

ФЕДЕРАЛЬНОЕ АГЕНТСТВО СВЯЗИ
Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего профессионального образования
«Санкт-Петербургский государственный университет телекоммуникаций
им. проф. М. А. Бонч-Бруевича»



Факультет экономики и управления

Финансовые рынки и институты

Учебное пособие

Е. В. Востоков, М. А. Егорова

Санкт-Петербург
2012

Востоков Е. В., Егорова М. А.
Финансовые рынки и институты. Учебное пособие. СПб.: СПбГУТ, 2012.

Рецензенты:
докт. экон. наук, проф.,

Учебное пособие разработано в соответствии с требованиями Федерального государственного образовательного стандарта высшего профессионального образования по направлениям (специальности) подготовки бакалавра 080500 – «Бизнес-информатика», 080200 – «Менеджмент» (приказ Министерства образования и науки Российской Федерации от «20» мая 2010 г. № 544) и рