции, еврокоммерческие ценные бумаги. Основные торговые центры этого рынка расположены в Нью-Йорке, Лондоне, Токио, Париже, Франкфурте, т. е. в основных мировых финансовых центрах.

Регулирование деятельности международного фондового рынка осуществляется его же участниками, объединенными в Ассоциацию участников международных фондовых рынков. Штаб-квартира этой организации находится в Швейцарии, однако большая часть работы проводится в Лондоне. Координацией и выработкой Единых стандартов операций на международных рынках занимается МФФБ – Международная федерация фондовых бирж, созданная в 1961 г. Ценные бумаги, обращающиеся на международных фондовых рынках, имеют номинал, выраженный в долларах США, фунтах стерлингов, евро и других свободно конвертируемых валютах, являющихся иностранными по отношению к валюте страны-эмитента.



.....

Международные ценные бумаги (евроинструменты, евробумаги) – это ценные бумаги, которые размещаются на рынке ценных бумаг за пределами страны-эмитента.

.....

Приставка «евро» в данном случае является условностью, поскольку международные ценные бумаги впервые появились именно в Европе и именно там находится наиболее развитый рынок этих финансовых инструментов и его инфраструктура [13].

Основными методами размещения ценных бумаг в международном масштабе, которые могут использовать и используют российские эмитенты, являются:

- 1) частное размещение;
 - 2) размещение «по правилу 144А»;
 - 3) открытое размещение;
 - 4) эмиссия еврооблигаций и др.;
 - 5) размещение в виде депозитарных расписок.
1. Частное размещение уже эмитированных акций осуществляется среди так называемых квалифицированных институциональных покупателей без специальных аудиторских отчетов. Механизм размещения строится на прямых контактах профессионального посредника (обычно инвестиционного банка) с клиентом. При частном способе размещения эмиссия распространяется среди небольшой группы инвесторов. Нередко в размещении этого типа участвует один управляющий займом и один инвестор. Чаще всего такие акции приобретают институциональные инвесторы. Бумаги не проходят процедуру листинга на бирже. Этим способом можно привлечь 15–20% необходимого капитала у иностранных финансовых компаний.
 2. Размещая ценные бумаги по «правилу 144А», российские эмитенты сталкиваются с требованиями комиссий по ценным бумагам и фондовым биржам различных государств (и, прежде всего, США) и с дополнительными формальностями. Правило 144А вступило в силу 01.08.1990. В соответствии с ним не нужно регистрировать финансовые инструменты, предназначенные для квалифицированных институциональных инвесторов, к которым относятся страховые компании, инвестиционные компании и инвестиционные консультанты с объемом инвестиций в ценные

бумаги неаффилированных лиц в размере не менее 100 млн долл. Этот тип размещения позволяет охватить 20–35% потенциального капитала.

3. Открытое размещение требует проверки аудиторского баланса и проспекта эмиссии по стандартам Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам США или по Единому европейскому стандарту, но позволяет привлечь почти 100% потенциального капитала.

Выбор того или иного варианта размещения зависит от того, краткосрочный или долгосрочный капитал хочет привлечь эмитент.

Основными методами выхода российских предприятий на международный рынок капиталов являются давно используемые в международной практике и получившие мировое признание депозитарные расписки и еврооблигации.

2.4.2 Еврооблигации

Под *еврооблигациями*, или *евробондами* (от англ. *bond* – облигация), следует понимать облигации, выпущенные предприятиями, регионами страны или самим государством для размещения на рынках нескольких зарубежных стран.

Еврооблигации выпускаются на длительные сроки – от 3–7 до 15, 30 и 40 лет.

По способу выплаты текущих доходов еврооблигации могут быть с фиксированной процентной ставкой, с плавающей, дисконтного типа, с индексированным процентом. Кроме того, еврооблигации могут конвертированы в облигации другого вида или в акции того же эмитента.

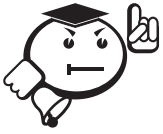
Наибольшее распространение на зарубежных фондовых рынках получили среднесрочные именные облигации с плавающей купонной ставкой – евроноты (50–60% в новых выпусках) и евробонды – долгосрочные еврооблигации на предъявителя с фиксированной купонной ставкой.

В настоящее время еврооблигации выпускает ряд крупнейших корпораций РФ («Лукойл», «Мосэнерго», «Роснефть», «Газпром» и т. п.).

Еврооблигации используются для долгосрочного кредитования. Они очень похожи на облигации, эмитируемые государством и компаниями на внутреннем рынке.

Евроноты – это долговые обязательства, выпускаемые акционерными обществами, номинированными в иностранной валюте. Выпускаются евроноты сроком на 3–6 месяцев, однако нередко зарубежные коммерческие банки обязуются приобретать их у эмитента в течение нескольких лет, поэтому они яв-

ляются краткосрочными лишь по своей форме. Доход по евронотам базируется на ставке LIBOR.



Первые еврооблигации были эмитированы Внешэкономбанком СССР в 1988–1990 гг. сроком на 6–8 лет.

Чтобы разместить еврооблигации на мировом финансовом рынке необходимо, чтобы эмитент получил кредитный рейтинг ведущих рейтинговых агентств. Присвоение рейтингов позволило России выпустить еврооблигации в 1996 г., которые оценивались как рискованные вложения в портфеле западного инвестора.

2.4.3 Евроакции



Евроакции – это новые эмиссии обыкновенных и привилегированных акций и других долевых ценных бумаг, распространяемых на международном фондовом рынке, а также вторичные эмиссии, размещаемые путем закрытой подписки и с помощью инвестиционных фондов закрытого типа.

Эмиссии евроакций также пользуются большой популярностью. В частности, в начале 1990-х гг. на евроакции приходилось около 2/3 объема рынка, соответственно на прочие международные акции – 1/3, а в конце 1990-х гг. соотношение между ними составляло примерно 50:50. Основой иностранных международных заимствований в 1990-х гг. были обыкновенные облигации, около 70% из них были деноминированы в американских долларах, а введение единой европейской валюты – евро – привело к расслоению рынка на евробумаги и долларовые ценные бумаги, потому что доля других валют в совокупности не превышает 10%. В 1999 г. было эмитировано евроакций на сумму 5 365,5 млрд долл., из которых инструментов денежного рынка – на сумму 260 млрд долл. Основными эмитентами стали корпорации США (1 310,8 млрд долл.), зоны евро (1 746,5 млрд долл.) и Японии (338,3 млрд долл.). Прочие государства эмитировали евроакций на сумму всего 408 млрд долл. Основная валюта выпуска – американский доллар (2 512,2 млрд долл.).



Контрольные вопросы по главе 2

1. Выделите основные виды акций, опишите их свойства.
2. Охарактеризуйте основные отличия обыкновенных и привилегированных акций.
3. Как Вы думаете, если конвертация привилегированных акций является добровольной, что может сделать акционерное общество, чтобы заинтересовать их владельцев в обмене?
4. Опишите основную сущность и свойства корпоративных облигаций.
5. Выделите основные признаки классификации корпоративных облигаций. Опишите каждый из них.
6. Выделите основные функции и свойства государственных ценных бумаг.
7. Опишите виды классификации государственных ценных бумаг.
8. Охарактеризуйте основные особенности государственных краткосрочных бескупонных облигаций.
9. Охарактеризуйте основные особенности облигаций федерального займа.
10. Какие основные функции в экономике выполняет вексель?
11. Чем отличается простой вексель от переводного?
12. Чем выгодны депозитные сертификаты инвесторам?
13. В чем заключаются положительные стороны выпуска банковских сертификатов для коммерческих банков?
14. Зачем физические лица покупают у коммерческих банков сберегательные сертификаты?
15. Что такое опцион?
16. Что такое фьючерс?
17. Какие международные ценные бумаги вы знаете?

3 Институты рынка ценных бумаг

3.1 Институциональные основы рынка ценных бумаг

К институтам рынка ценных бумаг относятся брокерские и дилерские фирмы, управляющие компании, расчетные (клиринговые) палаты, специализированные депозитарии, специализированные регистраторы, фондовые биржи, внебиржевые торговые площадки (которые вместе с фондовыми биржами называются организаторами торговли на рынке ценных бумаг), а также инвестиционные фонды и регулирующие данный рынок организации. Институты рынка ценных бумаг, за исключением инвестиционных фондов и регулирующих органов, являются профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

Профессиональными участниками рынка ценных бумаг считаются юридические и физические лица (зарегистрированные как индивидуальные предприниматели), которые занимаются оказанием различного рода услуг экономическим субъектам, действующим на рынке ценных бумаг.

Для понимания системы взаимодействия всех институтов рынка ценных бумаг необходимо выделить несколько понятий.



.....
Эмитент – юридическое лицо или объединение юридических лиц, которые привлекают денежные средства и несут обязанности от своего имени перед инвесторами в осуществлении прав, удостоверенных ценной бумагой.

Эмитентом может выступать и государство. От имени государства выступают уполномоченные органы федерального или местного управления (министерство финансов, финансовые учреждения местных органов управления). Основная цель эмитента – привлечение денежных средств для осуществления своей деятельности [14].



.....
Инвестор – физическое или юридическое лицо, обладающее свободными денежными средствами и приобретающее на них ценные бумаги.

Цели инвестора при работе с ценными бумагами:

- максимизация прибыли;

- сохранение ликвидности капитала;
- приращение капитала;
- расширение сферы влияния;
- спекулятивное извлечение прибыли.

При вложении денег в ценные бумаги инвестор может быть ориентирован:

- на получение дивидендов или процентов;
- на получение дохода в виде разницы между ценой покупки ценной бумаги и ее продажи;
- на участие в управлении предприятием-эмитентом.

Инвестиции принято подразделять следующим образом:

- 1) *прямые инвестиции* – с целью участия в управлении предприятием-эмитентом;
- 2) *портфельные инвестиции* – набор разнообразных активов фондового рынка, таких как акции, облигации, находящиеся во владении инвестора и управляемые как одно целое, с целью получения прибыли от роста их стоимости и диверсификации рисков.

Институциональный инвестор – юридическое лицо, размещающее денежные средства своих клиентов на фондовом рынке. Институциональные инвесторы формируют инвестиционные портфели с целью получения дохода и снижения риска (пенсионные фонды, трастовые компании, страховые компании, инвестиционные фонды и т. п.) [14].

3.2 Брокер на рынке ценных бумаг

Брокерская деятельность на рынке ценных бумаг представляет собой услуги по совершению сделок купли-продажи ценных бумаг по поручению клиентов.

Согласно Федеральному закону «О рынке ценных бумаг», брокер на рынке ценных бумаг – это профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий брокерскую деятельность, а также деятельность по совершению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами и (или) по заключению договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, по поручению клиента от имени и за счет клиента, или от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с клиентом. Основная задача брокерской

деятельности заключается в обеспечении доступа инвесторов на финансовые рынки путем оказания услуг финансового посредничества.

Брокерская деятельность является лицензируемым видом деятельности, разрешение на которую выдаётся Департаментом рынка ценных бумаг и товарного рынка Центрального банка Российской Федерации.

Брокеры могут действовать по одному из двух видов договоров с клиентами: договору поручения и договору комиссии. При заключении договора поручения брокер заключает сделку по купле-продаже ценных бумаг от имени и за счет клиента. Таким образом, стороной сделки является сам клиент, а брокер является его поверенным. По договору комиссии брокер покупает и продает ценные бумаги от своего имени, но за счет средств клиента и выступает в качестве комиссионера. При этом если сделка заключена на более выгодных условиях, чем предусматривал клиент, то дополнительная выгода делится между брокером и клиентом. Порядок распределения дополнительной выгоды и пропорция этого распределения устанавливается в договоре о брокерском обслуживании. Если же брокер заключил сделку на худших условиях по сравнению с теми, что указал клиент в торговом поручении, то брокер должен или доказать, что у него не было возможности совершить сделку на оговоренных условиях, или убедить клиента, что таким образом он предотвратил убытки, или возместить клиенту разницу. Клиент в установленное время должен заявить о своем несогласии принять сделку, если он этого не сделает, то сделка будет считаться принятой. В любом случае, выполнив торговое поручение, брокер должен сообщить о его факте клиенту. Поручения выполняются в порядке их поступления брокеру. Брокеры могут также заниматься дилерской деятельностью. В этом случае сделки по поручениям клиентов должны исполняться в приоритетном порядке.

Брокеры также выполняют следующие функции:

- оформляют сделку;
- отслеживают переоформление права собственности на ценные бумаги;
- получают доходы по ценным бумагам (курсовую разницу, дивиденды, проценты или дисконт), принадлежащих клиентам и перечисляют их последним;
- производят учет ценных бумаг, принадлежащих клиентам;
- консультируют клиентов;

- выпускают аналитические обзоры развития рынка ценных бумаг и т. д.

Брокеры хранят ценные бумаги своих клиентов на счете-депо, открытом на имя брокера в специализированном депозитарии. Брокер является номинальным держателем ценных бумаг своих клиентов и занимается учетом их прав на ценные бумаги.

Клиенты могут получить у брокеров маржинальный кредит. Маржинальный кредит – это предоставление клиенту под залог принадлежащих ему активов денежных средств или ценных бумаг для совершения сделок на рынке ценных бумаг. Денежные средства предоставляются со счета брокера, а ценные бумаги – со счета-депо. Внутрдневной маржинальный кредит является бесплатным, а за маржинальный кредит, превышающий по своему сроку торговый день, брокер взимает проценты. Кредит выдается в определенном соотношении с собственными активами клиента. Это соотношение называется кредитным плечом. По российскому законодательству максимальный размер кредитного плеча составляет 1:3 (один к трем), то есть на каждый рубль клиента брокер может выдать три рубля в качестве кредита.

За свою работу брокеры получают вознаграждение – комиссионные, которые могут составлять определенную сумму в месяц и/или процент от торгового оборота. У одного брокера, как правило, имеется несколько тарифных планов, которые зависят от многих факторов, в том числе и от рынка, на который клиент при помощи брокера получает доступ.

Клиент может работать через брокера одним из следующих способов: выдавая поручение лично, по телефону, по факсимильной связи, в дилинговом зале брокерской фирмы, с рабочего или домашнего компьютера. В последних двух случаях клиент пользуется программой, которая предоставляет доступ к торгам на одном или нескольких биржевых и/или организованных внебиржевых рынках.

3.3 Дилер на рынке ценных бумаг

Дилер на рынке ценных бумаг совершает операции с ценными бумагами от своего имени и за свой счёт и берёт на себя дополнительные обязательства путём публичного объявления цен покупки и (или) продажи с обязательством исполнения сделок по этим ценам в оговоренный промежуток времени. Дилеры формируют дополнительную ликвидность биржевого рынка.

Когда говорят, что дилеры работают «за свой счет» означает, что дилеры взимают средства за осуществление операций на рынке ценных бумаг после совершения сделки, в отличие от брокеров, которым клиенты заранее открывают брокерский счет. Дилерские фирмы так же, как и брокеры, занимаются маржинальным кредитованием своих клиентов. Поручения клиента выполняются в первоочередном порядке [13].

Дилерские фирмы могут совмещать свою деятельность с брокерской деятельностью. Дилерами в нашей стране могут быть только юридические лица. Дилерская деятельность также лицензируется, причем отдельно выдаются лицензии на операции с корпоративными ценными бумагами и с государственными ценными бумагами.

Дилеры заранее объявляют цены покупки и продажи ценных бумаг в системе биржевой и/или внебиржевой торговли. При этом дилер может оговорить дополнительные условия: минимальное и/или максимальное количество покупаемых и продаваемых ценных бумаг каждого вида, срок действия объявленной цены, валюта расчета и т. д. Сделка заключается, если находится контрагент, согласный заключить сделку на оговоренных условиях. Если дополнительные условия не зафиксированы, то дилер *обязан* принять условия, предложенные контрагентом. Исполнение сделки в любом случае является обязательным и, если дилерская фирма откажется от нее, то должна будет возместить убытки, либо ей будет предъявлен иск о принудительном заключении сделки. Дилерские фирмы называют маркет-мейкерами создателями рынка, поскольку они, обладая информацией о состоянии эмитента ценных бумаг, устанавливают цены, на которые ориентируются все участники рынка.

Законодательно дилер обязан:

- действовать исключительно в интересах клиентов;
- обеспечивать своим клиентам наилучшие условия исполнения сделок;
- доводить до клиентов всю необходимую информацию о состоянии рынка, эмитентов, ценах спроса и предложения, рисках и др.;
- не допускать манипулирования ценами и понуждения к совершению сделки путём предоставления умышленно искажённой информации об эмитентах, ценных бумагах, динамике изменения цен и др.;
- совершать сделки по купле-продаже ценных бумаг в соответствии с поручением клиентов в первоочередном порядке по отношению к дилерским операциям, если дилер совмещает свою деятельность с брокерской деятельностью.

Доход дилерских фирм складывается из следующих основных составляющих:

- спред – разница между ценой ценных бумаг, продаваемых дилером и ценой тех же ценных бумаг, покупаемых дилером;
- доход от деятельности дилера как инвестора и спекулянта (курсовая разница, дивиденды, проценты или дисконт);
- плата эмитентов ценных бумаг дилерам за поддержание ликвидности их ценных бумаг;
- процент за пользование маржинальным кредитом.

3.4 Управляющие компании

Управляющая компания – это юридическое лицо или индивидуальный предприниматель без образования юридического лица, занимающийся доверительным управлением активами, переданными клиентами в интересах клиента или указанного им лица (выгодополучателя).

Управляющая компания – это профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по управлению ценными бумагами. Как правило, управляющая компания оказывает услуги по доверительному управлению активами инвестиционным фондам. В то же время она может оказывать аналогичные услуги негосударственным пенсионным фондам и иным фондам портфельного инвестирования, требующим профессионального управления. Управляющая компания совершает сделки на рынке ценных бумаг от своего имени, но указывая, что она является доверительным управляющим. Учредитель доверительного управления обычно предоставляет полную свободу управляющей компании в распоряжении переданным имуществом при условии, что выгода от использования этого имущества предоставляется выгодополучателю (бенефициарию).

Среди основных направлений деятельности управляющей компании можно выделить:

- управление портфелем ценных бумаг фонда;
- ведение реестра личных инвестиционных счетов инвесторов (акционеров) фонда;
- административное управление и ведение бухгалтерского учета;
- маркетинг и продвижение фонда на рынке;

- подготовка и представление отчетности инвесторам (акционерам) фонда;
- составление бюджета и его планирование и др.

Доверительное управление является одним из способов извлечения прибыли на рынке ценных бумаг для тех, кто не является специалистом в этом вопросе.

Выделяют следующие виды активов, которые могут передаваться в доверительное управление: денежные средства, корпоративные и государственные ценные бумаги (в экономически развитых странах этот перечень значительно шире). Не могут передаваться в доверительное управление простые и переводные векселя, чеки, банковские сертификаты, сберегательные книжки на предъявителя и товарораспорядительные документы.

Управляющие компании заключают с клиентами договор о доверительном управлении, который содержит сведения о сторонах сделки, выгодоприобретателе, активах, передаваемых в доверительное управление, вознаграждении управляющего, срок действия договора (но не более пяти лет), а также инвестиционную декларацию. В инвестиционной декларации содержатся данные об объектах инвестирования, устанавливается соотношение между активами разных видов и срок действия декларации [14].

При передаче активов в доверительное управление в коммерческом банке открывается счет доверительного управления, на который переводятся денежные средства учредителем доверительного управления и/или средства от продажи активов доверительным управляющим. Также открывается счет-депо доверительного управляющего в специализированной депозитарии, на котором учитываются принимаемые в доверительное управление ценные бумаги и/или приобретенные управляющей компанией для клиента ценные бумаги.

Вознаграждение управляющей компании взимается периодически (часто ежеквартально) и бывает следующих видов:

- фиксированная сумма при заключении договора и периодически уплачиваемый процент от полученного дохода;
- процент от активов;
- процент от прибыли (чаще) или дохода.

Наиболее выгодная для бенефициара система оплаты – процент от прибыли, т. к. в этом случае управляющая компания напрямую заинтересована зарабатывать для него прибыль.

Управляющая компания может перепоручить доверительное управление активами другой управляющей компании. Это происходит, когда:

- 1) учредитель доверительного управления письменно просит об этом управляющую компанию;
- 2) в случае, если такая возможность предусмотрена договором доверительного управления;
- 3) в чрезвычайных обстоятельствах, когда получить согласие учредителя доверительного управления невозможно.

Помимо доверительного управления активами одного клиента, управляющие компании могут заниматься доверительным управлением негосударственными пенсионными фондами и пенсионными накоплениями граждан.

3.5 Расчетные палаты

Клиринг – разновидность профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, который предполагает определение взаимных обязательств, возникающих на фондовом рынке между продавцами и покупателями ценных бумаг, и зачёт их взаимных требований и обязательств.

Расчетные (или клиринговые) палаты – юридические лица, которые занимаются определением взаимных обязательств между продавцами и покупателями ценных бумаг и расчетами между ними. Деятельность расчетных палат подлежит лицензированию. Учредителями расчетных палат нередко выступают фондовые биржи, коммерческие банки, финансовые компании. Одна расчетная палата может обслуживать как одну, так и несколько фондовых бирж и/или внебиржевых организованных рынков. Иногда расчетные палаты занимаются еще и депозитарной деятельностью [13].

Основными функциями клиринговой палаты являются:

- сбор информации по заключённым на бирже сделкам, её сверка и корректировка в случае расхождений;
- учёт зарегистрированных на бирже сделок и проведение вычислений по ним;
- определение взаимных обязательств между сторонами, заключившими сделки на бирже, и расчёты между ними;
- обеспечение поставки ценных бумаг от продавца к покупателю и организация денежных расчётов (поступления денег от покупателя к продавцу);

- обеспечение гарантий по исполнению обязательств, вытекающих из срочных сделок;
- определение суммы комиссионных брокеру, фондовой бирже, произведение расчетов или взаимозачетов по перечисленным обязательствам.

Клиринговая палата берёт на себя функции организатора исполнения сделок. На основе полученной информации о заключённых сделках в течение определённого (как правило, за день) времени устанавливаются требования и обязательства каждого участника биржевой торговли.

Также расчетные палаты после заключения сделки сообщают ее параметры специализированным регистраторам.

3.6 Специализированные депозитарии

Депозитарная деятельность – финансовые услуги, связанные с хранением сертификатов ценных бумаг и/или учётом и переходом прав на ценные бумаги.

Специализированный депозитарий – это юридическое (и только юридическое) лицо, занимающееся хранением ценных бумаг, их сертификатов и учетом прав на ценные бумаги. Депозитарной деятельностью нередко занимаются коммерческие банки и расчетные палаты. Клиент может иметь счета-депо в разных депозитариях, однако каждая ценная бумага может учитываться только на одном счете-депо. Лицо, пользующееся услугами депозитария по хранению ценных бумаг и/или учёту прав на ценные бумаги, именуется депонентом. Договор, регулирующий их отношения, именуется депозитарным (или договором о счете-депо). Договор оформляется, только если открывается счет-депо. Для хранения ценных бумаг в депозитарии договор не требуется. Ценные бумаги в бездокументарной форме хранятся только в депозитарии.

На счете-депо учитываются ценные бумаги, принадлежащие клиентам, и записываются данные об операциях с ценными бумагами. Факт передачи ценных бумаг на хранение подтверждается выдачей депоненту выписки со счета-депо. Эта выписка не является ценной бумагой и не может быть объектом сделки купли-продажи.

Помимо ведения счетов-депо, специализированные депозитарии выполняют следующие функции:

- хранение сертификатов ценных бумаг – ценные бумаги могут храниться в хранилище депозитария, возможно также ведение учёта ценных бумаг в нематериальном виде в виде записей в электронных реестрах;
- учёт прав на ценные бумаги – передача ценных бумаг на хранение депозитарию не означает переход к депозитарию прав собственности на данные ценные бумаги;
- расчеты по сделкам с ценными бумагами – осуществление операций на биржевом и внебиржевом рынках;
- услуги по выплате дивидендов – начисления и выплаты дивидендов, уплата налога на доход;
- передача информации, предоставленной эмитентом, собственнику или номинальному держателю;
- проверка ценных бумаг и их сертификатов на подлинность;
- транспортировка ценных бумаг и сертификатов;
- оказание прочих услуг, включая кредитование ценными бумагами, осуществление сделок РЕПО и др.

Если договором счета депо не запрещено, то один специализированный депозитарий может привлечь другой депозитарий к выполнению части своих функций.

Основной доход, который получают специализированные депозитарии – это вознаграждение за обслуживание счета-депо.

Депозитарий обязан обеспечить сохранность ценных бумаг или прав на ценные бумаги и действовать исключительно в интересах депонента. Депозитарий не имеет права распоряжаться ценными бумагами, управлять ими или совершать с ними какие-либо операции. В связи с тем что находящиеся на хранении у депозитария ценные бумаги не являются его собственностью, на них не может быть обращено взыскание по его обязательствам. Депозитарную деятельность можно совмещать с другими видами деятельности, такими как брокерская деятельность, дилерская деятельность, деятельность по управлению ценными бумагами, клиринговая деятельность.

В России депозитарной деятельностью могут заниматься только юридические лица, получившие депозитарную лицензию в Банке России. Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности выдаётся на неограниченный срок. Одним из основных условий выдачи депозитарной лицензии является достаточная величина соб-

ственных средств – не менее 20 млн рублей. Кроме финансовых требований необходимо иметь соответствующее техническое обеспечение и систему учёта, а также квалифицированный персонал, сдавший специальные экзамены.

3.7 Специализированные регистраторы

Реестродержатель (или *регистратор*) – профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг на основании договора с эмитентом. Деятельность регистратора по ведению реестра является исключительной и осуществляется при наличии лицензии, которую выдаёт Банк России.

До октября 2014 г. ведение реестра владельцев именных ценных бумаг могло осуществляться эмитентом самостоятельно, если число акционеров эмитента не превышало 50. С 1 октября 2014 г. установлен запрет на самостоятельное ведение реестра акционеров эмитентами.

Регистратор осуществляет сбор, хранение и передачу документов и информации о лицевых счетах зарегистрированных лиц. От имени регистратора и по договору с ним функции по приёму и передаче информации и документов, необходимых для исполнения операций в реестре, от зарегистрированных лиц регистратору и обратно может осуществлять уполномоченное регистратором юридическое лицо – трансфер-агент.

По ценным бумагам на предъявителя реестр не ведется. Реестр может вестись в бумажном или электронном виде. У каждого эмитента может быть только один регистратор, а у регистратора может быть любое количество эмитентов, предоставивших ему право вести реестр [14].

В реестре указываются следующие сведения:

- владелец ценных бумаг или номинальный держатель;
- вид ценных бумаг;
- количество ценных бумаг;
- их номинальная стоимость.

Помимо ведения реестра, специализированный регистратор открывает на каждого владельца или номинального держателя ценных бумаг лицевой счет, в котором отражаются данные о держателе, количество, номинальная стоимость, вид ценной бумаги. На основании этих данных держателей информируют о собраниях акционеров, выплате текущего дохода и т. д.

В нашей стране сложилась многоступенчатая система учета ценных бумаг. Если владелец ценных бумаг не передает ценные бумаги брокеру, то и в депозитарии на счете депо, и у специализированного регистратора на лицевом счете будет указано имя собственника ценных бумаг. Но если ценные бумаги передаются брокеру (если собственник постоянно занимается куплей-продажей ценных бумаг, особенно на биржевом рынке, то это необходимо для его же удобства), то они хранятся и учитываются в депозитарии на имени номинального держателя – брокера. В расчетной палате на лицевом счете ценные бумаги будут учитываться на имени депозитария (который на этом уровне становится также номинальным держателем). Таким образом, реального собственника может раскрыть депозитарий или брокер.

Когда акционерному обществу нужен реестр (например, при созыве собрания акционеров или выплате дивидендов или процентов), оно обращается к регистратору с просьбой его предоставить. Тогда специализированный регистратор обращается к номинальным держателям ценных бумаг, которые в течение семи рабочих дней предоставляют ему список реальных собственников, счета которых ведет каждый из них.

Специализированный регистратор получает следующие виды вознаграждения за выполнение своих функций.

1. Вознаграждение за составление реестра. Раз в год акционерное общество (или ООО, которое может выпускать облигации) может обратиться за составлением реестра за сумму, которая не превышает расходов на его составление. В остальных случаях вознаграждение регистратора определяется договором между эмитентом и регистратором.
2. Вознаграждение за внесение изменений в лицевой счет за каждое распоряжение.
3. Вознаграждение за выдачу выписок из лицевого счета.

Все или часть своих функций специализированный регистратор может передать другому регистратору в день расторжения договора. При замене держателя реестра эмитент должен сообщить об этом в средствах массовой информации либо уведомить владельцев своих именных ценных бумаг письменно (за свой счет).

3.8 Инвестиционные фонды

Инвестиционный фонд – учреждение, осуществляющее коллективные инвестиции, суть которого заключается в аккумулировании сбережений част-

ных и юридических лиц для совместного (в том числе и портфельного) инвестирования через покупку ценных бумаг, а не реальных производственных активов. При этом за счёт того, что приобретение ценных бумаг осуществляет профессиональный участник рынка, это позволяет минимизировать риски частных инвесторов.

Вместе с таким инструментом, как банковские депозиты, вложения в инвестиционные фонды являются наиболее популярными инструментами сохранения и приумножения сбережений частных лиц.

Инвестиционные фонды бывают нескольких видов:

- акционерный;
- паевой;
- взаимный фонд – форма совместного инвестирования;
- хеджевый фонд – частный, не ограниченный нормативным регулированием инвестиционный фонд, недоступный широкому кругу лиц и управляемый профессиональным инвестиционным управляющим;
- торгуемый на бирже фонд (Exchange Traded Fund (ETF)) – открытый индексный фонд, акции которого торгуются на бирже.

Акционерный инвестиционный фонд (АИФ) – представляет собой акционерное общество, занимающееся исключительно инвестированием в ценные бумаги или недвижимость, который передается в доверительное управление управляющей компании.

Имущество акционерного инвестиционного фонда делится на два вида:

- инвестиционные резервы, то есть денежные средства, которые передаются в доверительное управление управляющей компании. Это имущество хранится в специализированном депозитарии;
- имущество, которое обеспечивает деятельность органов управления акционерного инвестиционного фонда.

Акционерный инвестиционный фонд может выпускать только простые именные акции, с помощью открытой подписки на них. Акционерный инвестиционный фонд печатает инвестиционную декларацию, в которой указываются:

- в какие финансовые инструменты АИФ может инвестировать средства (только акции, только корпоративные и/или государственные облигации, только недвижимость или несколько финансовых инструментов);
- цели инвестирования средств;
- риски;
- требования к структуре активов.

Инвестиционная декларация утверждается общим собранием акционеров (если иное не указано в уставе). Акционеры могут потребовать выкупа у них акций, если инвестиционная декларация изменена, а они голосовали против или не принимали участия в голосовании.

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) – это имущественный комплекс без образования юридического лица, переданный в доверительное управление управляющей компании с целью увеличения стоимости имущества фонда. Таким образом, подобный фонд формируется из денег инвесторов (пайщиков), каждому из которых принадлежит определённое количество паёв. ПИФ является предусмотренной российским законодательством формой взаимного фонда.

Цель создания ПИФа – получение прибыли на объединённые в фонд активы и распределение полученной прибыли между инвесторами (пайщиками) пропорционально количеству паёв.

Инвестиционный пай – это именная ценная бумага, удостоверяющая право её владельца на часть имущества фонда, а также погашения (выкупа) принадлежащего пая в соответствии с правилами фонда. Инвестиционные паи, таким образом, удостоверяют долю инвестора в имуществе фонда и право инвестора получить из паевого инвестиционного фонда денежные средства, соответствующие этой доле, то есть погасить паи по текущей стоимости. Каждый инвестиционный пай предоставляет его владельцу одинаковый объём прав. Учёт прав владельцев инвестиционных паёв (реестр) ведётся независимой организацией, ведущей реестр владельцев паёв.

Инвестиционный пай является неэмиссионной ценной бумагой в бездокументарной форме (владельцам выдается договор купли-продажи инвестиционных паев и квитанция к приходному кассовому ордеру).

Срок доверительного управления паевым инвестиционным фондом не должен превышать пятнадцати лет. В отличие от акционерного инвестиционного фонда, паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом.

Управляющая компания ежедневно рассчитывает и объявляет (чаще всего на собственном сайте) стоимость инвестиционного пая каждого ПИФа, которым она управляет. Состав портфеля может раскрываться с определенной периодичностью (например, один раз в квартал) или быть постоянно открытым.

Доход пайщика составляет изменение стоимости пая ПИФа. Однако чтобы его получить, инвестор должен продать инвестиционный пай управляющей компании, у которой он его купил по заявке. Приобрести инвестиционный пай

уже существующего ПИФа, погасить его или обменять можно по расчетной стоимости (РС), которая рассчитывается следующим образом:

$$РС = СЧА / К ,$$

где СЧА – стоимость чистых активов на день принятия заявки (не ранее), К – количество инвестиционных паев по данным реестра.

Для возмещения расходов управляющей компании продаваться пай может с надбавкой, а погашаться (т. е. покупаться управляющей компанией) и обмениваться – со скидкой.

Надбавка – это денежные средства, требуемые управляющей компанией или агентом дополнительно к стоимости паёв при их выдаче. Размер надбавки не может превышать 1,5% от стоимости пая.

Скидка – это денежные средства, удерживаемые управляющей компанией или агентом из стоимости паёв при их погашении. Размер скидки не может превышать 3% от стоимости пая.

У одного и того же фонда могут быть разные скидки и надбавки, в зависимости от того, через какого агента осуществляются операции.

Количество инвестиционных паев, принадлежащих одному пайщику, может быть дробным. Имущество паевых инвестиционных фондов хранится в специализированном депозитарии. Инвестиционная декларация устанавливает соотношение между различными ценными бумагами, входящими в инвестиционный портфель того или иного паевого инвестиционного фонда.

Для расчетов по операциям доверительного управления паевыми инвестиционными фондами открывается банковский счет доверительного управления, а для учета прав на ценные бумаги, находящиеся в инвестиционном портфеле ПИФа, – счет-депо в специализированном депозитарии на имя управляющей компании (реальные владельцы в этих счетах не указываются).

Расходы по управлению акционерными и паевыми инвестиционными фондами покрываются за счет их имущества. Вознаграждение управляющей компании, депозитария, регистратора, оценщика и аудитора выплачивается за счет имущества акционерного или паевого инвестиционного фонда. Оно составляет не менее 10% среднегодовой стоимости чистых активов. Иногда вознаграждение указанных экономических субъектов устанавливается в зависимости от доходов от управления инвестиционным фондом или в зависимости от роста его имущества. Способ получения дохода управляющей компанией определяется договором между ней и клиентом.

По времени, когда можно купить/продать паи, выделяют три вида паевых инвестиционных фондов:

- *открытый* – обязаны выкупать и продавать паи каждый рабочий день;
- *интервальный* – открываются для покупки и продажи паёв в определённый период времени, оговоренный в правилах фонда, однако не реже раза в год;
- *закрытый* – продают паи при формировании фонда. Как правило, не выкупают паи до завершения фонда (кроме случая, когда пайщик не согласен с изменениями правил фонда доверительного управления).

Владелец инвестиционного пая *открытого ПИФа* в любой рабочий день может подать заявку об его приобретении или потребовать от управляющей компании его погасить или обменять. Количество инвестиционных паев не ограничено. В доверительное управление в этом случае передаются только денежные средства, и вкладываются они исключительно в ценные бумаги, преимущественно первого эшелона. Пай открытого ПИФа может быть обменен на пай другого открытого ПИФа данной управляющей компании (эта возможность должна быть предусмотрена правилами доверительного управления). В случае отсутствия такого указания ничего не мешает владельцу пая продать их и купить паи другого фонда. Обмен пая заключается в передаче имущества из одного ПИФа в другой.

Пайщик *интервального ПИФа* может требовать от управляющей компании погашения или обмена паев в течение срока, который установлен в правилах доверительного управления имуществом ПИФа, но не реже одного раза в год. В этот же срок можно приобретать паи уже существующих интервальных ПИФов. В доверительное управление также передаются только денежные средства. Количество инвестиционных паев не ограничено. Стоимость инвестиционного пая рассчитывается один раз в месяц. Пай может быть обменен на пай другого интервального паевого инвестиционного фонда (если такая возможность предусмотрена правилами доверительного управления). Паи интервальных ПИФов могут котироваться на фондовых биржах.

Инвестиционные паи *закрытых ПИФов* можно купить только при их формировании, а погасить (и, соответственно, получить доход) – по окончании срока действия договора доверительного управления ПИФом. В доверительное управление передаются денежные средства и иное имущество (виды передаваемого имущества указываются в инвестиционной декларации), в том числе не-

движимость. Если имущество закрытого ПИФа вкладывается в ценные бумаги, то это могут быть ценные бумаги любого эшелона.

Пайщик закрытого ПИФа имеет право на участие в общем собрании владельцев инвестиционных паев. Общее собрание (которое может проводиться в очной и заочной формах) решает следующие вопросы: передача имущества ПИФа в доверительное управление (при этом расходы на организацию собрания оплачиваются из имущества ПИФа), смена управляющей компании, внесение изменений и дополнений в инвестиционную декларацию и правила доверительного управления.

Количество инвестиционных паев закрытого ПИФа ограничено, оно указывается в правилах доверительного управления. Разновидностью закрытых ПИФов являются венчурные фонды, которые могут приобретать даже доли в уставном капитале ООО.

Паевые инвестиционные фонды имеют ряд преимуществ по сравнению с другими способами инвестирования, а также некоторые недостатки, рассмотренные в таблице 3.1.

Таблица 3.1 – Преимущества и недостатки ПИФов

Преимущества ПИФ	Недостатки ПИФ
Высокая ликвидность пая (для открытых фондов)	Дополнительные расходы на оформление и хранение инвестиционных сертификатов
Деятельность компаний, управляющих ПИФа, контролируется специализированными депозитариями, аудиторами и ЦБРФ	Цена инвестиционного пая ПИФа колеблется вместе с курсами ценных бумаг, в которые вложено имущество ПИФа
Можно выбрать ПИФы, инвестирующие средства только в высокорейтинговые облигации и банковские депозиты (фонды денежного рынка), которые за счёт диверсификации могут служить инструментом дополнительного увеличения надёжности (понижения рисков)	Более высокий риск по сравнению с инструментами с фиксированной доходностью и законодательно гарантированным возвратом средств – депозитами, высокорейтинговыми облигациями
Управляющая компания не может использовать средства вкладчиков на другие цели	Для возмещения расходов, связанных с выдачей и погашением инвестиционных паёв, управляющие компании вводят скидки и надбавки
Средства пайщиков отделены от средств управляющей компании и хранятся в специализированном депозитарии	Постоянно выплачиваемое вознаграждение управляющей компании, даже в моменты, когда фонд терпит убытки. Размер вознаграждения колеблется в пределах от 0,5 до 5% стоимости чистых активов

Преимущества ПИФ	Недостатки ПИФ
	фонда
Имущество ПИФов вкладывается только в высоколиквидные ценные бумаги, и сами инвестиционные паи также являются высоколиквидными	Часто для открытых ПИФов законодательство накладывает ограничения на то, какие акции и облигации может покупать управляющий фондом. Частный инвестор не имеет таких ограничений
Минимальная сумма для покупки паев ПИФов невысока, она составляет от 1 000 до 5 000 руб., хотя есть и ПИФы, минимальная сумма для покупки паев которых составляет более 100 тыс. руб., но они относительно редки	Если на фондовом рынке начинается затяжное падение цен, то управляющие компании ПИФов распродают только часть активов. ЦБ РФ, с одной стороны, требует строгого соблюдения оговоренной в инвестиционной декларации фонда структуры активов (что не позволяет перевести все активы в денежную форму), а с другой стороны, такие требования поддерживают ликвидность фондового рынка. Частные инвесторы имеют право действовать более агрессивно, избавляясь от всех дешевеющих бумаг. Но это может спровоцировать ещё больший обвал на рынке
Отсутствие налогообложения текущих операций фонда (в том числе отсутствует налог на прибыль), уплата подоходного налога или налога на прибыль производится лишь инвестором и только при продаже пая. Согласно действующему законодательству налог платят сами пайщики в случае получения дохода, то есть в момент продажи пая. Во время владения паем налоговых платежей не производится	
Могут обеспечить значительно более высокую доходность, чем по банковским депозитам	
Обеспечивают диверсификацию инвестиционных рисков даже для минимальных инвестиций	



Контрольные вопросы по главе 3

1. Выделите основные особенности брокерских фирм.
2. Выделите основные особенности дилерских фирм.
3. Каковы основные функции управляющих компаний?
4. Каковы основные функции клиринговых палат?
5. Каковы основные функции специализированных депозитариев?
6. Каковы основные функции специализированных регистраторов?
7. Какие виды инвестиционных фондов вы знаете?
8. Можно ли отнести инвестиционные фонды к профессиональным участникам рынка ценных бумаг? Почему? А к институтам рынка ценных

бумаг?

9. Назовите активы, в которые могут вкладывать средства инвестиционные фонды различных видов и подвидов?
10. Зачем акционерные и паевые инвестиционные фонды публикуют инвестиционную декларацию?

4 Первичный и вторичный рынок ценных бумаг

4.1 Первичный рынок ценных бумаг

4.1.1 Процедура эмиссии ценных бумаг



Рынок ценных бумаг – это совокупность субъектов, связей и отношений между ними по поводу выпуска, размещения и обращения ценных бумаг. Рынок ценных бумаг делится на первичный и вторичный.

Первичный рынок ценных бумаг – рынок, на котором осуществляется размещение впервые выпущенных ценных бумаг, т. е. их продажа первому владельцу. На первичном рынке осуществляется инвестирование капитала непосредственно в предприятие, выпустившее ценные бумаги. Основные его участники – эмитенты и инвесторы.

Эмитенты, нуждающиеся в финансовых ресурсах для инвестиций в основной и оборотный капитал, определяют предложение ценных бумаг на фондовом рынке. Инвесторы, ищущие выгодную сферу для вложения своего капитала, формируют спрос на ценные бумаги. На первичном рынке происходит распределение финансовых ресурсов по отраслям национальной экономики [14].

«Жизненный цикл» ценных бумаг включает в себя следующие фазы:

- эмиссия ценных бумаг;
- размещение ценных бумаг;
- обращение ценных бумаг;
- погашение (только для долговых ценных бумаг).

Эмиссия и размещение ценных бумаг происходит на первичном рынке, а обращение – на вторичном.



Эмиссия ценных бумаг – установленная законом последовательность действий эмитента по выпуску в обращение эмиссионных ценных бумаг.

Совокупность всех ценных бумаг одного эмитента, предоставляющих одинаковый объем прав владельцам и имеющих одинаковую номинальную

стоимость в случаях, если наличие номинальной стоимости предусмотрено законодательством РФ, называется *выпуском эмиссионных ценных бумаг*. Совокупность ценных бумаг, размещаемых дополнительно к ранее размещенным ценным бумагам того же выпуска эмиссионных ценных бумаг, называется *дополнительным выпуском эмиссионных ценных бумаг*. Ценные бумаги дополнительного выпуска размещаются на одинаковых условиях.

Эмиссию ценных бумаг часто отождествляют с размещением ценных бумаг, что является некорректным. Размещение ценных бумаг – это переход ценных бумаг от эмитента первому держателю, а эмиссия – это выпуск бумаг в обращение.

Основанием для размещения эмиссионных ценных бумаг является *решение о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг* – документ, содержащий данные, достаточные для установления объема прав, закрепленных ценной бумагой.

Законом «О рынке ценных бумаг» установлены следующие этапы эмиссии:

- принятие решения о размещении ценных бумаг;
- утверждение решения о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг;
- государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг;
- размещение ценных бумаг;
- государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг.

Если ценные бумаги не прошли государственную регистрацию, то их нельзя размещать (кроме случаев размещения акций при учреждении или реорганизации акционерных обществ).

Проспект эмиссии содержит следующую информацию:

- о лицах, входящих в состав органов управления, аудиторе, оценщике, финансовом консультанте и других лицах, подписавших проспект эмиссии;
- о банковских счетах эмитента;
- об объемах и сроках выпуска и условиях размещения ценных бумаг;
- об уже размещенных ценных бумагах;
- об акционерах;

- об эмитенте, его финансово-экономическом состоянии за последние 5 лет;
- бухгалтерскую отчетность за последние 3 года.

Проспект эмиссии утверждается исполнительным органом (для АО – советом директоров) и подписывается руководителем исполнительного органа, главным бухгалтером и аудитором; при выпуске обеспеченных ценных бумаг подписывается также должностным лицом фирмы, организации или учреждения, которое предоставило обеспечение. В некоторых случаях свои подписи ставят также финансовый консультант и/или оценщик.

Государственная регистрация выпуска ценных бумаг происходит в течение тридцати дней со дня подачи указанных выше документов. При необходимости проверки сведений, указанных в документах, регистрация выпуска прерывается на срок не более одного месяца. Каждому выпуску ценных бумаг присваивается регистрационный номер. Отказано в регистрации выпуска ценных бумаг может быть по следующим причинам: недостоверность информации в документах, поданных на регистрацию; нарушение эмитентом законодательства, регулирующего рынок ценных бумаг; несоответствие документов требованиям ЦБ РФ; отсутствие части документов, а также по некоторым другим причинам. В этом случае эмитент может обжаловать решение ЦБ РФ в суде или арбитражном суде. Помимо отказа в регистрации, ЦБ РФ может также приостановить регистрацию выпуска ценных бумаг до устранения нарушения. Эмиссия ценных бумаг также может быть признана недействительной. В этом случае ценные бумаги их владельцы возвращают эмитенту, который должен в течение двух месяцев вернуть затраченные инвесторами средства, причем все издержки ложатся на плечи эмитента. Основные способы эмиссии ценных бумаг рассмотрены в таблице 4.1.

Таблица 4.1 – Способы эмиссии ценных бумаг

Способ эмиссии	Описание
1. Эмиссия акций при учреждении акционерного общества	В соответствии с нормативными документами, это распределение акций среди учредителей общества по номинальной стоимости. Осуществляется оно в день государственной регистрации акционерного общества на основании решения об учреждении общества, до государственной регистрации их выпуска. По окончании размещения готовится отчет об итогах выпуска акций. Государственная регистрация выпуска акций при учреждении АО осуществляется одновременно с государственной регистрацией отчета об итогах выпуска акций. Документы на государственную регистрацию выпуска и регистрацию отчета об итогах выпуска должны быть пред-

Способ эмиссии	Описание
	<p>ставлены не позднее одного месяца с момента государственной регистрации общества.</p> <p>Акционерное общество в своем уставе должно определить количество, номинальную стоимость акций, распределенных среди акционеров при учреждении, и права, предоставляемые этими акциями. Кроме того, АО вправе указать в уставе количество, номинальную стоимость, категории (типы) акций, которые общество может размещать дополнительно к размещенным акциям (объявленные акции) и права, предоставляемые этими акциями.</p> <p>Основанием для размещения дополнительных акций является решение об увеличении уставного капитала путем размещения дополнительных акций, принимаемое уполномоченным органом АО</p>
<p>2. Эмиссия дополнительных акций, размещаемых путем их распределения среди акционеров</p>	<p>В этом случае решение об увеличении уставного капитала путем размещения дополнительных акций через распределение их среди акционеров определяет количество размещаемых обыкновенных и привилегированных акций каждого типа.</p> <p>Цена размещения не указывается – акции размещаются по номинальной стоимости. Увеличение уставного капитала путем распределения акций среди акционеров возможно только за счет собственных средств АО – добавочного капитала, нераспределенной прибыли прошлых лет и остатков фондов специального назначения.</p> <p>Подобные дополнительные акции распределяются среди всех акционеров пропорционально количеству принадлежащих им акций определенной категории (типов). Распределение дополнительных акций среди акционеров должно осуществляться в один день и не позднее одного месяца от даты государственной регистрации выпуска акций</p>
<p>3. Эмиссия акций, размещаемых путем конвертации</p>	<p>Основаниями для размещения акций посредством конвертации является одно из следующих решений:</p> <ul style="list-style-type: none"> • об увеличении уставного капитала путем увеличения номинальной стоимости акций; • об уменьшении уставного капитала путем уменьшения номинальной стоимости акций; • о внесении изменений в устав общества, касающихся предоставляемых по привилегированным акциям этого типа прав; • о консолидации акций; • о дроблении акций. <p>Конвертация акций должна происходить в один день, указанный в решении о выпуске, в течение одного месяца от даты государственной регистрации выпуска акций</p>
<p>4. Эмиссия ценных бумаг, размещаемых путем подписки</p>	<p>Основанием для размещения дополнительных акций путем подписки служит решение об увеличении уставного капитала путем размещения дополнительных акций путем подписки. Облигации и опционы эмитента размещаются путем подписки на основании соответствующего решения эмитента.</p> <p>Подписка на ценные бумаги может проводиться в двух формах:</p>

Способ эмиссии	Описание
	<ul style="list-style-type: none"> • открытая подписка (публичное размещение): ценные бумаги предлагаются неограниченному числу приобретателей; • закрытая подписка (частное размещение) проводится среди заранее определенного количества приобретателей. <p>В случае закрытой подписки решение о размещении ценных бумаг должно содержать указание круга лиц (имена и наименования), среди которых предполагается разместить указанные ценные бумаги. Закрытая подписка на акции, облигации, конвертируемые в акции, или опционы эмитента может проводиться и только среди акционеров АО. При этом акционеры имеют право приобрести целое число размещаемых ценных бумаг пропорционально количеству принадлежащих им акций соответствующей категории (типа).</p> <p>Цена (цены) размещения ценных бумаг, размещаемых путем подписки, устанавливается в цифровом выражении.</p> <p>Порядок принятия решения о способе подписки (открытая или закрытая), а также существующие при этом условия и ограничения устанавливаются законодательно.</p> <p>Размещение ценных бумаг путем подписки производится в течение срока, указанного в решении о выпуске, который не может превышать одного года со дня утверждения решения о выпуске.</p> <p>В решении о размещении ценных бумаг путем подписки может быть определена доля ценных бумаг выпуска, при размещении которой выпуск считается несостоявшимся. Такая доля не может быть меньше 75% от общего количества размещаемых ценных бумаг выпуска.</p> <p>Государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг сопровождается регистрацией их проспекта в случае размещения ценных бумаг путем открытой подписки или путем закрытой подписки среди круга лиц, число которых превышает 500</p>
<p>5. Эмиссия ценных бумаг, размещаемых путем конвертации в них конвертируемых ценных бумаг</p>	<p>Конвертация в дополнительные обыкновенные или привилегированные акции облигаций или опционов эмитента осуществляется на основании решения об увеличении уставного капитала АО путем размещения дополнительных акций путем конвертации в них облигаций или опционов эмитента.</p> <p>Конвертация в облигации ценных бумаг, конвертируемых в облигации, происходит на основании решения о размещении облигаций, размещаемых путем конвертации.</p> <p>Конвертация привилегированных акций в привилегированные акции других типов или в обыкновенные акции разрешается, если это предусмотрено уставом акционерного общества.</p> <p>Конвертация проводится в один день в срок, установленный решением о выпуске</p>
<p>6. Эмиссия ценных бумаг при реорганизации юридических лиц</p>	<p>Определяется отдельно в соответствии с правилами реорганизации</p>

4.1.2 Процесс размещения ценных бумаг

Процесс отчуждения эмитентом ценных бумаг их первым владельцам посредством заключения гражданско-правовых сделок называется размещением ценных бумаг. Размещение ценных бумаг начинается после того, как их выпуск зарегистрирован государством.

Первичное размещение на рынке может быть открытым или закрытым. При закрытом размещении акции распространяются среди заранее определенного круга инвесторов. Обычно такое размещение проводится на этапе учреждения открытого акционерного общества, его проще осуществить с формальной точки зрения. При закрытом размещении эмитент должен сообщить о государственной регистрации выпуска ценных бумаг в СМИ тиражом не менее 1 тыс. экземпляров.

Открытое или публичное размещение (англ. *Initial Public Offer*) осуществляется путем выставления пакета акций на рынок, где круг потенциальных инвесторов очень широк и точно не известен. В этом случае эмитент должен сообщить о государственной регистрации выпуска в СМИ тиражом не менее 10 тыс. экземпляров. Потенциальная возможность привлечь капитал значительно выше при открытом размещении акций.

В обоих случаях в сообщении указывается порядок доступа инвесторов к информации в проспекте эмиссии ценных бумаг. При учреждении акционерного общества возможно только частное размещение акций учредителям.

Открытое размещение выпуска акций производится при посредничестве инвестиционного или финансового института, называемого андеррайтером данного выпуска. Андеррайтер рекламирует, регистрирует, размещает выпуск, получая согласованное вознаграждение от общей суммы размещенного выпуска.

Андеррайтинг – процедура открытого размещения выпуска акций, которая производится при посредничестве андеррайтера данного выпуска. В изначальном понимании этого термина андеррайтинг означал, что инвестиционная компания выкупает у эмитента весь объем ценных бумаг, а потом уже сама распространяет их через систему биржевой и внебиржевой торговли. Однако в настоящее время все условия определяются типом подписанного андеррайтингового соглашения. Например, можно подписать соглашение, что инвестиционная компания выкупает весь объем финансовых средств по цене, несколько уступающей предполагаемой цене размещения. При этом инвестиционная ком-

пания берет на себя весь риск, связанный с распространением выкупленных ценных бумаг.

Для каждой из сторон подобного соглашения имеются свои преимущества и недостатки. Фирма-эмитент получает сразу всю желаемую сумму и снимает с себя риск потерь из-за возможной задержки распространения выпуска и снижения цены выпущенных финансовых средств. С другой стороны, она теряет часть денег, поскольку продает инвестиционной компании весь объем выпуска по цене ниже предполагаемой рыночной. Инвестиционная же компания имеет выгоду в виде валового спреда – разницы цены покупки (у фирмы-эмитента) и цены продажи (на открытом рынке). Но она перекладывает на себя всю ответственность за распространение и риск возможных потерь. А потери должны ожидаться, так как ситуация на биржах может измениться и цена распространяемых финансовых средств упасть. В этой связи инвестиционные компании идут на подписание подобного соглашения только в случае уверенности в очень быстрой продаже всех ценных бумаг.

В зависимости от условий договора между андеррайтером и эмитентом возможны следующие виды андеррайтинга:

- «твердое соглашение» – андеррайтер обязуется разместить весь выпуск в течение определенного времени, а оставшуюся часть выкупить за свой счет. Риски убытков при этом лежат целиком на андеррайтере. Он выплачивает эмитенту цену публичного размещения ценных бумаг за вычетом комиссионных;
- «максимум усилий» – андеррайтер прилагает все усилия, непроданная часть возвращается эмитенту, а комиссионные андеррайтер получает только за проданные ценные бумаги. Для эмитента соглашение по мере сил – не самый лучший вариант, но, тем не менее, он дает ему существенное преимущество – возможность продавать свои ценные бумаги почти сразу после эмиссии на фондовой бирже;
- «резервное соглашение» – акционерное общество выкупает часть эмиссии по стартовой цене (разумеется, для того чтобы впоследствии продать), а остальное обязуется выкупить андеррайтер. В нашей стране возможно только при вторичной эмиссии (если речь идет об акциях);

- «все или ничего» – если корпорация-эмитент заинтересована в конкретном проекте, она может поставить условие отменить выпуск, если нужная сумма не набрана;
- «мини-макси» – выпуск считается состоявшимся при размещении определенного процента акций.

Через 30 дней после размещения ценных бумаг эмитент должен представить в ЦБ РФ отчет об итогах выпуска и размещения ценных бумаг, в котором указываются даты начала и окончания размещения, количество размещенных ценных бумаг, цена размещения, общая сумма размещенных ценных бумаг. ЦБ РФ в течение двух рабочих дней рассматривает отчет и утверждает или не утверждает его.

От первичного размещения зависит, сколько денег получит предприятие-эмитент для своих целей. А от котировок на вторичном рынке зависит, насколько желательны будут следующие выпуски акций этого эмитента на рынке.

4.2 Вторичный рынок ценных бумаг

4.2.1 Характеристика вторичного рынка ценных бумаг

После того как ценные бумаги обрели своих владельцев на первичном рынке, полностью оплачены и зарегистрирован отчет о результатах выпуска, они могут стать объектом купли-продажи между двумя инвесторами без участия фирмы-эмитента. Считается, что подобные сделки проходят на вторичном рынке ценных бумаг. Следует иметь в виду, что эмитент получает эмиссионный доход (то есть доход от размещения ценных бумаг нового выпуска) только при их первичном размещении. Все изменения курса ценных бумаг на вторичном рынке не оказывают воздействия на величину собственных средств эмитента.

В мировой практике выделяют следующие системы торгов на вторичном рынке ценных бумаг:

- организованная биржевая торговля (представлена фондовыми биржами);
- организованная внебиржевая (рынок, на котором существуют правила торговли, а сама торговля осуществляется через организованную торговую площадку, часто сильно напоминающую биржу, или через специальные издания);

- неорганизованная внебиржевая (рынок также называется уличным, поскольку торговля ценными бумагами происходит без какой-либо торговой площадки, посредством прямой договоренности между брокерами).

Торги на биржевом и организованном внебиржевом рынках происходят по принципу простого аукциона, на котором товар (в данном случае ценная бумага) достается предложившему наибольшую цену.



Вторичный рынок, в отличие от первичного рынка ценных бумаг, не влияет на размеры инвестиций и накоплений в стране. Он обеспечивает лишь постоянное перераспределение уже аккумулированных через первичный рынок денежных средств между различными субъектами экономических отношений.

Вторичный рынок обеспечивает ликвидность ценных бумаг, т. е. возможность их реализации по приемлемому курсу и тем самым создает благоприятные условия для первичного размещения новых выпусков ценных бумаг.

Вторичный рынок обязательно несет элемент спекуляции. Цель деятельности на нем – получить доход в виде курсовой разницы, которая формируется под воздействием спроса и предложения. Вторичный рынок, концентрируя спрос и предложение ценных бумаг, формирует тот равновесный курс, по которому покупатели хотят купить ценные бумаги, а продавцы – продать, что необходимо при перераспределении ссудного капитала между отраслями экономики, между хозяйствующими субъектами.

В американской практике внебиржевой рынок представлен в виде 3 рынков:

- «второй рынок» – внебиржевой рынок, на котором осуществляются операции с незарегистрированными на бирже ценными бумагами;
- «третий рынок» – внебиржевой рынок, на котором осуществляются операции с зарегистрированными на бирже ценными бумагами через посредников;
- «четвертый рынок» – внебиржевой рынок, ориентированный на институциональных инвесторов, операции на котором осуществляются через компьютерные сети.

4.2.2 Допуск ценных бумаг к торгам на фондовой бирже

К торгам на бирже могут быть допущены эмиссионные ценные бумаги в процессе их размещения и обращения, а также иные ценные бумаги (в том числе инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов) в процессе их выдачи и обращения. Допуск ценных бумаг к торгам осуществляется путем включения их в список ценных бумаг, допущенных к торгам. Включение ценных бумаг в список на фондовой бирже может осуществляться с прохождением и без прохождения процедуры листинга. При прохождении процедуры листинга ценные бумаги включаются в котировальные списки, которые могут быть списками первого и второго уровней типа «А» и котировальным списком «Б».

Допуск ценных бумаг к торгам на бирже осуществляется при соблюдении следующих требований:

- 1) регистрация проспекта ценных бумаг;
- 2) государственная регистрация отчета об итогах выпуска ценных бумаг эмитента (за исключением размещения ценных бумаг на торгах у организатора торговли);
- 3) соблюдение эмитентом ценных бумаг законодательства РФ о ценных бумагах и нормативных правовых актов ЦБ РФ.

Для того чтобы ценная бумага участвовала в биржевых торгах, она должна пройти процедуру листинга.



.....

Листинг – специальная биржевая процедура для включения в котировочный бюллетень. При этом эмитент предоставляет бирже заявку о включении в котировочный бюллетень с приложением ряда документов – сведения о выпуске ценных бумаг (номер выпуска, номинал), учредительные документы, справка об оплаченном уставном капитале, копии проспекта эмиссий. Листинг – контроль финансово-экономического положения эмитента, призванный сократить риск инвестора [2].

.....

Листинг эмиссионных ценных бумаг осуществляется фондовой биржей на основании договора с эмитентом ценных бумаг, а листинг инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда – на основании договора с управляющей компанией этого паевого инвестиционного фонда.

Включение в котировочный бюллетень приносит фирмам следующие преимущества: повышается ликвидность ценной бумаги, цена акции становится

более стабильной, инвестор получает достоверную информацию об эмитенте, в целом эмитент имеет возможность привлечь большее количество акционеров и получает большую известность.

Котировка ценной бумаги – установление рыночного курса ценной бумаги на основе анализа финансового состояния фирм-эмитентов и спроса на данную ценную бумагу. Котировками занимается котировальная комиссия при бирже. Котировка ценных бумаг на бирже является рыночной ценой, которую собственник ценной бумаги должен отражать в своих финансовых отчетах.

Процесс установления котировки ценной бумаги основан на сопоставлении заявок на продажу и покупку и вычислении цены, объединяющей эти заявки. При этом должно быть соблюдено основное правило – искомый биржевой курс всегда будет таким, по которому может быть осуществлено наибольшее количество сделок. Тем самым наилучшим образом соблюдается баланс между заявками на покупку и продажу ценных бумаг.

Ежегодно эмитент должен представлять в комитет по листингу информацию о своем финансовом и экономическом состоянии, указанную в основных документах. Ежегодно комитет по листингу на основании этих данных принимает решение о сохранении ценных бумаг эмитента в котировочном листе или исключении из него (последнее называется делистингом). Делистинг в нашей стране происходит в следующих случаях: при нарушении правил торговли на фондовой бирже; уменьшении ниже установленных биржей значений показателей, отражающих деятельность эмитента; при наличии у эмитента признаков банкротства; при непредставлении части или всех документов, требующихся для поддержания листинга.

4.2.3 Организация биржевой торговли ценными бумагами

Фондовой биржей признается организатор торговли на РЦБ, отвечающий требованиям, установленным законом «О рынке ценных бумаг». Фондовая биржа – это место (в физическом понимании этого слова, то есть здание, помещение и т. п.), где проводятся сделки с ценными бумагами.

Основная задача биржи – это разработка правил и регулирование торговли ценными бумагами на основании этих правил. Сама биржа не покупает и не продает ценные бумаги, как и не устанавливает их цены. Участники биржевых торгов осуществляют только операции, связанные с куплей-продажей финансовых средств.

Фондовые биржи могут действовать только на основании лицензии, выдаваемой ЦБ РФ. За свою работу фондовые биржи получают вознаграждение, которое называется комиссионными. Комиссионные составляют определенный процент от суммы сделки (как правило, на крупной бирже этот процент составляет тысячную или даже десятитысячную долю процента). Крупнейшими российскими фондовыми биржами являются ПАО «Московская биржа» и ЗАО «Биржа «Санкт-Петербург», на них приходится до 90% оборота ценных бумаг.

По форме собственности фондовые биржи в разных странах могут быть:

- публичными, так называют фондовые биржи, принадлежащие государству;
- частные, собственниками которых являются физические и/или юридические лица;
- смешанные, часть уставного капитала которых принадлежит государству, а часть – частным инвесторам.

По видам активов, которыми могут торговать, фондовые биржи делятся на специализированные (торгующие исключительно ценными бумагами) и универсальные (торгующие также товарами и/или валютой).

Членами российских фондовых бирж могут быть только профессиональные участники рынка ценных бумаг. Фондовые биржи в нашей стране могут заниматься только биржевой деятельностью на других рынках, клиринговой деятельностью, распространением информации о рынке ценных бумаг, издательской деятельностью и сдавать в аренду свободные площади. Работники фондовых бирж, включая руководителей, не могут заниматься торговлей или быть профессиональным участником рынка ценных бумаг на данной или другой фондовой бирже.

Участниками торгов на фондовых биржах являются брокеры и дилеры. В большинстве случаев допуск к торгам на бирже имеют участники, являющиеся членами биржи (ее собственниками) или арендовавшие места на бирже.

Торги на фондовых биржах, как и на товарных, производятся по принципу аукциона. Однако в связи с развитием компьютерной техники и новейших средств связи встретить на современной фондовой или товарной бирже брокеров и дилеров, выкрикивающих предложения купить или продать ценную бумагу или товар и их цену, а также маклеров, проводящих торги, невозможно. Почти на всех биржах мира торги сейчас проходят в электронной форме через Интернет. Наиболее распространенными способами организации электронных торгов являются мэтчинг (от англ. *match* – подходить, соответствовать, гармо-

нировать) и способ получения согласия. В условиях мэтчинга участники торгов вводят в компьютерную программу, через которую организована торговля, свои заявки. Эти заявки программа проверяет на наличие встречных заявок с соответствующими условиями. Если найти встречную заявку с приемлемыми условиями сразу не удалось, программа ставит заявку в очередь по определенному признаку (времени поступления, объему или цене заявки). Заявку можно изменить или отменить, но связаться друг с другом участники торгов не могут. Способ получения согласия заключается в том, что участники торгов могут связаться друг с другом, чтобы договориться об объеме сделки или цене [15].

Заключение сделок на фондовой бирже проходит в несколько этапов:

- 1) заключение договора с брокерской фирмой или самостоятельным брокером о брокерском обслуживании;
- 2) когда возникает необходимость в совершении сделки на фондовой бирже, клиент передает брокеру поручение. Поручения могут быть следующих видов:
 - рыночное поручение, то есть поручение купить или продать ценную бумагу по текущей биржевой цене;
 - ограниченное ценой (или лимитированное) поручение, которое предписывает брокеру купить ценную бумагу по цене не выше установленной или продать по цене не ниже установленной;
 - стоп-поручение – поручение купить или продать ценную бумагу по достижении определенной курсовой стоимости;
 - ограниченное временем поручение, которое должно быть исполнено в течение определенного времени, например биржевого дня;
 - открытое поручение – это поручение, которое остается в силе до его исполнения, то есть клиент не оговорил время исполнения (часть брокеров устанавливает максимальный срок исполнения поручений такого вида в пределах одного-трех месяцев, а часть – не лимитирует);
 - поручение по цене открытия – поручение купить или продать ценные бумаги в начале биржевого дня, при открытии торгов;
 - поручение по последней цене биржевого дня, то есть по цене закрытия торгов;
 - «все или ничего» – поручение купить или продать все ценные бумаги, указанные в поручении, или ничего не покупать или не продавать;

- «приму в любом количестве» – поручение, в котором не оговорено количество продаваемых или покупаемых ценных бумаг;
- «исполнить или аннулировать» – по такому виду поручения брокер должен сделать однократное предложение купить или продать ценные бумаги по определенной цене и, если оно не исполнено, аннулировать его;
- «или-или» – выполнить одно из действий, предусмотренных в заявке;
- поручение с переключением – поручение продать ценные бумаги, а на вырученную сумму купить ценные бумаги или наоборот;
- негарантированное поручение – поручение купить или продать ценную бумагу с предоставлением брокеру полной свободы относительно цены, времени заключения сделки и, бывает, вида ценных бумаг;

3) предоставление гарантий. Покупатель ценных бумаг должен перечислить на специальный счет в расчетной палате биржи, которым может пользоваться брокер, сумму, достаточную для совершения одной или нескольких сделок. Если покупатель предполагает купить ценные бумаги на собственные средства, то открывается кассовый счет. Если же покупатель предполагает часть сделки или сделок оплатить за счет кредита брокера, то открывается маржинальный счет. Если перечисленной клиентом суммы не хватает, брокер может предоставить маржинальный кредит, причем ценные бумаги передаются клиенту только после погашения задолженности по маржинальному кредиту. Также покупатель может предоставить вексель на сумму сделки, аккредитив или банковскую гарантию. Чаще всего происходит депонирование денежных средств. Продавец должен предоставить брокеру принадлежащие ему ценные бумаги, которые депонированы в специализированном депозитарии. Если клиент брокера – юридическое лицо, то он может предоставить брокеру сохранную расписку, заверенную директором и главным бухгалтером, которая содержит обязательство выдать ценные бумаги по первому требованию брокера или лиц, действующих по доверенности брокера. Продаваемые на фондовой бирже ценные бумаги на торгах на фондовой бирже не присутствуют. Во время торгов они могут находиться у брокера, инвестора или в специализированном депозитарии;

- 4) брокер подает заявку на куплю-продажу ценных бумаг на фондовой бирже. Он может это сделать или до начала торгов, или в начале биржевого дня, или во время торгов. Сейчас чаще всего заявки подаются в любое время биржевого дня (биржевой день – это время от начала торговой сессии до ее окончания, он может длиться как обычный рабочий день – с 9:00 до 17:00, а может быть коротким; может устанавливаться на все ценные бумаги или их часть). Заявки могут подаваться на стандартное количество ценных бумаг, которое принято на фондовой бирже – лот. На российских фондовых биржах лот составляет от 1 акции до 100 (чаще всего);
- 5) расчетная палата определяет объем обязательств брокеров и их клиентов друг перед другом и фондовой биржей и производит расчеты;
- 6) специализированный депозитарий, если он имеет данные о реальном бывшем и нынешнем собственниках ценных бумаг, переводит их со счета-депо продавца на счет-депо покупателя. Если ценные бумаги продавца хранились на имени номинального держателя ценных бумаг продавца, то они переводятся с этого счета-депо на счет-депо номинального держателя ценных бумаг покупателя;
- 7) специализированный регистратор, если ценные бумаги переходят от одного номинального держателя к другому, изменяет запись на лицевом счете.

Денежные расчеты и перевод ценных бумаг происходят по окончании биржевого (торгового) дня.

4.2.4 Виды биржевых операций на рынке ценных бумаг

Рассмотрим несколько основных биржевых операций, которые используют профессиональные участники рынка ценных бумаг и инвесторы.



.....

***Кассовые (или спот) операции** – это операции по купле-продаже ценных бумаг, поставка и оплата которых происходит в течение нескольких дней.*

.....

Кассовые операции происходят с лотом, в который входит определенное количество ценных бумаг одного вида (чаще всего 100 штук) [16].

Кассовые сделки имеют несколько разновидностей:

- купленные в результате совершения кассовой сделки ценные бумаги могут быть заложены под банковский кредит, затем на сумму банков-

ского кредита снова покупаются ценные бумаги, закладываются и т. д. Такой вид кассовой сделки называется пирамидой;

- кроссинг – многократная купля-продажа собственных ценных бумаг эмитентом с целью поддержания их курсовой стоимости и ликвидности;
- арбитраж – одновременная покупка ценных бумаг на одной бирже и продажа на другой по более высокой цене с целью извлечения прибыли;
- линкидж – это покупка ценных бумаг и продажа их на той же или другой фондовой бирже при росте их курсовой стоимости;
- шорт (или блиц) сделки заключаются в том, что клиент брокера, получивший информацию, что ценные бумаги какого-либо эмитента через некоторое время снизятся в цене, обращается к брокеру с просьбой продать ценные бумаги данного эмитента, принадлежащие другому клиенту. Когда курс ценной бумаги действительно падает, брокер на сумму, вырученную от продажи, покупает большее их количество. Часть ценных бумаг возвращается клиенту брокера, у которого они занимались, а другая часть передается клиенту, по просьбе которого была совершена сделка. Цель этой операции – либо получение нужных ценных бумаг за минимальную сумму, либо извлечение прибыли. В последнем случае ценные бумаги продаются.

Помимо кассовых, существуют *срочные операции*, или *операции с деривативными инструментами*.



Операции с деривативными инструментами – это операции с ценными бумагами, цены которых зависят от движения цен на спот-рынке. Срочными их называют потому, что они предполагают не немедленную поставку и оплату ценных бумаг, а поставку и оплату в определенный срок в будущем.

Виды соответствующих производных ценных бумаг мы рассмотрели во второй главе. Операции с деривативными инструментами бывают нескольких видов и зависят от используемого производного актива.

1. *Форвардные операции* – купля-продажа ценных бумаг с их поставкой в определенный момент времени в будущем по фиксированной в момент заключения сделки цене. Все условия контракта оговариваются при заключе-

нии сделки. Исполнение сделки обязательно для обеих сторон, за исключением случаев резкого изменения цен спот-рынка накануне дня поставки. Часто (но не всегда) форвардные операции заключаются вне фондовых бирж, поэтому условия форвардных контрактов не являются унифицированными.

2. *Фьючерсные операции* – это сделки по купле-продаже ценных бумаг с их поставкой в будущем по цене момента поставки. Срок поставки ценных бумаг по фьючерсным контрактам является стандартным для каждого вида ценных бумаг. Стандартный срок обращения фьючерсов составляет три месяца. Период обращения фьючерсов по акциям в Российской торговой системе начинается 15 марта, 15 июня, 15 сентября и 15 декабря. Фьючерсный контракт называется по месяцу, в котором он исполняется. Наиболее активно торги идут по фьючерсам с ближайшим сроком исполнения, но в целом сделки заключаются и на больший период времени (чаще всего год). По фьючерсному контракту оплачивается не только цена приобретаемого актива, но и затраты, связанные с хранением актива в течение срока действия контракта, а также упущенная выгода.

Предыдущий вид фьючерса можно условно назвать «поставочным», поскольку в результате фьючерсный контракт будет исполнен, то есть ценные бумаги будут поставлены. Контрагенты поставочной фьючерсной сделки открывают маржевой депозит в расчетной палате биржи, на который кладут гарантийное обеспечение – фиксированный процент от стоимости данной ценной бумаги на спот-рынке в день заключения поставочного фьючерсного контракта.

Другой разновидностью фьючерсных сделок являются расчетные фьючерсы, которые сейчас составляют подавляющую часть фьючерсного рынка. Один из участников отношений по расчетному фьючерсу рассчитывает на повышение курса какой-либо ценной бумаги (он выступает в роли продавца фьючерса), а другой – на его понижение (он выступает в роли покупателя фьючерса). Размер лота фьючерса с поставкой и расчетного фьючерса составляет 1 000 ценных бумаг одного вида.

Расчетные фьючерсы не предполагают поставку ценных бумаг. Участников рынка расчетных фьючерсов интересует вариационная маржа или фьючерсная премия – разница между ценами момента заключения сделки и ценами каждого дня до дня расчетов по данному фьючерсу включительно. Каждый участник рынка расчетных фьючерсов (будь то «покупатель» или «продавец») открывает в расчетной палате фондовой биржи гарантийный маржевой депозит

(гарантийное обеспечение, принятое для такого вида сделок, умноженное на два).

Каждый день до дня окончательного расчета маржевой депозит у каждого участника рынка расчетных фьючерсов увеличивается или уменьшается в соответствии с тем, что происходит с ценой данной ценной бумаги на спот-рынке, то есть проигравший в своем расчете на тенденцию движения цены перечисляет выигравшему фьючерсную премию (или вариационную маржу). Расчетной ценой считается цена закрытия (последняя цена биржевого дня на данный вид актива). Расчеты производятся после окончания биржевого дня, а зачисление вариационной маржи происходит утром следующего дня.



Пример

Вы продаете расчетный фьючерс на одну обыкновенную акцию некоего акционерного общества. Допустим, что в день заключения контракта акция стоила на спот-рынке 100 руб. На следующий день ее цена упала на 5 руб. Так как Вы продаете фьючерс, то рассчитываете на повышение стоимости. В первый день рынок двинулся против Вас, следовательно, с Вашего маржевого депозита расчетная плата снимет 5 руб. и перечислит ее на маржевой депозит покупателя фьючерса. На следующий день цена может вырасти, тогда изменение цены за день будет списано со счета покупателя и перечислено на Ваш депозит. И так до дня закрытия сделки. Если изменение курса ценных бумаг на спот-рынке происходит не в том направлении, на которое Вы рассчитывали, то маржевой депозит нужно будет пополнять.

Минимальная сумма средств, которую трейдер должен поддерживать на маржевом депозите, называется «поддерживающий маржевой депозит». Если поддерживающего маржевого депозита недостаточно для покрытия отрицательной вариационной маржи (то есть средств, которые должны быть списаны с вашего депозита из-за движения в рынка в направлении, противоположном тому, на который вы рассчитывали), то до определенного времени (например, на Московской бирже до 16 часов следующего биржевого дня) нужно внести недостающие средства. Если денежные средства не внесены, то ваша позиция закрывается (разумеется, если к этому времени не образуется положительная маржа).

То, что фьючерс является расчетным, в большинстве случаев заранее известно. Но если это не так, то накануне дня поставки контрагенты по расчетной фьючерсной сделке, чтобы действительно не поставлять ценные бумаги и не платить за них денежные средства, должны занять противоположную позицию (то есть продавец должен купить фьючерсный контракт, а покупатель – продать). При неисполнении фьючерсной сделки гарантийное обеспечение переводится с депозита покупателя на депозит продавца.

Как фьючерсы с поставкой, так и расчетные фьючерсы могут быть на сами ценные бумаги или на фондовые индексы. Фьючерсы на фондовые индексы, предполагающие поставку, по сути, представляют собой фьючерсы на пакет ценных бумаг, входящих в индекс. Гарантийное обеспечение фьючерсов на индексы обычно меньше (например, на Московской бирже оно составляет 10%).

Интересной разновидностью фьючерсов (правда, не на рынке ценных бумаг) являются процентные фьючерсы. Процентные фьючерсы являются расчетными и, по сути, представляют собой спор между лицом, которое считает, что какая-либо процентная ставка (ставка процента по депозитам или какая-либо международная процентная ставка, например, ставка LIBOR) повысится к определенному моменту в будущем (продавец фьючерса), и лицом, которое считает, что она понизится (покупатель). Когда наступает дата расчетов, проигравший выплачивает выигравшему премию. Поскольку спорить можно на любую сумму депозита, то премия умножается на сумму депозита. Сумма депозита в данном случае – это расчетная величина, аналогичная количеству лотов на товарном рынке или рынке ценных бумаг.

3. *Опционные операции* – сделка, в результате которой приобретается право купить или продать ценные бумаги по фиксированной в момент заключения сделки цене в течение определенного периода времени [16].

За право купить или продать ценные бумаги нужно платить. Цена опциона называется премией, она уплачивается в момент заключения опционной сделки. Премия рассчитывается на единицу базового актива (в данном случае – на один лот ценных бумаг). Помимо премии у опциона есть цена страйк, которая представляет собой цену его исполнения (то есть цену, по которой покупатель купит оговоренную в контракте ценную бумагу).

Продавец опциона вносит определенную сумму на маржевой депозит, а покупатель – нет, поскольку он уже внес цену опциона – премию. Продавец опциона (а не базового актива, то есть ценной бумаги!) обязан совершить сделку.

Как и фьючерсные сделки, опционные сделки сейчас редко заканчиваются поставкой ценных бумаг, поскольку стороны закрывают свои позиции: продавец опциона покупает идентичный опцион, а покупатель – продает. Затем расчетная палата фондовой биржи вычеркивает позиции.

По видам базовых активов опционы бывают на акции и на фьючерсы. Виды акций, которые могут продаваться на условиях опциона, устанавливаются каждой фондовой биржей. Количество акций по одному опционному контракту является стандартным и обычно составляет 100 или 1 000 акций.

Опционы на фьючерсы дают право купить или продать фьючерсный контракт по цене исполнения, которая устанавливается в момент продажи опциона. Продавец опциона обязан купить или продать фьючерс, в зависимости от того, колл это опцион или пут.

4. *Хеджирование* – страхование от снижения или повышения в будущем курса ценных бумаг, продаваемых или покупаемых на спот-рынке, с помощью совершения противоположной операции с одним из производных инструментов (чаще всего, с помощью фьючерсов или опционов).



Пример

Механизм хеджирования при помощи фьючерса выглядит следующим образом.

Один из трейдеров собирается купить акцию некоего ОАО в апреле будущего года. В декабре (сейчас) она стоит, например, 10 тыс. руб. Если к апрелю цена упадет, трейдер выиграет, а если повысится, то он переплатит за акцию. То есть он в данном случае должен застраховаться от повышения курсовой стоимости акции. Для этого он покупает фьючерсный контракт на эту акцию со сроком расчета в апреле. Если в апреле курсовая стоимость повысилась, например, на 1 тыс. руб., то трейдер теряет эту сумму на спот-рынке. Но, продав купленный ранее фьючерс со сроком исполнения в апреле, он получит на 1 тыс. руб. больше, компенсировав переплату на спот-рынке.

Механизм хеджирования при помощи опционов еще проще. Если Вы хотите купить ценную бумагу в апреле, то Вам нужно застраховать себя от роста цены. В этом случае Вы можете купить колл-опцион на данную ценную бумагу с близким к нужному сроком исполнения (а цена базового актива устанавливается в момент заключения опционной сделки). И если цена акции на спот-рынке выросла, то покупаете акцию по опционной сделке.

4.3 Внебиржевой рынок ценных бумаг

Внебиржевой рынок ценных бумаг – это система, где сделки осуществляются вне фондовых бирж, его главные участники – дилеры и маркет-мейкеры. Покупатель и продавец находят друг друга не на официальной площадке биржи, а с помощью сети коммуникаций, которая объединяет всех участников внебиржевых фондовых рынков.

Биржевой и внебиржевой рынки не препятствуют работе друг друга. Отличие внебиржевого рынка от биржевого в том, что внебиржевой не имеет определенной локализации. Здесь продаются акции как известных и крупных предприятий, так и небольших новых, которые не пускают даже на региональные биржи. Еще одно отличие внебиржевой торговли – продавать акции можно в любом количестве.

На внебиржевом рынке нет строгих правил, торговать можно из любого уголка планеты, главное, чтобы была связь и деньги. Но это не значит, что он менее профессионален.

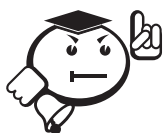
Биржевой и внебиржевой рынки отличаются и самым главным – способами торговли и заключения сделок.

Внебиржевой рынок делится на организованный и неорганизованный.

Организованные внебиржевые рынки ценных бумаг – системы аукционного типа с гласными торгами, составлением заявок и телекоммуникационным торговым оборудованием.

На таких рынках действуют определенные правила, участниками рынка выступают лицензированные профессиональные посредники.

На организованном внебиржевом рынке чаще всего торгуют ценными бумагами дилеры, а на некоторых – и брокеры, что приближает их к фондовым биржам. Размер лота на многих внебиржевых площадках не устанавливается. На части крупных внебиржевых площадок имеются правила допуска ценных бумаг к торгам, то есть квазилистинг или сам листинг. Обычно требования к ценным бумагам, допускаемым к торгам, менее жесткие, чем на фондовых биржах, но далеко не всегда. Нередко правила допуска ценных бумаг к торгам предусматривают, чтобы не менее определенного количества дилеров маркет-мейкеров («делателей» рынка, т. е. крупных дилеров, которые оказывают существенное влияние на цену) торговали данными ценными бумагами.



Самой крупной внебиржевой площадкой торговли ценными бумагами является американская NASDAQ (National Association of

Dealers Automated Security), созданная в 1971 г. На NASDAQ торгуются ценные бумаги, которые не котируются на фондовых биржах. Но уже давно сама NASDAQ превратилась в площадку, которую можно сравнить по ее влиянию на экономику с крупнейшей биржей. Например, именно на NASDAQ котируются акции Microsoft. Аналогичные NASDAQ внебиржевые площадки созданы также в Канаде (COATC), Европе (EASDAQ) и Сингапуре (SESDAQ).

.....

Кроме крупных площадок торговли ценными бумагами организованный внебиржевой рынок ценных бумаг представлен вторыми, третьими и т. д. параллельными рынками, созданными под эгидой фондовых бирж (или непосредственно на фондовых биржах) и регулируемые ими.

Третьим видом организованного внебиржевого рынка являются публикации дилерами маркет-мейкерами объявлений о купле-продаже ценных бумаг в специальных изданиях. Кроме того, многие коммерческие банки организуют торговлю ценными бумагами и расчеты по сделкам.

Неорганизованный внебиржевой рынок ценных бумаг также называют уличным. Уличный рынок функционирует следующим образом: когда клиент желает купить или продать какие-либо ценные бумаги, он обращается к брокеру. Брокер доступными ему способами ищет брокера, клиент которого желает совершить обратную сделку. Сделка состоится, если он найдет инвестора, желающего совершить обратную сделку, и если объемы и цена ценной бумаги совпадут.

Неорганизованный рынок ценных бумаг представлен только брокерами, дилеры на нем не торгуют. Данный рынок практически не регулируется.

Неорганизованный рынок не имеет общих правил для всех участников, торговля стихийная, информация о сделках нигде не фиксируется, продажи проводятся на свой риск.

4.4 Фондовые индексы и рейтинги

На большинстве бирж ценные бумаги классифицируют по их ликвидности, т. е. насколько легко они могут быть проданы или куплены.

«Голубые фишки» – это акции крупных корпораций, которые легко продаются и покупаются, они составляют основу рыночной торговли ценными бумагами на бирже.

Одним из важнейших вопросов, интересующих инвестора, вкладывающего деньги в ценные бумаги, является адекватность инвестиционных затрат полученному от совокупности ценных бумаг результату. Во многом такие оценки определяются общим состоянием рынка ценных бумаг, преобладающими на нем тенденциями за исследуемый период. В этой связи для решения ряда задач, связанных с инвестированием в ценные бумаги, необходимо принимать во внимание характеристики всего рынка. Однако наличие большого количества ценных бумаг, каждая из которых имеет свои индивидуальные особенности, требует применения специальных методов расчета интегральных показателей. С целью охарактеризовать, количественно оценить состояние фондового рынка информационно-аналитическими агентствами и фондовыми биржами рассчитываются различные фондовые индексы и фондовые индикаторы.

Индекс – условный цифровой статистический показатель, выражающий (обычно в процентах) последовательное изменение каких-либо явлений.

В статистике индекс – это относительная величина, количественно характеризующая динамику совокупности, состоящей из непосредственно несоизмеримых величин.

При формировании индексов ценных бумаг необходимо учитывать три фактора: каким образом была сделана выборка, способ взвешивания величин в выборке и метод математической обработки результатов.

Фондовый индекс – средняя величина курсов акций на конкретную дату по репрезентативной группе предприятий (акции которых наиболее торгуемые на рынке) по отношению к их базовой величине, рассчитанной на более раннюю дату. Текущее значение индекса характеризует направление движения рынка.

Приведем несколько основных фондовых индексов.

Промышленный индекс Dow Jones – среднеарифметическое значение цен на акции ведущих компаний, акции которых котируются на бирже (изначально 11 железнодорожных компаний); в настоящее время рассчитывается по 30 крупнейшим корпорациям США.

Nikkei – фондовый индекс Японии. Рассчитывается методом простой средней арифметической на базе курсовой стоимости 225 акций, котирующихся на Токийской фондовой бирже.

Индекс NASDAQ (Внебиржевой рынок США) – система автоматической котировки национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам, рассчиты-

вается по курсам 4 000 обыкновенных акций, котирующихся в этой системе. Определяется методом средней арифметической взвешенной.

DAX-30 определяется методом средней арифметической взвешенной по стоимости 30 крупнейших корпораций Германии.

S&P 500 и 100 (Standard & Poor's) определяется методом средней арифметической взвешенной. Рассчитывается в 2 вариантах – для 500 или 100 американских компаний. В основном в расчет включаются акции, которые котируются на Нью-Йоркской фондовой бирже, а также акции, котирующиеся на Американской фондовой бирже и находящиеся во внебиржевом обороте системы NASDAQ.

FT (Financial Times) предназначен для показа движения цен акций на Лондонской фондовой бирже (Великобритания). Рассчитывается методом равновзвешенной геометрической средней. «Футси-100» – индекс 100 ведущих британских компаний, зарегистрированных на Лондонской фондовой бирже.

Индекс РТС является официальным индикатором ПАО «Московская биржа». Индекс рассчитывается в двух значениях – валютном и рублевом. Рублевые значения являются вспомогательными и рассчитываются на основе валютных значений. Индекс (валютное значение) 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. Индекс РТС – официальный индикатор Биржи, впервые был рассчитан 1 сентября 1995 г. и на сегодняшний день является основным показателем развития российского фондового рынка. Индекс рассчитывается каждые полчаса в течение всей торговой сессии на основании данных о сделках, заключенных в РТС с наиболее ликвидными акциями.

Фондовый индикатор исчисляется как средняя величина курсов акций представленной группы компаний в данный момент. С целью последующего анализа сравниваются показатель текущего дня и прошлого периода, и затем делают выводы о ситуации на фондовом рынке в целом: наметился ли подъем или спад деловой активности.

Анализируя индексы и индикаторы, инвесторы могут судить о тенденциях на фондовом рынке:

- рост индикаторов и индексов говорит о росте курса акций – «рынок быков»;

- снижение индикаторов говорит о снижении курса акций – «рынок медведей».

Рейтинги в свою очередь определяют инвестиционную привлекательность фондового инструмента.

Например, рейтинг облигаций определяет вероятность возврата суммы займа и процентов заемщику. Подобная информация – результат всестороннего анализа эмитента, ценной бумаги, ситуации на рынке; публикуется независимыми организациями, наиболее известными агентствами, такими как Standard & Poor's и Moody's, Fitch и др. В 2002 г. российские облигации получили рейтинг ВВВ – как весьма рискованные вложения для иностранных инвесторов.

На сегодняшний день приняты следующие международные рейтинги облигаций (табл. 4.2).

Таблица 4.2 – Примеры международных систем рейтинга облигаций

Standard & Poor's	Moody's	Пояснение
AAA	Aaa	Наилучшее качество, наименьший риск
AA	Aa	Высокое качество, небольшой долгосрочный риск
A	A	Среднее качество, чувствителен к экономическим условиям
ВВВ	Vaa	Среднее качество, ненадежность в долгосрочной перспективе
ВВ	Va	Недостаточная защита, существует спекулятивный элемент
В	V	Эмитент платежеспособен сегодня, но не в будущем
ССС	Саа	Низкое качество, опасность банкротства очевидна
СС	Са	Чисто спекулятивные «бросовые» облигации
С	C	Минимальное качество, низкие перспективы относительно выплат



Контрольные вопросы по главе 4

1. В чем суть первичного рынка ценных бумаг?
2. Чем отличается биржевой рынок ценных бумаг от внебиржевого?
3. Какие фондовые индексы вы знаете?

4. Зачем производится государственная регистрация выпусков ценных бумаг?
5. Какой выпуск ценных бумаг (первичный или последующие) более выгоден эмитенту? Почему? А инвесторам?
6. Каковы преимущества и недостатки публичного размещения ценных бумаг?
7. Назовите преимущества и недостатки андеррайтинга по сравнению с таким способом частного размещения, как продажа ценных бумаг корпорацией одному инвестиционному институту или их группе, не предполагающая их скорой перепродажи.
8. Какие преимущества эмитентам дает прохождение листинга? А инвесторам?

5 Анализ рисков инвестирования в ценные бумаги

5.1 Виды рисков на рынке ценных бумаг

Инвестирование на рынке ценных бумаг не может не сопровождаться риском, под которым обычно понимают некую неопределенность финансовых результатов в будущем.

Всякое инвестирование в финансовые активы подразумевает существование некоторого неблагоприятного события, в результате которого:

- будущий доход может быть ниже ожидаемого;
- доход может быть не получен;
- можно потерять часть вложенного капитала – капитальной стоимости ценной бумаги;
- может быть потерян весь капитал – все вложения в ценную бумагу.

Каждому виду инвестиции присущ собственный уровень риска. Его оценка и сопоставление с уровнем вероятного дохода позволяют видеть, что для различных видов инвестиций с одинаковым уровнем риска величина дохода различная. И в то же время одинаковый уровень дохода возможен при совершенно различных уровнях риска.

Риск – сложная экономическая категория, и в экономике в целом, и на рынке ценных бумаг постоянно возникают новые риски. В связи с этим универсальная классификация рисков отсутствует, но существуют общие подходы к их изучению и классификации. Важно выявить масштаб проявления риска и степень его влияния на инвестиционный процесс, т. е. относится ли он к финансовому рынку в целом или только к его отдельному сектору – рынку ценных бумаг, связан ли он с государственным регулированием экономики, обусловлен ли он изменением политической ситуации и т. д.



***Риск в общем понимании** – это вероятность возникновения потерь, убытков, недопоступлений планируемых доходов или незапланированной прибыли.*

По уровню финансовых потерь риск может быть:

- допустимым – существует угроза полной потери прибыли от реализации планируемого проекта;

- критическим – возможны недополучение как прибыли, так и выручки, а также покрытие убытков за счет средств предпринимателя;
- катастрофическим – возможны потеря капитала, имущества и банкротство предпринимателя.

Конечно, риска можно избежать, т. е. просто уклониться от мероприятия, связанного с риском. Однако избежание риска зачастую означает отказ от возможной прибыли.

Риском можно управлять, т. е. использовать различные меры, позволяющие в определенной степени прогнозировать наступление рискованного события и принимать меры к снижению степени риска. Эффективность организации управления риском во многом определяется классификацией риска.

Под классификацией рисков следует понимать их распределение на отдельные группы по определенным признакам для достижения определенных целей. В настоящее время отсутствует единая классификация видов рисков ввиду многообразия сфер деятельности, специфики проявления групп рисков. Как правило, для каждого вида экономической деятельности принято предлагать свою классификацию рисков с учетом тех, которые свойственны всем видам деятельности без исключения.

В общем виде риски делят на систематические и несистематические. *Систематические риски* распространяются на всех инвесторов независимо от объектов их инвестиций (смена стадии рыночного цикла, изменение законодательства, политическая нестабильность и другие).

К основным видам систематических рисков относятся:

Инфляционный риск. Покупая ценные бумаги, инвестор-банк испытывает воздействие инфляции, в результате доходы, получаемые инвесторами от ценных бумаг, обесцениваются с точки зрения реальной покупательной способности и инвестор несет потери.

Дефляционный риск – это риск того, что при росте дефляции происходит падение уровня цен, ухудшение экономических условий предпринимательства и снижение доходов.

Валютные риски представляют собой опасность валютных потерь, связанных с изменением курса одной иностранной валюты по отношению к другой при проведении внешнеэкономических, кредитных и других валютных операций.

Риски ликвидности – это риски, связанные с возможностью потерь при реализации ценных бумаг или других товаров из-за изменения оценки их качества и потребительской стоимости.

Риск законодательных изменений. В обществе всегда существует возможность радикального изменения курса, особенно при избрании нового президента, парламента, думы, правительства. А следовательно, появляется возможность отказа правительства выполнять ранее принятые обязательства по определенным ценным бумагам или задержка в исполнении этих обязательств.

Конъюнктурный риск – риск, связанный с неблагоприятными изменениями общей экономической ситуации или положением на отдельных рынках. Конъюнктурный риск может возникать, в частности, вследствие смены стадий экономического цикла развития страны или конъюнктурных циклов развития инвестиционного рынка.

Процентный риск – риск потерь, которые могут понести инвесторы в связи с изменением процентных ставок на рынке ценных бумаг.

К процентным рискам относятся также риски потерь, которые могут понести инвесторы в связи с изменением дивидендов по акциям, процентных ставок на рынке по облигациям, сертификатам и другим ценным бумагам.

Рост рыночной ставки процента ведет к понижению курсовой стоимости ценных бумаг, особенно облигаций с фиксированным процентом. При повышении процента может начаться также массовый сброс ценных бумаг, эмитированных под более низкие фиксированные проценты и, по условиям выпуска, досрочно принимаемых обратно эмитентом. Процентный риск несет инвестор, вложивший средства в среднесрочные и долгосрочные ценные бумаги с фиксированным процентом при текущем повышении среднерыночного процента в сравнении с фиксированным уровнем. Иными словами, инвестор мог бы получить прирост доходов за счет повышения процента, но не может высвободить свои средства, вложенные на указанных выше условиях.

Процентный риск несет эмитент, выпускающий в обращение среднесрочные и долгосрочные ценные бумаги с фиксированным процентом при текущем понижении среднерыночного процента в сравнении с фиксированным уровнем. Иначе говоря, эмитент мог бы привлекать средства с рынка под более низкий процент, но он уже связан сделанным им выпуском ценных бумаг.

Этот вид риска при быстром росте процентных ставок в условиях инфляции имеет значение и для краткосрочных бумаг.

Риск военных конфликтов представляет собой военные действия, проводимые на той или иной территории и приводящие к нарушению функционирования организованных рынков, в том числе фондовых бирж.

Несистематические риски связаны с конкретной отраслью, предприятием или инвестором и могут быть уменьшены путем распределения капитала между различными инвестиционными активами, поэтому они называются диверсифицируемыми. Здесь можно выделить следующие риски:

Кредитный риск – риск того, что выпустивший ценные бумаги окажется не в состоянии выплачивать проценты по ним или основную сумму долга.

Конвертируемый риск появляется при переводе облигаций или привилегированных акций в простые акции.

Страновой риск – риск вложения в ценные бумаги стран с неустойчивым фондовым положением.

Региональный риск возникает не только в связи с различным экономическим положением районов, уровнем развития фондового рынка, технологией торговли ценными бумагами, взаимосвязью с центральными фондовыми рынками, но и с особенностями налогового климата, действий местной администрации и т. д.

Селективный риск – риск неправильного выбора ценных бумаг для инвестирования в сравнении с другими видами ценных бумаг при формировании портфеля.

Временной риск – риск выпуска, покупки или продажи ценной бумаги в неблагоприятное время.

Технический риск связан с сервисным обслуживанием операций с ценными бумагами, например, риск поставки – невыполнение обязательств по поставке ценной бумаги; или риск платежа – действующая система расчетов позволяет не платить в течение определенного периода времени за приобретение ценных бумаг.

Операционный риск – в основном связан с непрофессионализмом персонала компании.

Денежный риск зависит от колебаний процентных ставок и имеет два источника: снижение доходности ценных бумаг и обесценение капитала, вложенного в данную бумагу.

Риск банкротства связан с рейтингом выпускаемых компанией ценных бумаг.

В зависимости от основной причины возникновения (базисный или природный признак), риски делятся на следующие категории: природно-естественные, экологические, политические, транспортные и коммерческие.

Коммерческие риски представляют собой опасность потерь в процессе финансово-хозяйственной деятельности. Они означают неопределенность результата отданной коммерческой сделки.

По структурному признаку коммерческие риски делятся на имущественные, производственные, торговые, финансовые.

Имущественные риски – это риски, связанные с вероятностью потерь имущества гражданина-предпринимателя по причине кражи, диверсии, халатности, перенапряжения технической и технологической систем и т. п.

Производственные риски – это риски, связанные с убытком от остановки производства вследствие воздействия различных факторов и, прежде всего, с гибелью или повреждением основных и оборотных фондов (оборудование, сырье, транспорт и т. п.), а также риски, связанные с внедрением в производство новой техники и технологии.

Торговые риски представляют собой риски, связанные с убытком по причине задержки платежей, отказа от платежа в период транспортировки товара, непоставки товара.

Финансовый риск возникает в процессе отношений предприятий с финансовыми институтами (банками, финансовыми, инвестиционными, страховыми компаниями, биржами и др.). Причины финансового риска – инфляционные факторы, рост учетных ставок банка, снижение стоимости ценных бумаг и др.

Одной из важнейших групп риска, которой подвержены инвесторы на рынке ценных бумаг, являются инвестиционные риски. Они включают в себя следующие подвиды рисков:

- *риск упущенной выгоды* – это риск наступления косвенного (побочного) финансового ущерба (неполученная прибыль) в результате неосуществления какого-либо мероприятия (например, страхование, хеджирование, инвестирование и т. п.);
- *риск снижения доходности* может возникнуть в результате уменьшения размера процентов и дивидендов по портфельным инвестициям, по вкладам и кредитам.

Портфельные инвестиции связаны с формированием инвестиционного портфеля и представляют собой приобретение ценных бумаг и других активов.

Термин «портфельный» происходит от итальянского *Porte foglio* в значении совокупности ценных бумаг, которые имеются у инвестора.

Финансовый риск представляет собой функцию времени. Как правило, степень риска для данного финансового актива или варианта вложения капитала увеличивается во времени. Например, убытки импортера сегодня зависят от времени от момента заключения контракта до срока платежа по сделке, так как курсы иностранной валюты по отношению к российскому рублю продолжают расти.

5.2 Взаимосвязь свойств риска, ликвидности и доходности

Основными критериями инвестиционных качеств объектов инвестирования являются доходность, риск и ликвидность.

Доходность финансовых инструментов определяется прибылью, т. е. ростом курсовой стоимости по сравнению с вложенными средствами.

Риск при вложениях в финансовые инструменты означает возможность недополучения дохода или утраты вложенных средств, доходность и риск находятся в прямой взаимосвязи.

Ликвидность финансовых инструментов выступает как их способность быстро и без потерь превращаться в деньги.

Для правильного выбора активов на рынке ценных бумаг необходимо оценивать данные свойства в совокупности.

В таблице 5.1 приведена сравнительная характеристика некоторых ценных бумаг по показателям риска и доходности.

Таблица 5.1 – Сравнительная характеристика инвестиционных качеств некоторых видов ценных бумаг

Вид ценной бумаги	Преимущества	Недостатки
Простые акции	Возможность получения высоких дивидендов в период эффективной деятельности. Высокая ликвидность. Возможность влияния на рост доходности и снижение рисков путем участия в управлении и разработке политики фирмы	Негарантированный и прогнозный характер дохода. Высокий уровень риска, связанный с возможностью невыплаты дивидендов, утраты капитала при банкротстве или ликвидации фирмы. Последняя очередность возврата капитала при ликвидации фирмы. Невозможность для мелких акционеров воздействовать на политику фирмы

Вид ценной бумаги	Преимущества	Недостатки
Привилегированные акции	Стабильный уровень дохода в виде получения дивидендов заранее обусловленной величины независимо от результатов хозяйственной деятельности. Возможность ликвидности путем преимущественного права обратного выкупа акций. Низкий уровень риска вследствие преимущественного права на получение дивидендов и раздел имущества при ликвидации общества	В период эффективной деятельности дивиденды могут быть ниже, чем по простым акциям. Более низкая ликвидность на фондовом рынке. Возможность обратного выкупа вне желания акционера. Ограниченные возможности воздействия на управление фирмой
Обеспеченные корпоративные облигации	Стабильный уровень дохода. Высокая ликвидность. Низкий уровень риска вследствие надежной гарантии возврата долга и первоочередного права на возврат вложенных средств при ликвидации фирмы	Более низкий уровень дохода, чем по другим видам облигаций. Отсутствие права участия в управлении фирмой
Необеспеченные корпоративные облигации	Стабильный уровень дохода. Более высокий процент по сравнению с обеспеченными облигациями	Высокий уровень риска вследствие отсутствия надежного обеспечения и права предъявления имущественных претензий к фирме при невыплате долга. Отсутствие права участия в управлении фирмой
Конвертируемые облигации	Стабильный уровень дохода. Низкий уровень риска вследствие обусловленного права обмена на акции и другие ценные бумаги, первоочередного права на возврат вложенных средств при ликвидации фирмы	Более низкий доход, чем по другим видам облигаций. Отсутствие права участия в управлении фирмой

Взаимосвязь риска и доходности одна из самых важных на финансовых рынках, она заключается в том, что доходность прямо пропорциональна риску, т. е. чем выше доход, тем выше риск, и наоборот.

Наиболее общими закономерностями, отражающими взаимную связь между принимаемым риском и ожидаемой доходностью деятельности инвестора, являются следующие:

- более рискованным вложениям, как правило, присуща более высокая доходность;
- при росте дохода уменьшается вероятность его получения, в то время как определенный минимально гарантированный доход может быть получен практически без риска.

При оценке риска необходимо учитывать несколько особенностей. Первое, это безрисковая ставка или прибыль, которая описывает ту доходность, которую в конкретной экономике можно получить без риска. Безрисковая ставка является самой маленькой из всех возможных предсказуемых норм доходности. Но именно из-за того, что она предсказуема, она и низка. Обычно безрисковую ставку приравнивают к ставке по государственным облигациям, поскольку вероятность дефолта правительства очень мала, можно рассчитывать на возврат инвестиций.

Но так как инвестиционная деятельность предполагает получение большей прибыли, чем инфляционные процессы, а доходы по безрисковым инструментам не превышают инфляцию, а часто намного ниже нее, применяются методы оценки доходности различных инструментов, чтобы определить рискоспособность вложений и потенциальную прибыль.

Для того чтобы понимать, хороша ли выбранная ценная бумага относительно ее риска или нет, необходимо правильно посчитать среднюю доходность. Средняя доходность вычисляется через геометрическое среднее. Зная текущий риск и прибыль, можно оценить, насколько эффективна инвестиционная деятельность.

Ликвидность инструмента выступает неким гарантом его доходности. Как правило, чем более ликвиден инструмент, тем больший доход он предполагает.

В общем смысле, эффективность любых форм инвестиций рассчитывается на основе сопоставления эффекта (дохода) и затрат на его получение. При вложениях, например, в ценные бумаги в качестве затрат выступает сумма инвестированных в ценные бумаги средств, а в качестве дохода – разность между текущей стоимостью ценной бумаги и суммой вложенных в ее приобретение средств. Поскольку доход по ценной бумаге может быть получен лишь в будущем, для сопоставимости он должен быть приведен к настоящему времени путем дисконтирования.

Основная формула для расчета эффективности финансовых инвестиций проста:

$$E_f = (C - I_o) / I_o, \quad (5.1)$$

где E_f – эффективность инвестирования в финансовый инструмент; C – текущая (дисконтированная) стоимость финансового инструмента; I_o – сумма инвестируемых средств.

Текущая стоимость финансового инструмента, как правило, определяется двумя основными факторами: величиной денежного потока от инвестирования в данный финансовый инструмент и уровнем процентной ставки, используемой при дисконтировании.

Расчет приведенного чистого дохода по финансовым инвестициям в ценные бумаги, к примеру, имеет определенные отличия от определения дохода от реальных инвестиций. При оценке сравнительной эффективности вложений в ценные бумаги приведенный чистый доход исчисляется как разность между приведенной стоимостью отдельных фондовых инструментов и стоимостью их приобретения. При этом сумма ожидаемых денежных доходов от инвестиций в ценные бумаги не включает амортизационных отчислений, как по вложениям в реальные активы. Существенную специфику имеет и формирование денежных потоков по различным видам фондовых инструментов.

По облигациям и другим аналогичным долговым инструментам ожидаемый доход складывается из потоков процентных сумм по этим активам и стоимости самого актива на момент погашения. Возможны следующие варианты формирования денежных потоков: без выплаты процентов по фондовому инструменту, с периодической выплатой процентов, с выплатой всей процентной суммы при погашении.

5.3 Методы управления рисками и способы их снижения



Финансовая устойчивость – это такое состояние финансовых ресурсов хозяйствующего субъекта, их перераспределения и использования, когда обеспечиваются его развитие на основе собственной прибыли и рост капитала при сохранении его платежеспособности и кредитоспособности в условиях допустимого уровня финансового риска.

Целью управления любым риском является снижение потерь, с ним связанных, до минимума, которые чаще всего оцениваются в денежном выражении.

Общеизвестны четыре метода управления риском:

- 1) *уклонение* заключается в отказе от совершения рискованного мероприятия. Но для финансового предпринимательства уклонение от риска означает отказ от прибыли;

- 2) *снижение и контроль* как метод управления рисками означает определенный набор превентивных и последующих действий, которые обусловлены необходимостью предотвратить негативные последствия, уберечься от случайностей, контролировать их размер, если потери уже имеют место или неизбежны;
- 3) *передача (хеджирование)* выражается в том, что инвестор готов отказаться от части доходов, лишь бы избежать риска, т. е. он готов заплатить за снижение риска до нуля. Этот способ может быть реализован в двух направлениях:
- перераспределение потерь среди группы финансовых активов;
 - обращение за помощью к страховой фирме.

Для хеджирования характерны целевое назначение создаваемого денежного фонда, расходование его ресурсов лишь на покрытие потерь в заранее оговоренных случаях; вероятностный характер отношений; возвратность средств.

Крупные фирмы обычно прибегают к самострахованию, т. е. процессу, при котором организация, часто подвергающаяся однотипному риску, заранее откладывает средства, из которых в результате покрывает убытки. Тем самым можно избежать дорогостоящей сделки со страховой фирмой;

- 4) *принятие* риска заключается в признании ущерба и отказе от его страхования. К этому способу прибегают, когда сумма предполагаемого ущерба незначительна, и ей можно пренебречь.

При выборе конкретного средства управления риском инвестор должен исходить из следующих принципов:

- нельзя рисковать больше, чем это может позволить собственный капитал;
- нельзя рисковать многим ради малого;
- следует планировать последствия риска.

Применение на практике этих принципов означает, что всегда необходимо рассчитать максимально возможный убыток по данному виду риска, потом сопоставить его с объемом капитала хозяйствующего субъекта, подвергаемого данному риску, и затем сопоставить весь возможный убыток с общим объемом собственных финансовых ресурсов. И только сделав последний шаг, можно определить, не приведет ли данный риск к банкротству предприятия.

Применительно к портфелям из различных ценных бумаг принято использовать такой метод снижения инвестиционного риска, как *диверсификация*. Диверсификация представляет собой процесс распределения капитала между различными объектами вложения, которые непосредственно не связаны между собой.

Диверсификация позволяет избежать части риска при распределении капитала между разнообразными видами деятельности. Например, приобретение инвестором акций пяти разных акционерных обществ вместо акций одного общества увеличивает вероятность получения им среднего дохода в пять раз и соответственно в пять раз снижает степень риска.

Диверсификация является наиболее обоснованным и относительно менее издержкочувствительным способом снижения степени финансового риска. Однако она не может свести инвестиционный риск до нуля. Это связано с тем, что на предпринимательство и инвестиционную деятельность хозяйствующего субъекта оказывают влияние внешние факторы, которые не связаны с выбором конкретных объектов вложения капитала, и, следовательно, на них не влияет диверсификация.

С этой целью У. Шарпом была разработана «портфельная теория», частью которой является модель увязки систематического риска и доходности ценных бумаг – *модель оценки капитальных активов* (Capital Asset Pricing Model – CAPM).

Модель CAPM основывается на гипотезе эффективного рынка капитала, которая имеет ряд условий по способу распространения информации и действий инвесторов на эффективном рынке капитала:

- информация свободно распространяется и доступна всем инвесторам, рынок имеет совершенную конкуренцию. Другими словами, отсутствуют инсайдеры, которые обладают большим преимуществом в принятии решений и получении доходности выше среднерыночной;
- любое изменение информации о компании сразу приводит к изменению стоимости ее активов (акций). Это исключает возможность использования любой активной стратегии инвестирования для получения сверхприбыли. Данная предпосылка исключает возможность арбитражных сделок, когда инвестор заранее имеет полезную информацию, тогда как цена на активы компании еще не изменилась;

- инвесторы на эффективном рынке имеют долгосрочный горизонт вложения. Это исключает возникновение резких изменений цен на активы (акции) и кризисов;
- активы имеют высокую ликвидность и абсолютно делимы.

Формула оценки будущей доходности актива (акции) по модели САРМ имеет следующий аналитический вид:

$$r_i = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f), \quad (5.2)$$

где r_i – ожидаемая доходность актива (акций); r_f – доходность по безрисковому активу; r_m – среднерыночная доходность; β – коэффициент бета (мера рыночного риска), который отражает чувствительность изменения стоимости активов в зависимости от доходности рынка. Данный коэффициент иногда называют коэффициентом Шарпа.

Модель представляет собой уравнение линейной регрессии и показывает линейную взаимосвязь между доходностью (r) и рыночным риском (β).

$$\beta = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}, \quad (5.3)$$

где σ_{im} – стандартное отклонение изменения доходности акции от изменения доходности рынка; σ_m^2 – дисперсия рыночной доходности.

5.4 Способы оценки рисков инвестирования в ценные бумаги

Всё множество методов расчёта риска можно сгруппировать в несколько подходов:

- 1) риск оценивается как сумма произведений возможных ущербов, взвешенных с учетом их вероятности;
- 2) риск оценивается как сумма рисков от принятия решения и рисков внешней среды (независимых от наших решений);
- 3) риск определяется как произведение вероятности наступления отрицательного события на степень отрицательных последствий.

Оценка уровня риска является одним из важнейших этапов риск-менеджмента, так как для управления риском его необходимо прежде всего проанализировать и оценить. В экономической литературе существует множество определений этого понятия, однако в общем случае под оценкой риска понимается систематический процесс выявления факторов и видов риска и их ко-

личественная оценка, то есть методология анализа рисков сочетает взаимодополняющие *количественный* и *качественный* подходы.

Задачей качественного анализа риска является выявление источников и причин риска, этапов и работ, при выполнении которых возникает риск, то есть:

- определение потенциальных зон риска;
- выявление рисков, сопутствующих деятельности предприятия;
- прогнозирование практических выгод и возможных негативных последствий проявления выявленных рисков.

Основная цель данного этапа оценки – выявить основные виды рисков, влияющих на финансово-хозяйственную деятельность. Преимущество такого подхода заключается в том, что уже на начальном этапе анализа руководитель предприятия может наглядно оценить степень рискованности по количественному составу рисков и уже на этом этапе отказаться от претворения в жизнь определенного решения.

Итоговые результаты качественного анализа риска, в свою очередь, служат исходной информацией для проведения количественного анализа.

На этапе количественного анализа риска вычисляются числовые значения величин отдельных рисков и риска объекта в целом. Также выявляется возможный ущерб и дается стоимостная оценка от проявления риска и, наконец, завершающей стадией количественной оценки является выработка системы антирисковых мероприятий и расчет их стоимостного эквивалента.

Количественный анализ можно формализовать, для чего используется инструментарий теории вероятностей, математической статистики, теории исследования операций. Наиболее распространенными методами количественного анализа риска являются статистические, аналитические, метод экспертных оценок, метод аналогов.

Статистические методы. Суть статистических методов оценки риска заключается в определении вероятности возникновения потерь на основе статистических данных предшествующего периода и установлении области (зоны) риска, коэффициента риска и т. д. Достоинствами статистических методов является возможность анализировать и оценивать различные варианты развития событий и учитывать разные факторы рисков в рамках одного подхода. Основным недостатком этих методов считается необходимость использования в них вероятностных характеристик. Возможно применение следующих статистических методов: оценка вероятности исполнения, анализ вероятного распределе-

ния потока платежей, деревья решений, имитационное моделирование рисков, а также технология Risk Metrics.

Метод оценки вероятности исполнения позволяет дать упрощенную статистическую оценку вероятности исполнения какого-либо решения путем расчета доли выполненных и невыполненных решений в общей сумме принятых решений.

Метод анализа вероятностных распределений потоков платежей позволяет при известном распределении вероятностей для каждого элемента потока платежей оценить возможные отклонения стоимостей потоков платежей от ожидаемых. Поток с наименьшей вариацией считается менее рисковым. Деревья решений обычно используются для анализа рисков событий, имеющих обозримое или разумное число вариантов развития. Они особо полезны в ситуациях, когда решения, принимаемые в момент времени $t = n$, сильно зависят от решений, принятых ранее, и в свою очередь определяют сценарии дальнейшего развития событий.

Имитационное моделирование является одним из мощнейших методов анализа экономической системы; в общем случае под ним понимается процесс проведения на ЭВМ экспериментов с математическими моделями сложных систем реального мира. Имитационное моделирование используется в тех случаях, когда проведение реальных экспериментов, например с экономическими системами, неразумно, требует значительных затрат и/или неосуществимо на практике. Кроме того, часто практически невыполним или требует значительных затрат сбор необходимой информации для принятия решений, в подобных случаях отсутствующие фактические данные заменяются величинами, полученными в процессе имитационного эксперимента (т. е. генерированными компьютером).

Технология Risk Metrics разработана компанией J.P. Morgan для оценки риска рынка ценных бумаг. Методика подразумевает определение степени влияния риска на событие через вычисление «меры риска», то есть максимально возможного потенциального изменения цены портфеля, состоящего из различного набора финансовых инструментов, с заданной вероятностью и за заданный промежуток времени.

Аналитические методы. Позволяют определить вероятность возникновения потерь на основе математических моделей и используются в основном для анализа риска инвестиционных проектов. Возможно использование таких ме-

тодов, как анализ чувствительности, метод корректировки нормы дисконта с учетом риска, метод эквивалентов, метод сценариев.

Анализ чувствительности сводится к исследованию зависимости некоторого результирующего показателя от вариации значений показателей, участвующих в его определении. Другими словами, этот метод позволяет получить ответы на вопросы вида: что будет с результирующей величиной, если изменится значение некоторой исходной величины.

Метод корректировки нормы дисконта с учетом риска является наиболее простым и вследствие этого наиболее применяемым на практике. Основная его идея заключается в корректировке некоторой базовой нормы дисконта, которая считается безрисковой или минимально приемлемой. Корректировка осуществляется путем прибавления величины требуемой премии за риск.

С помощью метода достоверных эквивалентов осуществляется корректировка ожидаемых значений потока платежей путем введения специальных понижающих коэффициентов с целью приведения ожидаемых поступлений к величинам платежей, получение которых практически не вызывает сомнений и значения которых могут быть достоверно определены.

Метод сценариев позволяет совместить исследование чувствительности результирующего показателя с анализом вероятностных оценок его отклонений. С помощью этого метода можно получить достаточно наглядную картину для различных вариантов событий. Он представляет собой развитие методики анализа чувствительности, так как включает одновременное изменение нескольких факторов.

Метод экспертных оценок представляет собой комплекс логических и математико-статистических методов и процедур по обработке результатов опроса группы экспертов, причем результаты опроса являются единственным источником информации. В этом случае возникает возможность использования интуиции, жизненного и профессионального опыта участников опроса. Метод используется в том случае, если недостаток или полное отсутствие информации не позволяет использовать другие возможности. Метод базируется на проведении опроса нескольких независимых экспертов, например, с целью оценки уровня риска или определения влияния различных факторов на уровень риска. Затем полученная информация анализируется и используется для достижения поставленной цели. Основным ограничением в его использовании является сложность в подборе необходимой группы экспертов.

Метод аналогов используется в том случае, когда применение иных методов по каким-либо причинам неприемлемо. Метод использует базу данных аналогичных объектов для выявления общих зависимостей и переноса их на исследуемый объект.



Контрольные вопросы по главе 5

1. Объясните, что такое риск, и дайте классификацию рисков.
2. Какими показателями измеряется риск ценных бумаг?
3. Почему при принятии решений нельзя ориентироваться только на показатели доходности?
4. Что такое систематический риск?
5. Почему отдельные виды ценных бумаг имеют премию за риск?
6. Назовите различные виды финансовых рисков.
7. В чем взаимосвязь риска, доходности и ликвидности ценных бумаг?
8. Изложите основные положения концепции «доходность – риск».
9. Назовите основные способы снижения риска.

6 Основы анализа рынка ценных бумаг

6.1 Фундаментальный анализ рынка ценных бумаг



Фундаментальный анализ – это анализ движения курсов ценных бумаг на макроэкономическом уровне, а также анализ инвестиционных характеристик той или иной ценной бумаги путем изучения финансового и экономического положения эмитента, его отрасли, а также влияния макроэкономических факторов на отдельного эмитента, отрасль и рынок ценных бумаг в целом.

Фундаментальный анализ способствует определению рыночной тенденции, то есть преобладающего направления динамики той или иной ценной бумаги и рынка ценных бумаг в целом [17].

Фундаментальный анализ, который часто называют факторным, может проводиться на основе оценки экономической тенденции, а также с помощью изучения количественных показателей развития конкретного предприятия. На основе этих показателей инвестор принимает решение о вложении средств в его ценные бумаги. Фундаментальный анализ изучает основные факторы, влияющие на прибыль и дивиденды компании. Причем анализ начинается не с самой компании, а со среды, в которой она действует [17].

Выделим основные направления фундаментального анализа:

1. *Общэкономический, или макроэкономический, анализ* – прогнозирование рыночных показателей с помощью статистических и эконометрических методов. Проводится анализ показателей, характеризующих развитие экономики в целом: потребление и накопление, движение денежной массы, уровень инфляции, финансовое состояние государства, сопоставляются фондовые индексы с показателями экономической активности (ВВП, объем промышленного производства). Так как основной источник капитала – это ВВП, то чем он выше, тем на больший объем инвестиции может рассчитывать фондовый рынок. Увеличение занятости, рост заработной платы, снижение налогов также способствуют притоку капитала на фондовый рынок. Однако высокий уровень инфляции может привести к тому, что все сбережения будут использованы на потребление.

2. *Индустриальный анализ* позволяет классифицировать отрасли по уровню деловой активности и по стадиям развития, по доходности и риску вложений в активы фондового рынка, их поведению друг относительно друга, ликвидности и реакции на изменения рынка.
3. *Финансовый анализ конкретного предприятия* – оценка финансовых показателей эмитента и сопоставление с рыночными показателями. Основные показатели – ликвидность, финансовая устойчивость, доходность, деловая активность; поток наличности, размер дивиденда на акцию, фактический дивидендный доход, отношение курса акции к прибыли и др. Предприятия анализируются с целью найти те, цены акций которых будут расти.

Таким образом, алгоритм выполнения фундаментального анализа имеет следующий вид:

- получение информации, выраженной в количественных показателях;
- обработка ее по определенным правилам;
- прогноз значения базисного показателя.

Основываясь на фундаментальном анализе, аналитики делают вывод о целесообразности покупки активов, которые, по их мнению, недооценены рынком относительно сравнительных показателей предприятий реального сектора или в среднем по рынку. Инвестировать денежные средства надо в те компании, которые в настоящий момент недооценены рынком, т. к. в будущем рыночная цена этих акций будет расти.

Недооцененные акции – акции корпораций, рыночная цена которых значительно ниже их реальной стоимости, определенной как балансовая стоимость акций, т. е. отношение чистых активов предприятия к количеству выпущенных акций.

Фундаменталисты изучают причины, движущие рынок, и на основе их анализа принимают решение. Обычно такие вложения носят долгосрочный характер.

Основные недостатки фундаментального подхода:

- не учитываются закономерности изменения курса ценных бумаг на бирже, возможность воздействия чисто спекулятивных операций;
- низкая цена акции по сравнению с активами корпорации может быть следствием депрессивного состояния рынка ценных бумаг, вызванного структурным кризисом биржи, подрывом доверия инвесторов к

биржевому механизму или движением экономического цикла к кризису.

6.2 Показатели оценки предприятий

Рассмотрим набор ключевых показателей оценки инвестиционной привлекательности предприятий и их ценных бумаг с позиции фундаментального анализа.

1. Отношение цены к балансовой стоимости и балансовая стоимость акций

Стоимость чистых активов – балансовая стоимость активов организации, отраженная в финансовом балансе, которая представляет собой стоимость организации (актив баланса (без убытков) за вычетом обязательств и целевого финансирования). При поглощении это стоимость организации, при ликвидации это собственность акционеров. Высокая стоимость чистых активов (не менее 50% от валюты баланса, зависит от отрасли) подкрепляет рыночную цену акции.

Рыночная капитализация – рыночная стоимость акций компании, обращающихся на рынке (Q), является индикатором способности получать прибыль. С течением времени рыночная капитализация успешно функционирующей компании становится выше стоимости ее чистых активов:

$$\text{Цена акции к балансовой стоимости} = \frac{\text{Рыночная капитализация} (P_{\text{рын}} \cdot Q)}{\text{Балансовая стоимость акций}}. \quad (6.1)$$

$$\text{Балансовая стоимость одной акции} = \frac{\text{Чистые активы}}{\text{Число выпущенных акций}}. \quad (6.2)$$

Акции большинства компаний продаются по цене выше балансовой стоимости.

2. Дивидендный доход (d/E)

Дивидендный доход служит измерителем доходности инвестиций и определяется как отношение текущего дивиденда к рыночной стоимости акции.

В расчет принимаются только дивиденды по обыкновенным акциям, и сумма дивиденда определяется до налогообложения по налогу на дивиденды (начисленный дивиденд, брутто-дивиденд).

$$R_{\text{тек}} = d / P_{\text{тек}} \cdot 100\%, \quad (6.3)$$

где $R_{\text{тек}}$ – дивидендный доход; d – размер годового дивиденда, руб.; $P_{\text{тек}}$ – текущая рыночная стоимость акции, руб.

Этот показатель позволяет сравнивать инвесторам доходность по секторам рынка, сопоставлять доход на капитал, вложенный в другие финансовые инструменты, с процентными ставками. В целом дивидендные доходы ниже, чем текущие доходы по облигациям. Недостатком данного показателя является то, что он основан на исторических данных и не отражает реальные результаты работы компании в текущий момент.

Развивающиеся организации направляют основную часть прибыли на развитие и выплачивают небольшие дивиденды, что может приводить к росту курсовой стоимости их акций.

Акции компаний, занимающих лидирующее положение на рынке и в отрасли, работающие продолжительное время, выплачивающих, как правило, высокие дивиденды, называют высокодоходными. В случае снижения размера дивиденда рынок может отреагировать негативно, что повлечет за собой снижение цен этих акций.

3. Прибыль на акцию (EPS)

Обычно это значение выше размера дивиденда на акцию, поскольку часть прибыли инвестируется в производство и идет на увеличение резервов компании.

EPS рассчитывается как отношение прибыли после уплаты налогов и процентов (чистая прибыль) к числу выпущенных акций. Этот показатель организации публикуют в своих финансовых отчетах.

4. Отношение цены акции к доходу (P/E)

С помощью данного показателя можно оценивать предприятия в одной отрасли экономики. Чем он выше, тем больше ожидаемая прибыль.

P/E рассчитывается как отношение рыночной цены акции к прибыли на одну акцию.

Можно интерпретировать этот показатель как число лет, необходимых для того, чтобы заработать рыночную цену акции. Рассчитывается он как отношение последней котировки акции к EPS.

Высокое значение P/E по сравнению с другими компаниями данного сектора говорит о том, что организация является лидером отрасли или что цена ее акций завышена.

5. Покрытие дивиденда

Этот коэффициент показывает, сколько раз за один период организация может выплатить дивиденды без использования прибыли прошлых лет или во

сколько раз должна сократиться прибыль, чтобы поставить под угрозу выплату дивидендов.

Покрытие дивиденда рассчитывается как соотношение прибыли на одну акцию к размеру дивиденда на акцию.

6. Коэффициент выплат

Коэффициент выплат – величина, обратная покрытию дивидендов. Коэффициент обычно устанавливается решением совета директоров. Он является эффективным инструментом отслеживания политики организации и прогнозирования будущих дивидендов, если известна прогнозируемая прибыль.

Коэффициент выплат рассчитывается как отношение размера дивиденда на акцию к размеру прибыли на одну акцию.

7. Суммарный годовой доход на вложенный капитал

Суммарный годовой доход на вложенный капитал рассчитывается путем суммирования цены продажи акции, дивидендов, реинвестированного дохода, за вычетом цены приобретения акции, дилинговых издержек и налогов.

Реинвестировать капитал можно путем приобретения инструментов денежного рынка или путем приобретения акций.

$$PV_{\text{общ}} = \frac{C_1}{(1+r)} + \dots + \frac{(C_n + P)}{(1+r)^n}. \quad (6.4)$$

Суммарный денежный доход для долгосрочных финансовых инструментов определяется на основе дисконтирования денежных потоков по периодам с учетом первоначальных затрат на приобретение. Для инструментов с фиксированным доходом, например для облигаций, дисконтированный денежный поток определяется по формуле:

$$PV_{\text{общ}} = \frac{C_1}{(1+r)} + \dots + \frac{(C_n + P)}{(1+r)^n}, \quad (6.5)$$

где P – номинал ценной бумаги, C – купонная ставка, %, r – ставка дохода, n – число лет.

6.3 Ключевые экономические показатели, влияющие на рынок ценных бумаг

Для человека, инвестирующего собственные средства, очень важно знать не только характеристики той или иной компании/акции, но и основные экономические показатели. Макроэкономические данные систематически публику-

ются во всемирных новостных потоках и оказывают влияние на динамику инвестиционного портфеля. Рассмотрим основные из них.

Валовой внутренний продукт (далее ВВП) показывает экономическое состояние страны и включает в себя общую рыночную стоимость произведенных за 1 календарный год товаров и услуг на территории данной страны. Данный показатель состоит из следующих слагаемых: потребительские расходы, инвестиции, государственные расходы и чистый экспорт (экспорт минус импорт).



.....

Изменение индикатора ВВП может оказывать сильное воздействие на состояние фондового и валютного рынков, а также на параметры инвестиционного портфеля. Если этот показатель растет, то, скорее всего, можно прогнозировать, что и рынок ценных бумаг будет показывать рост, и наоборот.

.....

Если же происходит сокращение экономического роста в течение нескольких месяцев или кварталов, то, возможно, условия существования многих видов бизнеса станут более трудными. В этот период покупатели тратят меньше, следовательно, компании делают то же самое. Компании не желают производить и накапливать у себя продукцию, которая не находит сбыта, и сокращают производство.

Уровень безработицы – показатель, который отражает количество людей, обратившихся в государственные структуры за пособием по безработице. Если уровень безработицы в стране растет, это негативно сказывается на финансовых рынках и на стоимости активов.



.....

Приемлемый уровень безработицы должен находиться в интервале от 2 до 7%. Уровень выше десяти процентов считается высоким.

.....

Этот показатель несколько противоречив, поскольку не всегда ясно, кого же можно отнести к «рабочей силе». Если кто-то перестал искать работу, его уже нельзя рассматривать как часть рабочей силы. Поэтому многие люди, находящиеся без работы в течение долгого времени, не учитываются этим показателем.

Когда показатели безработицы низки, это сильно влияет на бизнес, который вынужден повышать зарплаты (одна из основных расходных статей). Низкая безработица указывает на то, что на рынке труда предложение ниже, чем спрос, и стимулирует работников требовать повышения заработной платы, потому что их нежелательно увольнять.

Когда уровень безработицы высок, предприятия могут снижать заработную плату, потому что для работников высок риск того, что они не смогут найти новую работу быстро.

Индекс потребительских цен. Потребительские цены могут служить «медвежьим фактором» для мировых фондовых рынков. Данный индекс показывает фактическое изменение цен на потребительские товары и услуги страны (потребительская корзина). Для инвесторов периоды, охарактеризованные высокой инфляцией, указывают на снижение доходов компаний и, следовательно, провоцируют снижение цен акций.

Инфляция – это общее повышение цен на товары и услуги, когда спрос превышает предложение. Небольшой процент инфляции – это естественное последствие экономического роста.

Однако инфляция свидетельствует о снижении покупательной способности национальной валюты, поскольку цены растут намного быстрее, чем зарплаты. Высокая инфляция считается плохим явлением, поскольку она подрывает национальную валюту и может вызвать спад в экономике.

Основными индикаторами инфляции являются *индекс потребительских цен (ИПЦ)* и *индексы цен производителей (ИЦП)*, ИПЦ показывает изменение цен на потребительские товары и услуги, а ИЦП – изменение цен на материалы, используемые компаниями.

Процентные ставки банков разных стран. Процентная ставка – это цена денег в стране. Ее также называют учетной ставкой центрального банка – она показывает стоимость кредитов, получаемых коммерческими банками от центрального. Низкие процентные ставки делают деньги в стране более доступными (в форме кредита) для юридических и физических лиц. Низкие ставки генерируют спрос, поскольку стимулируют людей занимать и покупать.



Повышение же ставок свидетельствует о спаде в экономике или о кризисном финансовом состоянии.

Розничные продажи в стране показывают уровень потребительских расходов и определяют способность населения страны к потреблению товаров и услуг. Рассматривается как один из показателей темпов развития экономики страны.

Устойчивый уровень розничных продаж, в том числе продаж новых автомобилей, отражает жизнестойкость экономики и говорит о высоких доходах населения.

Когда растут розничные продажи, очень важно быть подготовленным к увеличению спроса. Многие фирмы начинают расширять производство, увеличивая торговые площади и закупая оборудование, набирая новый производственный или торговый персонал. Могут быть созданы условия для повышения цен, поскольку растущий спрос, скорее всего, удержит их на высоком уровне.

Снижение розничных продаж говорит об ослаблении экономики. Когда падает потребительский спрос, производства сворачивают, чтобы не изготавливать товары впустую. Предприятия, значительно расширившие оборотные мощности в период подъема, могут начать сокращать персонал, отказываться от аренды помещений и оборудования.

Строительство и продажа жилья. Тенденции рынка жилья важны не только из-за данных о покупке домов, квартир или кондоминиумов. Они представляют цепочку больших покупок. В доме или квартире нужна мебель, ковры, обои, различные устройства, электронное оборудование и часто услуги маляров, штукатурщиков и проектировщиков.

Строительство и продажа жилья являются индикатором прочности экономики. Увеличение объемов жилищного строительства и продаж оздоравливает экономику, а снижение ослабляет ее. Люди строят и покупают дома, когда ожидают, что экономика будет и впредь оставаться устойчивой и сильной, чтобы обеспечить им рабочие места и достаточный доход для оплаты кредитов.

В общем, чем больше в стране, регионе или городе активность строительства, тем лучше для экономики.

6.4 Основы технического анализа рынка ценных бумаг

6.4.1 Графические методы технического анализа



Технический анализ – это анализ будущего движения курсов ценных бумаг с помощью применения математических методов и моделей.

Технический анализ рынка ценных бумаг основан на следующих предпосылках:

- история повторяется (то есть на будущее значение курса ценных бумаг влияют закономерности прошлого их движения);
- цена уже учитывает все факторы, которые оказывают влияние на рынок;
- движение курсов ценных бумаг подчинено тенденциям.

Технический анализ включает в себя определенные способы графического представления информации, графические методы анализа рынка ценных бумаг, а также пропорции Фибоначчи и открытые Р. Эллиоттом закономерности построения волн. Технический анализ используется для прогнозирования движения цены не только самих ценных бумаг, но и фьючерсных контрактов на них.

Виды графиков курсов ценных бумаг

На рынке ценных бумаг (так же как и на товарных и валютных рынках) используются следующие способы графического представления информации. Первый способ – это тиковый график, который отражает каждое изменение цен и не привязан к фиксированной оси времени. Тиковый график представлен на рисунке 6.1. Данный способ представления цены не удобен для анализа и определения тенденций [18].

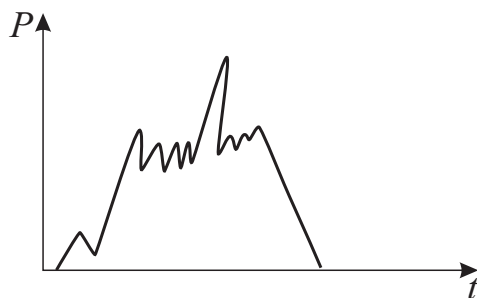


Рис. 6.1 – Тиковый график

Второй способ представления динамики цен – линейный график, который показывает изменение курса ценной бумаги с течением времени. В техническом анализе используются стандартные интервалы: 1 мин., 5 мин., 15 мин., 30 мин., 1 час, 1 день, 1 неделя, 1 месяц, которые выбираются в интерфейсе программы технического анализа, используемой инвестором. Чаще всего линейный график строится по цене закрытия. Линейный график за несколько дней выглядит как простая линейная кривая.

Третий способ представления – бары (рис. 6.2), которые отражают цену открытия, закрытия, максимальную и минимальную цену выбранного инвестором временного интервала. Первоначально графики баров строились только дневные и недельные, сейчас же строят даже пятиминутные и часовые.

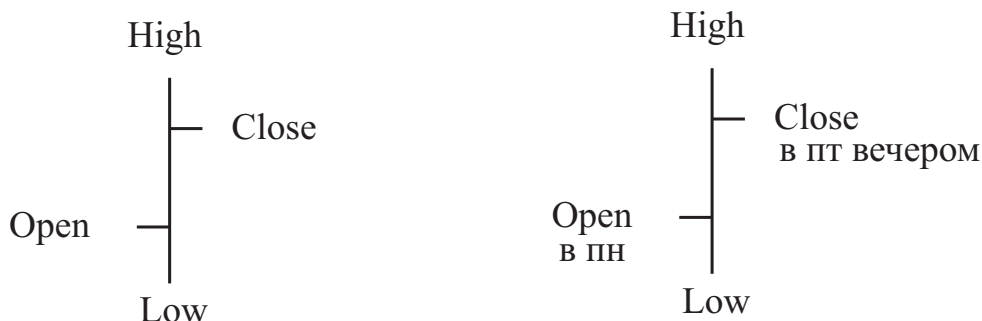


Рис. 6.2 – Бары

Четвертый способ – японские свечи, которые также показывают цену открытия, закрытия торгов, максимальную и минимальную цену интервала на выбранном временном промежутке. Они были придуманы японскими торговцами рисом в XVIII в. Однако у них совершенно иная форма (рис. 6.3). Прямоугольник называется телом свечи, верхняя и нижняя линии которого показывают цену открытия и закрытия периода. Линии, выходящие из оснований тела свечи, показывают максимальное и минимальное значение цены за период и называются тенями свечи. Если японская свеча светлая, то это означает, что цена закрытия выше цены открытия, то есть рынок движется вверх. Такая свеча называется «бычьей». Черная свеча означает, что цена закрытия ниже цены открытия, то есть тренд понижательный. Черная свеча называется «медвежьей».

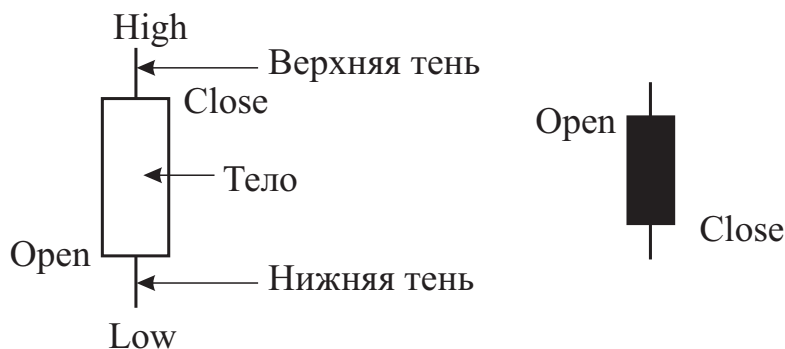


Рис. 6.3 – Японские свечи

Наиболее информативными и показательными считаются графики баров и японских свеч.

График «крестики-нолики» строится следующим образом. Любое движение цены вверх на определенную величину обозначается крестиком. Движение цены вниз обозначается ноликом. Соответственно график выглядит как некоторое количество столбиков разной высоты крестиков и некоторое количество столбиков ноликов. Этот вид графика используется для выделения уровней, вокруг которых курсы ценных бумаг колеблются в течение более или менее продолжительного времени – уровней консолидации [18].

При использовании графиков нужно помнить важнейшее правило – рост объемов торгов должен подтверждать движение цены.

Базовым понятием технического анализа рынка ценных бумаг является тенденция – основное направление движения курса ценной бумаги в определенный промежуток времени. Графическим эквивалентом тенденции является тренд.

Тренд может быть восходящим («бычьим»), когда минимальные цены колебаний рынка растут (рис. 6.4); нисходящим («медвежьим»), когда снижаются максимальные цены колебаний (рис. 6.5), и боковым. Боковой тренд (рис. 6.6) также называется коридором и свидетельствует об отсутствии явно выраженной тенденции к повышению или понижению курса той или иной ценной бумаги. Изменение курса ценной бумаги на противоположный в пределах тенденции называется коррекцией. Противоположная линии тренда линия называется линией канала. При восходящем тренде нужно покупать у линии тренда и продавать у линии канала. При нисходящем тренде нужно покупать у линии тренда и продавать при пересечении линии тренда (рис. 6.7). В коридоре (т. е. при наличии бокового тренда) инвестору лучше или не инвестировать в ценные бумаги вообще, или купить у уровня поддержки и продать у уровня сопротивления. После прорыва коридора обычно следует сильное изменение цены. Считается, что цены падают быстрее, чем растут. Рост курсовой стоимости более изменчив, меньше по времени и по разбросу цен. На «медвежьем» рынке объемы торгов обычно малы.

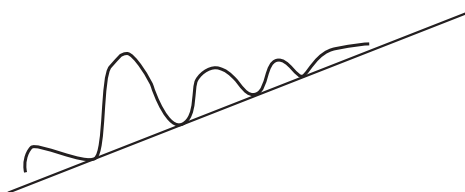


Рис. 6.4 – Восходящий тренд

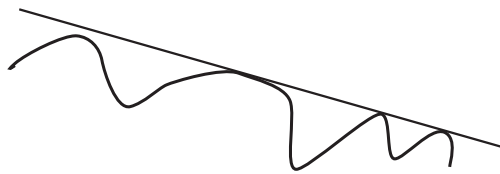


Рис. 6.5 – Нисходящий тренд

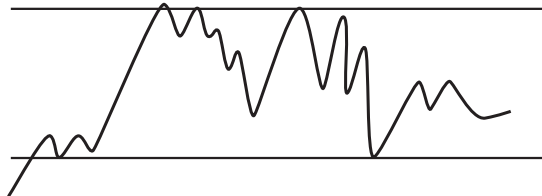


Рис. 6.6 – Боковой тренд

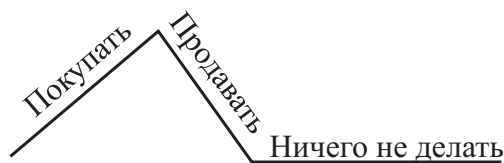


Рис. 6.7 – Рекомендации при работе с трендами

У каждого тренда есть сила, которая определяется временем действия тренда, объемом торгов и количеством касаний графика курса ценной бумаги линии тренда. Чем больше сила тренда, тем больше тренду можно доверять. Угол наклона (крутизна) тренда показывает, сколько можно получить прибыли на данном рынке [18].

Важную роль в техническом анализе играют также уровни (линии) поддержки и сопротивления. Линия поддержки (рис. 6.8) – это линия, проведенная как минимум через две впадины в движении курса какой-либо ценной бумаги. У линии поддержки следует покупать ценные бумаги (на рисунке это обозначено стрелками, направленными вверх).

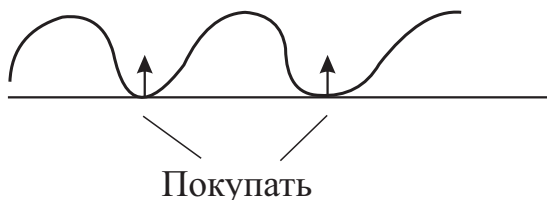


Рис. 6.8 – Линия поддержки

Линия сопротивления (рис. 6.9) – это линия, проведенная минимум через две вершины в движении курса ценной бумаги. У уровней сопротивления следует продавать ценные бумаги, что на рисунке обозначено стрелками, направ-

ленными вниз. Такое обозначение связано с тем, что продавцы считают, что в будущем курс понизится, поэтому продают, пока он высок.

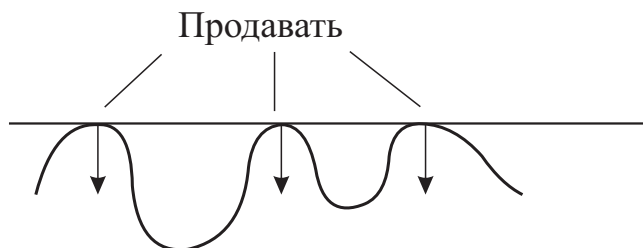


Рис. 6.9 – Линия сопротивления

Уровни поддержки и сопротивления могут периодически превращаться друг в друга (рис. 6.10).

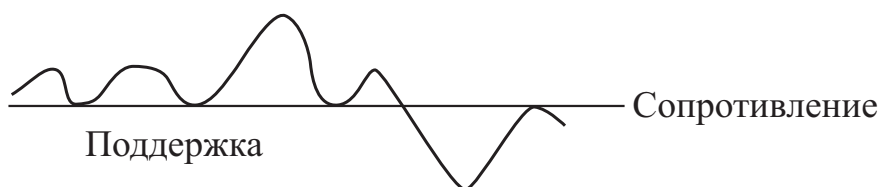


Рис. 6.10 – Пример использования уровней поддержки и сопротивления

Лучше всего проводить линии поддержки и сопротивления не через все впадины или вершины, а только через экстремумы, то есть через зоны скопления цен (зоны консолидации). Более значимыми являются линии консолидации, проведенные через самые крупные вершины и впадины. Пробой уровней поддержки и сопротивления является сигналом о возможной последующей смене тренда.

Имеются определенные закономерности, касающиеся линий поддержки и сопротивления:

- уровни поддержки и сопротивления на больших временных интервалах более важны;
- чем с большей амплитудой курс ценной бумаги бьется об один из уровней, тем более существенное препятствие для изменения тренда этот уровень представляет;
- чем больше активность участников в районе уровня поддержки или сопротивления, тем сильнее этот уровень;
- курс ценной бумаги изменится тем сильнее, чем более объемный уровень пробит (объем уровня определяется длительностью его удержания и размахом цен);

- если цена закрытия превысила уровень сопротивления, то это сигнал готовящегося прорыва;
- если график курса ценной бумаги не достигает линий поддержки и сопротивления, то такой тренд считается ослабленным и последующий прорыв линии тренда означает изменение тенденции;
- после прорыва линии поддержки или сопротивления курс ценной бумаги (отражаемый на оси ординат) проходит обычно расстояние, равное расстоянию от линии поддержки до уровня сопротивления.

6.4.2 Теория Чарльза Доу

Чарльз Доу является одним из создателей первого в истории индекса биржевого рынка ценных бумаг – индекса Доу – Джонса, а также теории и методов технического анализа финансовых рынков. Рассмотрим основные положения его теории.

Ч. Доу считал, что рыночные индексы отражают все факторы, которые влияют на спрос и предложение ценных бумаг. Этот постулат является аксиомой технического анализа и звучит так: «цена отражает все факторы, которые действуют на рынок».

Ч. Доу выделил три вида тенденций: первичные (полные) – долгосрочные, действующие в течение года и более и изменяющие курс ценной бумаги не менее чем на 20%; вторичные, которые действуют в противоположном направлении, прерывая первичный тренд (сейчас вторичный тренд чаще называют коррекцией); третичные – краткосрочные, которым особого значения не придается [19].

Любой тренд, как полагал Ч. Доу, имеет три движения, или фазы: на первой фазе движения действуют наиболее дальновидные инвесторы, на втором – большинство трейдеров, на третьем – консервативное и не склонное к риску большинство инвесторов, выжидающих однозначной ситуации.

Теория Ч. Доу основывается на трех принципах:

1. Различные индексы должны подтверждать друг друга. Только если минимум два индекса развернулись в своем движении, можно считать, что тренд развернулся.
2. Объемы торговли должны подтверждать тенденцию (на растущем рынке объем торгов также должен расти, а на падающем – падать). Этот принцип также используется современным техническим анализом.

3. Тренд должен приниматься до того времени, пока не подаст сигнала о развороте. Данный принцип в техническом анализе не используется и даже критикуется, поскольку следование ему приводит к опозданию инвесторов при входе на рынок и выходе из него.

6.4.3 Фигуры технического анализа

Фигуры технического анализа – это графический образ, который позволяет прогнозировать развитие ситуации на рынке с большой степенью достоверности. Фигуры технического анализа обладают следующими свойствами [19]:

- появление фигур нередко происходит после пробоя линий поддержки или сопротивления;
- чем дольше формировалась фигура, тем более отдаленными по времени будут ее последствия;
- полностью сформированная фигура – сильный сигнал.

Фигуры технического анализа делятся на разворотные (т. е. свидетельствующие о грядущем или уже начавшемся изменении тренда) и фигуры продолжения тренда. Разворотные фигуры обладают следующими свойствами:

- первый сигнал разворота – прорыв линии тренда (однако должны быть и другие подтверждающие сигналы);
- в коридоре на разворотные фигуры не стоит обращать внимания;
- величина предыдущего движения курса ценной бумаги по тренду примерно равна величине движения курса после разворота;
- при формировании переломной фигуры (и особенно, когда она формировалась) объем сделок по данной ценной бумаге должен расти, что особенно характерно для перехода к «бычьему» тренду.

Фигуры технического анализа считаются сложными для прогнозирования цен, поскольку они в значительной степени субъективны, и когда они сформированы, значительная часть движения курса по тренду уже пройдена.

Рассмотрим основные виды разворотных фигур технического анализа.

1. «Голова – плечи» (рис. 6.11) и перевернутая фигура «голова – плечи». Линия поддержки в данной фигуре – это линия «шеи». Доверять можно только фигуре, у которой на «бычьем» тренде линия шеи имеет неотрицательный наклон (и неположительный на «медвежьем» тренде). Считается, что величина пробоя уровня будет равна расстоянию от вершины фигуры до линии шеи. Для реализации «бычьего» тренда необходим растущий объем торгов.

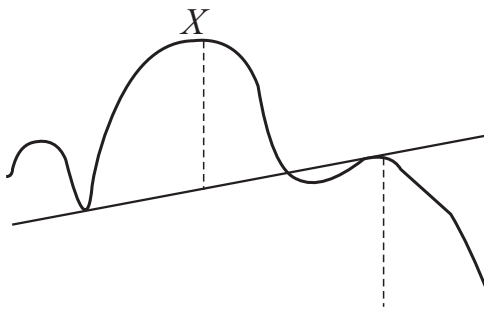


Рис. 6.11 – «Голова – плечи»

2. *Двойная вершина* (рис. 6.12) и двойное дно. Двойной вершиной является только фигура, у которой оба пика находятся на одинаковом уровне. Формирование «двойной вершины» заканчивается после пробоя линии, горизонтально проведенной через впадину. Пробой вниз часто примерно равен расстоянию от точки, обозначенной X , до точки Y (и наоборот для двойного дна).

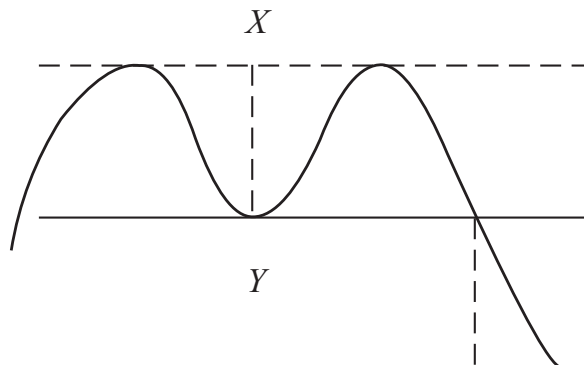


Рис. 6.12 – Двойная вершина

3. *Тройная вершина* (рис. 6.13) и тройное дно. Высота вершин (и соответственно глубина впадин) должна быть одинаковой. Тройная вершина считается более сильным сигналом к смене тренда, чем двойная вершина.

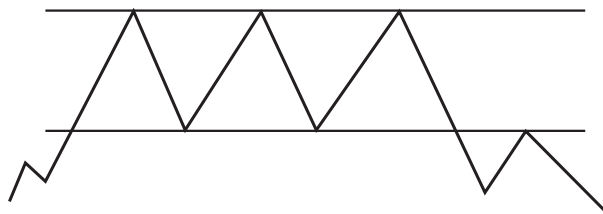


Рис. 6.13 – Тройная вершина

4. *Расширяющийся треугольник* (рис. 6.14). Стороны треугольника могут иметь как одинаковый, так и разный наклон.

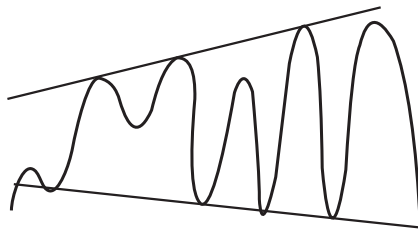


Рис. 6.14 – Расширяющийся треугольник

5. *Клин* (рис. 6.15). Наклон в данном случае должен быть одинаковым. Считается, что на нисходящем тренде клин формируется быстрее.

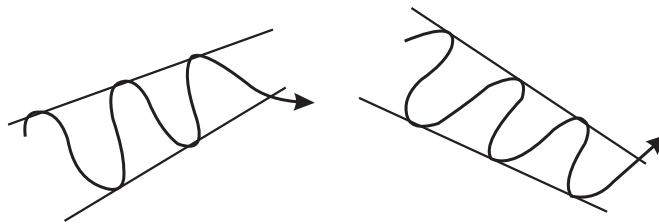


Рис. 6.15 – Клин

6. *Восходящий треугольник* в основании рынка и нисходящий – на вершине.

Треугольники во многих учебниках по техническому анализу рассматриваются как разворотные фигуры, однако в действительности они могут быть как разворотными фигурами, так и фигурами продолжения тренда. Это зависит от того, в какую сторону произойдет пробой. Для треугольников действуют следующие правила: если цена входит в треугольник сверху, то вероятнее дальнейшее движение вниз, и наоборот; куда направлен острый угол треугольника, в ту сторону и будет двигаться цена.

Фигуры продолжения тренда:

1. *Симметричный треугольник* (рис. 6.16) может формироваться как на восходящем, так и на нисходящем тренде. Обычно формируется из пяти или более волн. Стороны треугольника симметричны, поэтому можно говорить о примерном равновесии «медвежьих» и «бычьих» настроений, поэтому можно ожидать пробития в любом направлении. Однако при этом нужно принимать во внимание следующую закономерность: на восходящем тренде симметричный треугольник, скорее всего, будет пробит вверх, и наоборот. Пробой будет примерно равен высоте треугольника. О пробое можно говорить только когда цена закрытия оказалась за пределами одной из линий консолидации.

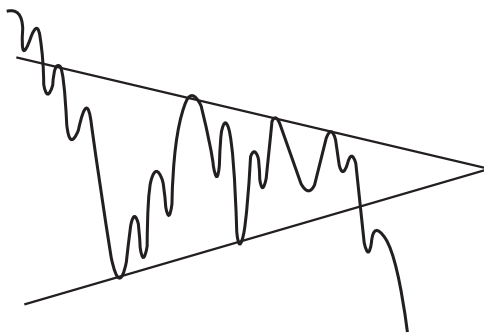


Рис. 6.16 – Симметричный треугольник

2. *Восходящий* (рис. 6.17) и *нисходящий* (рис. 6.18) *треугольники*. У *восходящего* треугольника горизонтальная линия сопротивления и *восходящая* линия поддержки. У *нисходящего* – горизонтальная линия поддержки и *нисходящая* линия сопротивления.

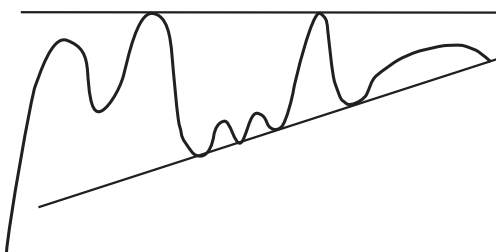


Рис. 6.17 – Восходящий треугольник

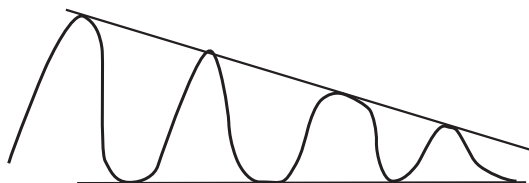


Рис. 6.18 – Нисходящий треугольник

3. *Вымпел* (рис. 6.19) или *сходящийся* *треугольник*, у которого, в отличие от *треугольника*, обе линии консолидации направлены в одну и ту же сторону и не горизонтальны.

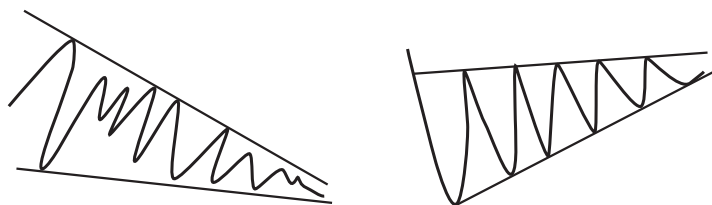


Рис. 6.19 – Вымпел

4. *Флаг* (рис. 6.20). У *флага* линии консолидации параллельны. Он означает паузу в движении тренда, когда линии консолидации горизон-

тальны. Флаг и вымпел являются более надежными фигурами продолжения тренда в случае, если они ориентированы против него (при прорыве против наклона).

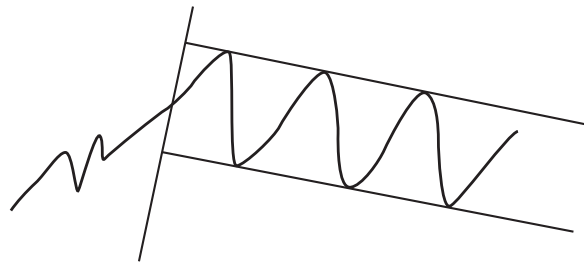


Рис. 6.20 – Флаг

6.4.4 Пропорции Фибоначчи в техническом анализе рынка ценных бумаг

Фибоначчи – это прозвище купца Леонардо из Пизы (1180–1240). Числовая последовательность Фибоначчи выглядит следующим образом: 1, 1, 2, 3, 5, 8, 13... Сумма любых соседних чисел равна следующему числу. Последовательность Фибоначчи была открыта в процессе нахождения формулы... размножения кроликов.

Последовательность Фибоначчи обладает следующими свойствами:

- Любое число последовательности Фибоначчи, деленное на следующее, примерно равно 0,618.
- Любое число последовательности, деленное на предыдущее, составляет 1,618.
- Любое число, деленное на следующее за ним через одно число, примерно равно 0,382.
- Любое число, деленное на предшествующее ему через одно, примерно равно 2,618.
- Любое число, деленное на следующее за ним через два числа, составляет примерно 0,236.
- Любое число, деленное на предшествующее ему через два числа, примерно равно 4,236.

В техническом анализе рынка ценных бумаг пропорции Фибоначчи используются для определения возможной величины хода при продолжении тренда (она может составлять 1,618; 2,618 или 4,236), а также для определения уровня коррекции, т. е. временного отката от тренда с последующим возвращением к нему (эта величина может составлять 0,618; 0,382 и, редко, 0,236). Все

эти величины берутся от высоты графика курса ценной бумаги. Данные пропорции наблюдаются на графиках любой продолжительности.

Типичными являются откаты (коррекции) на 0,618 и 0,382. Если на восходящем тренде произошла коррекция, но график отталкивается от уровня 2/3, то это означает с высокой степенью вероятности сохранение тенденции. Если уровень 2/3 пробивается, то это коррекция. Если пробивается уровень 1/3, то высока вероятность смены тренда.

Пропорции Фибоначчи (как и большинство инструментов технического анализа) сейчас можно строить при помощи программ технического анализа, например, Metastock, Omega в графической форме, называемой фибо-уровнями, либо в виде веера Фибоначчи (в котором используются те же принципы, но форма представления имеет веерообразный вид).

6.4.5 Волновая теория Р. Эллиотта

Ральф Эллиотт – бухгалтер, который из-за серьезной болезни в 1930-х гг. был вынужден оставить работу и занялся анализом закономерностей, которые действуют на рынке ценных бумаг. Через несколько лет исследовательской работы его прогнозы движения курса ценных бумаг (которые были точными) на основании созданной им волновой теории стали публиковаться в одном из самых известных деловых изданий Америки [18].

Основные положения теории Р. Эллиотта формулируются следующим образом. Волна – это направленное движение цены в одну сторону (т. е. тренд без учета коррекции). В волне выделяются волны двух видов. Первый вид – импульсные волны – это волны, которые идут в направлении основного движения рынка. Они обозначаются цифрами от 1 до 5 (рис. 6.21). Второй вид волн – корректирующие – волны, которые идут в противоположном тренду направлении (сейчас они называются коррекциями). Они обозначаются буквами *A*, *B*, *C* (рис. 6.21). Импульсные волны состоят из пяти подволн, а корректирующие – из трех. Волна любого порядка является подволной более могущественной волны.

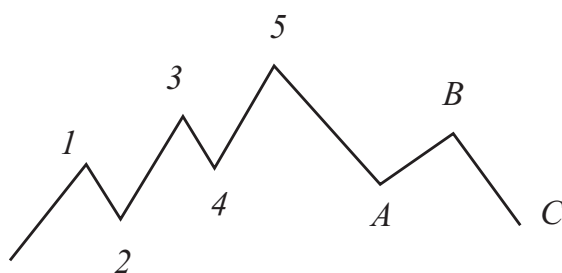


Рис. 6.21 – Схема волн Эллиотта

Пользуясь этими правилами деления волн на подволны, можно узнать, в каком месте волнового движения рынок находится в данный момент. Например, если при общей тенденции к росту наблюдается пятиволновое падение, то, скорее всего, падение продолжится (то есть это падение является не коррекцией, а сменой тренда с «бычьего» на «медвежий»). На «медвежьем» рынке после трех волн роста должно возобновиться падение, если этого не произойдет, значит, имеет место смена тренда.

Рассмотрим свойства волн Р. Эллиотта для «бычьего» рынка:

- вторая волна не может опускаться ниже начала первой;
- третья волна не может быть самой короткой (а обычно она самая длинная);
- четвертая волна не может опускаться ниже максимума первой волны (то есть начала второй);
- в половине случаев первая волна начинается внизу рынка;
- первая волна – самая короткая;
- вторая волна более чем наполовину закрывает первую;
- если у второй волны сложная структура, то у четвертой – сложная (или наоборот);
- пятая волна по своей структуре аналогична первой;
- формирование волны *A* из пяти волн – сигнал к смене тренда;
- волна *C* должна пробивать линию окончания четвертой волны.

Импульсные и корректирующие волны имеют особенности развития. Особенности развития импульсных волн – отклонения от их правильной пятиволновой структуры можно охарактеризовать следующим образом:

- импульсные волны могут растягиваться (рис. 6.22), то есть делить волну на несколько подволн. Более одной волны не растягивается. Чаще всего растягивается волна номер три. Растянутую волну нужно сжать, чтобы получилась характерная пятиволновая структура;

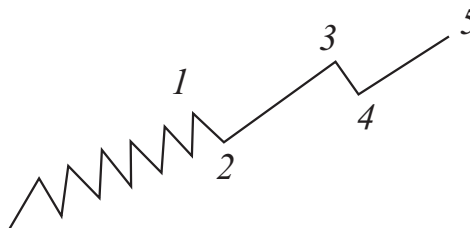


Рис. 6.22 – Импульсные волны

- второе отклонение называется двойной коррекцией (рис. 6.23). Она заключается в том, что после завершения растянутой пятой волны курс ценной бумаги тремя волнами падает до уровня, где начинается растяжение, а затем снова поднимается до уровня завершения пятой волны;



Рис. 6.23 – Двойная коррекция

- на пятой волне нередко возникает клин, что является признаком грядущего разворота рынка;
- клин на волне номер 1 или А свидетельствует о продолжении тренда;
- неудача (рис. 6.24) – вершине пятой волны не удается достичь уровня вершины третьей волны (или дна на «медвежьем» рынке) – является признаком разворота;

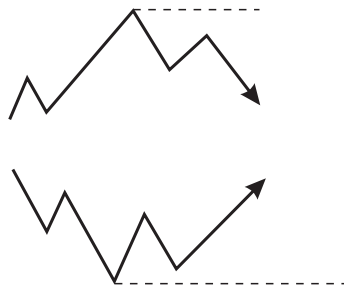


Рис. 6.24 – Неудачное развитие волновой структуры

- волны, имеющие стандартную структуру 5–3, свидетельствуют о продолжении тренда.

Отклонения от нормальной трехволновой структуры корректирующих волн возможны следующих видов:

- зигзаг (рис. 6.25) или двойной зигзаг (рис. 6.26), заключающийся в двойном повторении структуры 5–3–5, перемещает рынок горизонтально или вниз;

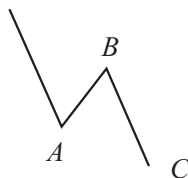


Рис. 6.25 – Зигзаг

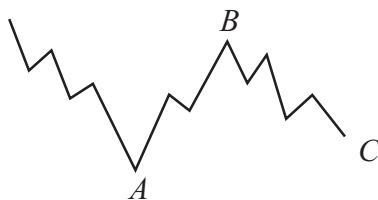


Рис. 6.26 – Двойной зигзаг

- типичные (правильной конфигурации) плоские волны. Плоские волны на «медвежьем рынке» показаны на рисунке 6.27. Уровень окончания волны *B* достигает начала волны *A*, а волна *C* заканчивается на том же уровне, что *A*. То есть колебания происходят на одном уровне. Означает сохранение тренда, часто свидетельствует о нерешительности трейдеров;

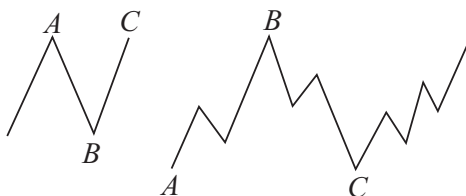


Рис. 6.27 – Плоские волны правильной конфигурации

- кроме правильных, существуют еще неправильные (рис. 6.28) и растянутые (рис. 6.29) плоские волны;

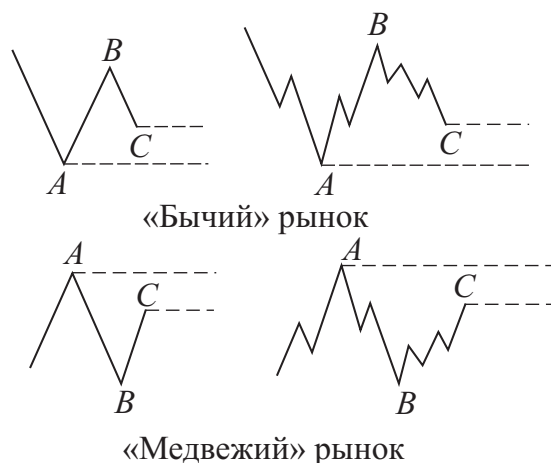


Рис. 6.28 – Волны неправильной конфигурации

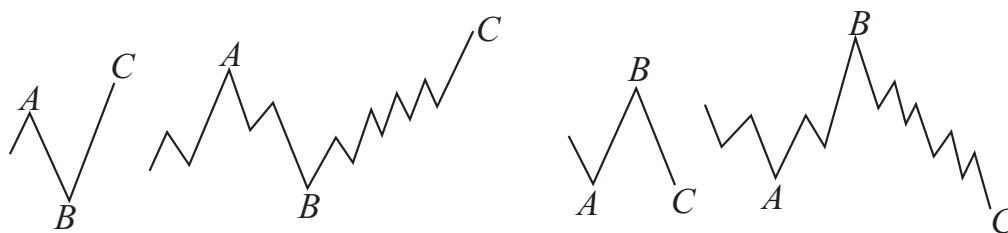


Рис. 6.29 – Растянутые плоские волны

- треугольники обычно появляются на четвертой волне. Их значение идентично трактовке в классическом техническом анализе.

Существуют определенные числовые соотношения волн Р. Эллиотта в соответствии с пропорциями Фибоначчи. Например, отношение третьей волны к первой составляет примерно 1,618. Отношение пятой волны к первой – 0,618 или 1,618 (при растяжении пятой волны). Величина трехволновой коррекции после пятиволнового хода часто составляет 38%.

6.4.6 Ключевые индикаторы технического анализа

Избавиться от субъективности инструментов графических способов технического анализа позволяют количественные способы, в основе которых лежит сравнение рассчитанных по определенным математическим формулам количественных значений с текущей ценой. Такое сравнение позволяет определить состояние рынка и на основании этого принимать решения о выполнении операций по покупке или продаже ценных бумаг.



Технический индикатор (индикатор технического анализа) – функция, построенная на значениях статистических показателей торгов (цены, объем торгов и т. д.), анализ поведения которой призван ответить на вопрос, изменится или сохранится текущая тенденция на рынке.

На основе анализа технических индикаторов трейдеры, сторонники технического анализа, принимают решение об открытии (расширении) или закрытии (сокращении) позиций. В этом случае технические индикаторы обычно применяются в виде графиков, наложенных или совмещённых с графиками цен/объёмов торгуемых инструментов. Кроме того, технические индикаторы в той или иной мере используются механическими торговыми системами при алгоритмической торговле [19].

Техническими индикаторы названы потому, что они используют лишь статистические показатели торгов (рынков) и не принимают во внимание фундаментальные показатели торгуемых инструментов, например такие, как выручка и прибыль компаний, чьи ценные бумаги торгуются на фондовом рынке.

В зависимости от того, какую ситуацию на рынке необходимо оценить, инструменты количественного способа технического анализа делятся на следующие основные группы:

1. Индикаторы тенденций (трендоследующие) – подтверждающие тенденции. График изменения индикатора в основном повторяет движение тенденции, а пересечение им графика цены дает сигнал о возможном изменении ее направления.
2. Осцилляторы – предсказывающие развороты тенденций.
3. Канальные индикаторы.

В таблице 6.1 приведен перечень наиболее популярных технических индикаторов.

Таблица 6.1 – Наиболее популярные технические индикаторы

Группы	Индикаторы
Трендовые индикаторы. Запаздывающая (или инерционная) информация	<ul style="list-style-type: none"> • «Японские свечи», показывающие волатильность, или «разброс цен». • Скользящая средняя (англ. MA) – запаздывающая линия, показывает направление долгосрочного тренда. • Индикатор MACD – поиск точек пересечения «быстрой» и «медленной» средних линий. • Аллигатор – поиск точек расхождения на основе трёх запаздывающих средних
Осцилляторы. Скорость и ускорение рынка (первая и вторая производные от цены)	<ul style="list-style-type: none"> • Моментум – анализ скорости и направления изменения цены (первая производная, «изменение во времени»). • Стохастический осциллятор – анализ ускорения изменения цены (вторая производная или «скорость роста скорости»). • Индекс относительной силы RSI – сравнение скорости роста и скорости падения цены в выбранном промежутке времени
Прочие индикаторы	<ul style="list-style-type: none"> • Линии тренда. • Линии Боллинджера. • Уровни поддержки/сопротивления. • Взвешенный объём. • Направленность цены и объёма. • Индекс накопления/распределения. • Анализ опционных уровней. • Индикатор Ишимоку. • Метод волновой симметрии. • Индикаторы настройки рынка

Индикаторы вырабатывают торговые сигналы. Эти сигналы могут появляться и исчезать в процессе торгов. До тех пор, пока торговый период, на котором строится индикатор (час, день, неделя и т. п.), не закрыт, сигнал (если он выработан) считается неподтвержденным. Такой сигнал может исчезнуть при незначительном движении цены в другую сторону. После закрытия периода выработанный и не исчезнувший сигнал называется подтвержденным.

Самым известным индикатором является «скользящее среднее» значение. Этот индикатор отображает среднее значение цен закрытия в течение определенного количества интервалов времени (дней, часов, недель и т. д.).

Цель применения данного индикатора состоит в том, чтобы определить время начала новой тенденции, а также предупредить о ее завершении или повороте. Скользящие средние предназначены для отслеживания процессов развития тенденций, их можно рассматривать как искривленные линии тренда. Однако скользящее среднее не предназначено для прогнозирования движений на рынке, поскольку оно всегда следует за динамикой рынка, а не опережает ее. Этот показатель всегда следует за движениями цен на рынке и сигнализирует о начале новой тенденции, но только после того как она появилась.

Построение скользящих средних представляет собой специальный метод сглаживания ценовых показателей.

Пример трендового индикатора «Скользящая средняя» представлен на рисунке 6.30.

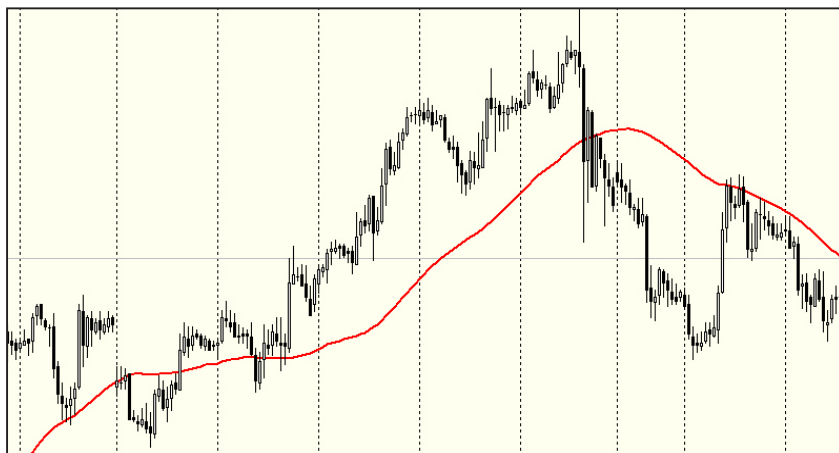


Рис. 6.30 – Индикатор «Скользящая средняя»

В отличие от индикаторов, которые являются инструментами продолжения тенденции, осцилляторы – инструменты определения изменения ее направления. Основное предназначение осцилляторов – отразить такое состояние рынка, при котором дальнейшее повышение или понижение цены вряд ли воз-

можно. Состояние рынка, когда растущая цена достигает предела роста, определяют как состояние перекупленности, а когда падающая цена достигает предела снижения – состояние перепроданности. Именно в определении таких состояний рынка и заключается основное предназначение осцилляторов как инструментов количественного способа технического анализа. Если значение осциллятора находится внутри полосы перекупленности, то это – свидетельство предстоящего изменения восходящей тенденции. Если значение осциллятора лежит в полосе перепроданности, то это – свидетельство предстоящего изменения нисходящей тенденции.

Осцилляторы работают на боковых трендах, чего не скажешь об индикаторах. Наилучшие результаты осцилляторные методы дают в сочетании с другими, особенно трендовыми.

Важным элементом анализа рынка с помощью осцилляторов является сравнение направления графика цены с графиком осциллятора, т. е. выявление расхождений в их направленности, или дивергенций. Расхождения могут быть положительными и отрицательными. Положительное расхождение возникает тогда, когда график осциллятора не подтверждает падения цены, зафиксированного на графике. Отрицательные расхождения проявляются в том, что график осциллятора не подтверждает отмеченного подъема цены.

Все осцилляторы классифицируют на две группы:

1. Осцилляторы, значения которых изменяются вокруг определенной средней линии. Такие осцилляторы достаточно просты в построении, в основе определения их значений лежит сравнение текущей цены закрытия с ценой закрытия несколько дней назад.
2. Осцилляторы, в которых текущая цена сопоставляется с прошлой ценой закрытия, а также с максимальной и минимальной ценами, которые были достигнуты в определенном интервале времени.

Индекс относительной силы (RSI – relative strength index) является одним из наглядных примеров осцилляторов второй группы (рис. 6.31). Индекс дает надежные сигналы перекупленности и перепроданности, а также производит модели долгосрочной дивергенции, которые могут быть использованы для выявления основных пиков и впадин. RSI может применяться в качестве как механизма получения дохода, так и инструмента тонкой настройки рыночных вхождений, получаемых в результате сигналов прочих методов. Значения индекса RSI наносят в пределах вертикальных координат от 0 до 100. Когда показатель выше 70 или ниже 30, индекс регистрирует состояние перекупленности

или перепроданности соответственно. Значения 30 и 70 рекомендуется использовать при боковом тренде, а при ярко выраженных бычьим или медвежьим трендах обычно используют значения 20 и 80.



Рис. 6.31 – Индекс относительной силы (RSI)

Использование различных приемов и методов технического анализа в конечном итоге направлено на создание инвестором собственной механической торговой системы, которая бы в полной мере удовлетворяла его инвестиционным предпочтениям. Но следует помнить, что универсальных технических индикаторов, как и механических торговых систем, не существует. Поэтому при разработке стратегии, помимо использования технических моделей, необходимо учитывать и фундаментальные факторы.



Контрольные вопросы по главе 6

1. В чем сущность фундаментального анализа рынка ценных бумаг?
2. Опишите сущность и основные предпосылки технического анализа рынка ценных бумаг.
3. Выделите основные способы графического представления информации о движении рынка ценных бумаг.

4. Какие графические методы технического анализа Вы знаете?
5. Какие фигуры технического анализа свидетельствуют о продолжении тенденции?
6. Опишите основные положения волновой теории Эллиотта.
7. В каких случаях нужно применять фундаментальный, а в каких – технический анализ рынка ценных бумаг?
8. Через какие точки следует проводить уровни поддержки и сопротивления?
9. Каковы причины разрывов графиков движения курсов ценных бумаг? На каких рынках они встречаются часто, а на каких редко?
10. Какими свойствами обладают фигуры технического анализа? Какова их надежность по сравнению с другими методами технического анализа?
11. Назовите основные достоинства и недостатки индикаторов. Каких правил следует придерживаться при их использовании?

Заключение

Основное назначение фондового рынка состоит в том, что он позволяет аккумулировать временно свободные денежные ресурсы и направлять их на развитие перспективных отраслей экономики.

Фондовый рынок также выполняет ряд важных задач: обслуживание государственного долга, перераспределение права собственности, спекулятивные операции.

Кроме того, рынок ценных бумаг играет важную роль в системе перераспределения финансовых ресурсов государства, а также необходим для нормального функционирования рыночной экономики. Поэтому регулирование развития фондового рынка является одной из первоочередных задач, стоящих перед руководством каждого государства.

Общая структура фондового рынка представлена инвесторами, эмитентами, инфраструктурой, которая является связующим звеном между инвесторами и эмитентами и институтами, регулирующими функционирование фондового рынка.

Реализация экономических интересов эмитентов происходит на первичном фондовом рынке, на котором эмитенты осуществляют привлечение инвестиционных средств путем выпуска и размещения ценных бумаг.

Основное назначение вторичного фондового рынка состоит в поддержании ликвидного рынка ценных бумаг, что позволяет реализовать интересы инвесторов. Другой задачей, которую позволяет решить вторичный фондовый рынок, является повышение курсовой стоимости ценных бумаг эмитента. Вторичный фондовый рынок является также инструментом для осуществления спекулятивных сделок.

Законодательство, регулирующее рынок ценных бумаг в России, далеко от совершенства. При этом сам рынок функционирует и развивается, оказывает влияние на положение дел в государстве и способствует развитию предпринимательства в России.

Литература

1. Берзон Н. И. Фондовый рынок : учеб. пособие для вузов экон. профиля / Н. И. Берзон, Е. А. Буянова, М. А. Кожевников, А. В. Чаленко ; под ред. проф. Н. И. Берзона. – М. : Вита-Пресс, 1998. – 286 с.
2. Жданова А. Б. Рынок ценных бумаг : учеб. пособие / А. Б. Жданова. – Томск : Томск. межвуз. центр дистанционного образования, 2004. – 131 с.
3. Анесянц С. А. Основы функционирования рынка ценных бумаг : учеб. пособие / С. А. Анесянц. – М. : Финансы и статистика, 2005. – 142 с.
4. Галанов В. А. Рынок ценных бумаг : учебник / В. А. Галанов. – М. : Финансы и статистика, 2010. – 446 с.
5. Едророва В. Н. Рынок ценных бумаг : учеб. пособие / В. Н. Едророва, Т. Н. Новожилова. – М. : Магистр, 2010. – 684 с.
6. Майоров С. И. Рынок государственных ценных бумаг: инструменты и организация / С. И. Майоров, Г. К. Оксенойт. – М. : Статистика России, 2006. – 311 с.
7. Жуков Е. Ф. Рынок ценных бумаг : учебник / Е. Ф. Жуков. – М. : ЮНИТИ, 2009. – 463 с.
8. О рынке ценных бумаг [Электронный ресурс] : Федер. закон от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ (с изм. и доп. от 13.07.2015) // Консультант-Плюс : справ. правовая система. – Версия Проф. – Электрон. дан. – М., 2016. – Режим доступа: доступ из локальной сети Науч. б-ки Том. гос. ун-та.
9. Николаева И. П. Рынок ценных бумаг : учебник для бакалавров / И. П. Николаева. – М. : Дашков и К, 2015. – 256 с.
10. Рынок ценных бумаг : учебник / под ред. Е. Ф. Жукова. – М. : Юнити-Дана, 2012. – 463 с.
11. Финансы и кредит : учебник / под ред. О. В. Соколовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Магистр Инфра-М, 2015. – 912 с.
12. Макеев А. Рынок ценных бумаг / А. Макеев, В. Зверев, А. Зверева, С. Евсюков. – М. : Дашков и К, 2016. – 290 с.
13. Ивасенко А. Г. Рынок ценных бумаг: инструменты и механизмы функционирования : учеб. пособие / А. Г. Ивасенко, В. А. Павленко, Я. И. Никонова. – М. : КНОРУС, 2005. – 271 с.

14. Горловская И. Г. Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг : учеб. пособие / И. Г. Горловская. – Омск : Изд-во Ом. гос. ун-та им. Ф. М. Достоевского, 2012. – 148 с.
15. Маренков Н. Л. Рынок ценных бумаг в России : учеб. пособие / Н. Л. Маренков, Н. Н. Косаренко. – 4-е изд., стер. – М. : Наука : ФЛИНТА, 2011. – 246 с.
16. Найман Э. Л. Малая энциклопедия трейдера / Э. Л. Найман. – М. : Альпина Паблицер, 2014. – 458 с.
17. Анализ финансовых рынков и торговля финансовыми активами : пособие по курсу / под ред. А. В. Федорова. – СПб. : Питер, 2011. – 240 с.
18. Как увидеть деньги на экране монитора / под ред. В. А. Сафина. – СПб. : Питер, 2011. – 222 с.
19. Лялин В. Рынок ценных бумаг : учебник / В. Лялин, П. Воробьев. – М. : Проспект, 2015. – 400 с.

Глоссарий

Аваль – вексельное поручительство за одно или нескольких лиц, обязанных по векселю, на всю сумму или ее часть. Лицо, совершившее аваль, называется авалистом, часто в качестве авалиста выступает коммерческий банк.

Акционерный инвестиционный фонд (АИФ) – акционерное общество, занимающееся исключительно инвестированием в ценные бумаги или недвижимость, отдается в доверительное управление управляющей компании.

Акция – эмиссионная ценная бумага, дающая владельцу следующие права: право на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, право на участие в управлении акционерным обществом (обыкновенные и привилегированные акции дают обычно разный объем прав), право на получение части имущества акционерного общества в случае его ликвидации.

Американские депозитарные расписки (ADR/ADP) – это свободно обращающиеся расписки на иностранные акции, депонированные в банке США. Один из методов выйти на международный рынок российским эмитентам.

Андеррайтинг – открытое размещение выпуска акций, которое производится при посредничестве специализированной организации (андеррайтера) данного выпуска.

Балансовая стоимость показывает, сколько активов приходится на одну акцию.

Банковский сертификат – это ценная бумага, подтверждающая внесение физическим или юридическим лицом срочного вклада в коммерческий банк. Вклады, оформленные банковскими сертификатами, можно получить в любом филиале коммерческого банка.

Брокеры – это экономические субъекты, которые занимаются заключением сделок по купле-продаже ценных бумаг для клиентов и за их счет.

Варрант – ценная бумага, которая дает своему владельцу право в будущем купить по заранее установленной цене определенное количество ценных бумаг.

Вексель – это долговая расписка, выдаваемая заемщиком кредитору, дающая право безусловного требования указанной в ней суммы с определенным доходом.

Вторичный рынок ценных бумаг – рынок, где обращаются ранее выпущенные ценные бумаги, то есть ценные бумаги, которые продаются первым владельцем второму, вторым – третьему и т. д.

Государственная ценная бумага выпускается государством с целью покрытия дефицита государственного бюджета, привлечения дополнительных средств в экономику страны, регулирования кредитно-денежного обращения в стране и инфляционных процессов (облигации, казначейские векселя).

Депозитарные расписки – это свободно обращающаяся на фондовом рынке производная ценная бумага на акции иностранной компании, депонированные в крупном депозитарном банке, который выпустил расписки в форме сертификатов или в бездокументарной форме.

Депозитарные расписки – ценные бумаги в виде свидетельства на право собственности на определенное количество простых акций иностранного акционерного общества.

Депозитные сертификаты выдаются юридическим лицам и свидетельствуют о внесении на счет весьма значительной суммы денег.

Дилерские фирмы – это фирмы, которые занимаются куплей-продажей ценных бумаг от своего имени и за свой счет. «За свой счет» означает, что дилеры взимают средства за осуществление операций на рынке ценных бумаг после совершения сделки, в отличие от брокеров, которым клиенты заранее открывают брокерский счет.

Долговые ценные бумаги удостоверяют отношение займа, т. е. оформляют обязательство заемщика погасить основную сумму долга и выплатить проценты через определенное время. Могут быть краткосрочными и долгосрочными. По истечении срока действия ценные бумаги, деньги должны быть возвращены. Доход устанавливается в процентах от стоимости ценной бумаги (облигация, финансовый вексель, государственная облигация).

Долевые ценные бумаги подтверждают право на владение определенной долей в имуществе предприятия. Доход начисляется в зависимости от результатов работы (акции, привилегированная акция).

Евроакции – эмиссии обыкновенных и привилегированных акций и других долевых ценных бумаг, распространяемых на международном фондовом рынке, также вторичные эмиссии, размещаемые путем закрытой подписки и с помощью инвестиционных фондов закрытого типа.

Евроноты – это долговые обязательства, выпускаемые акционерными обществами, номинированными в иностранной валюте.

Еврооблигации – это облигации, эмитированные на международном фондовом рынке и деноминированные в евровалютах – валютах, иностранных по отношению к стране-эмитенту.

Еврооблигации, или евробонды (от англ. *bond* – облигация), выпускаются правительствами, муниципалитетами, коммерческими банками и транснациональными компаниями. Выпускаются они обычно на длительный срок, который может достигать до нескольких десятков лет, в основном на предъявителя. Номинированы еврооблигации в валюте какой-либо развитой страны (довольно большая часть – в долларах США).

Именная ценная бумага – бумага выписывается на определенного владельца и регистрируется в реестре ценных бумаг. Переход прав собственности связан с процедурой перерегистрации (сертификат акций, облигации и т. д.).

Инвестор – физическое или юридическое лицо, обладающее свободными денежными средствами и приобретающее на них ценные бумаги.

Индоссамент – передаточная надпись на ценной бумаге, векселе, чеке, коносаменте и т. п., удостоверяющая переход прав по этому документу к другому лицу. Проставляется обычно на оборотной стороне документа или на добавочном листе.

Кассовые (или спот) операции – это операции по купле-продаже ценных бумаг, поставка и оплата которых происходит в течение нескольких дней.

Коносамент – ценная бумага, которая выражает право собственности на конкретный указанный в ней товар. Представляет собой товарораспределительный документ, держатель которого получает право распоряжаться грузом.

Корпоративная ценная бумага – выпускается юридическими лицами (АО, ООО) в соответствии с действующим законодательством и уставными документами (устав, учредительный договор) с целью привлечения дополнительных финансовых ресурсов (акции, облигации, векселя)

Котировка ценной бумаги – установление рыночного курса ценной бумаги на основе анализа финансового состояния фирм-эмитентов и спроса на данную ценную бумагу.

Краткосрочные ценные бумаги обслуживают денежный рынок, срок обращения таких ценных бумаг от 1 дня до 1 года. Они обслуживают отношения займа с целью обеспечить бесперебойность платежного и денежного оборота (коммерческие, банковские, казначейские векселя, чеки, депозитные и сберегательные сертификаты, др.).

Курсовая стоимость – это цена акции на вторичном рынке ценных бумаг (т. е. на рынке, на котором происходит передача ценных бумаг от первого владельца второму и т. д.), которая складывается под влиянием спроса и предложения.

Курсовая стоимость облигации – это цена облигации, которая складывается на рынке ценных бумаг под влиянием соотношения спроса и предложения, на которых, в свою очередь, сказываются доходность, надежность облигации и многие другие факторы.

Ликвидационная стоимость – это сумма, которую владельцы акций получают при ликвидации акционерного общества.

Листинг (включение в список) – специальная биржевая процедура для включения в котировочный бюллетень.

Международные ценные бумаги (евроинструменты, евробумаги) – это ценные бумаги, которые размещаются на рынке ценных бумаг за пределами страны-эмитента.

Номинальная стоимость – это стоимость акции, указанная на ее номинале (лицевой стороне).

Обеспеченные облигации – это облигации, выпуск которых произведен под залог финансовых (денежные средства, ценные бумаги) или материальных активов (зданиями, землей, транспортными средствами, рабочими машинами и т. д.), облигационный заем может быть также застрахован или гарантирован коммерческим банком или государством.

Облигации – ценные бумаги, как правило, с фиксированными доходами, не дающие владельцам права на участие в управлении.

Опцион – контракт, заключенный между двумя лицами, в соответствии с которым одно лицо предоставляет другому лицу право купить или продать ценные бумаги по установленной цене (цене исполнения) в течение определенного времени. Это право может в последующем быть перепродано.

Опцион покупателя, или колл-опцион, – это сделка, дающая право держателю опциона купить по фиксированной цене (цене исполнения) определенное количество ценных бумаг в будущем.

Опцион продавца, или пут-опцион, – это сделка, предоставляющая право его держателю продать в будущем определенное количество ценных бумаг по фиксированной цене.

Ордерная ценная бумага выписывается на имя первого приобретателя или по «его приказу». Это означает, что указанные в ней права будут по передаточной надписи – индоссаменту (вексель, сберегательный сертификат).

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) – это имущественный комплекс, переданный в доверительное управление управляющей компании. ПИФ – это форма объединения средств множества инвесторов.

Первичный рынок ценных бумаг – рынок, на котором осуществляется размещение впервые выпущенных ценных бумаг, т. е. продажа первому владельцу.

Предъявительская ценная бумага выпускается без указания владельца и переход права собственности осуществляется «из рук в руки» (облигации).

Приватизационные ценные бумаги (ваучеры) дают право владельцу участвовать в процессе приватизации государственной собственности и могут быть обменены на определенное количество долевых ценных бумаг (акций, привилегированных акций), предусмотренное правилами проведения приватизации.

Производные ценные бумаги (опционы, фьючерсы, варранты) выпускаются по отношению к базовому активу. Базовым активом может выступать ценная бумага (акция, облигация) или широко распространенный, достаточно стандартизованный рыночный товар (нефть, зерно, др.). Цена изменяется в зависимости от изменения цены базового актива. Используются для хеджирования (страхования) потерь при изменении курса имеющегося в наличии базового актива, а также для получения спекулятивного дохода при отсутствии базового актива. Такие ценные бумаги обращаются на биржах и активно используются профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

Расчетные (или клиринговые) палаты (центры) – юридические лица, которые занимаются определением взаимных обязательств между продавцами и покупателями ценных бумаг и расчетами между ними.

Сертификат эмиссионной ценной бумаги – документ, выпускаемый эмитентом и удостоверяющий совокупность прав на указанное в сертификате количество ценных бумаг. Владелец ценных бумаг имеет право требовать от эмитента исполнения его обязательств на основании такого сертификата.

Специализированные регистраторы (держатели реестра) – юридические лица, которые по договору с эмитентом занимается ведением реестра владельцев именных ценных бумаг.

Специализированный депозитарий – это юридическое (и только юридическое) лицо, занимающееся хранением ценных бумаг, их сертификатов и учетом прав на ценные бумаги.

Сплит – это дробление акций путем уменьшения их номинальной стоимости. При сплите количество акций в целом и у одного держателя увеличивается, а уставный капитал акционерного общества остается неизменным.

Страйк – цена исполнения опциона.

Технический анализ – это анализ будущего движения курсов ценных бумаг с помощью применения математических методов, который основан на следующих предположениях: на будущее значение курса ценных бумаг влияют закономерности прошлого их движения, цена уже учитывает все факторы, которые оказывают влияние на рынок, движение курсов ценных бумаг подчинено тенденциям.

Торговые ценные бумаги имеют коммерческую направленность. Они предназначены главным образом для расчетов по торговым операциям (векселя, коносаменты, чеки).

Управляющая компания – это юридическое лицо или индивидуальный предприниматель без образования юридического лица, занимающийся доверительным управлением активами, переданными клиентами в интересах клиента или указанного им лица (выгодополучателя). Управляющая компания совершает сделки на рынке ценных бумаг от своего имени, но указывая, что она является доверительным управляющим.

Фондовая биржа – это организатор торговли ценными бумагами через реальную или виртуальную торговую площадку (площадки), действующую по установленным правилам.

Фондовая ценная бумага отличается массовостью эмиссии и обращаются на фондовых биржах (акции, облигации, опционы, фьючерсы).

Фондовый индекс определяется как средняя величина курсов акций на конкретную дату по репрезентативной группе предприятия (акции, которые наиболее обращаемые на рынке) по отношению к их базовой величине, рассчитанной на более раннюю дату.

Фондовый индикатор исчисляется как средняя величина курсов акций представленной группы компаний в данный момент.

Фундаментальный анализ – это анализ движения курсов ценных бумаг на макроэкономическом уровне, а также анализ инвестиционных характеристик той или иной ценной бумаги путем изучения финансового и экономического

положения эмитента, его отрасли, а также влияния макроэкономических факторов на отдельного эмитента, отрасль и рынок ценных бумаг в целом.

Фьючерс – контракт на покупку или продажу стандартного количества определенного вида ценных бумаг на определенную дату в будущем по цене, заранее установленной при заключении сделки.

Хеджирование – страхование от снижения или повышения в будущем курса ценных бумаг, продаваемых или покупаемых на спот-рынке, с помощью совершения противоположной операции с одним из деривативных инструментов (чаще всего, с помощью фьючерсов или опционов).

Цена выкупа – это цена облигации, по которой ее выкупает акционерное общество (оно обязано выкупить облигацию, т. е. вернуть займ). Цена выкупа может быть равна номинальной или курсовой стоимости. Цена выкупа или порядок ее определения указывается в проспекте эмиссии облигаций. Выкуп облигаций может быть единоразовым или постепенным.

Ценные бумаги – это права на капитал, существующий в денежной, производительной или товарной форме. Совокупность экономических субъектов, связей и отношений между ними по поводу выпуска, размещения и обращения ценных бумаг образуют рынок ценных бумаг.

Чек – документ, содержащий приказ владельца текущего счета банку о выплате указанной в чеке суммы определенному лицу (именной чек) или предъявителю (предъявительский чек).

Эмиссионная стоимость, или цена размещения, – это цена, по которой акции продаются на первичном рынке, то есть первому своему владельцу.

Эмиссионная ценная бумага – 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 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 объединение юридических лиц, которые привлекают денежные средства и несут обязанности от своего имени перед инвесторами в осуществлении прав, удостоверенных ценной бумагой.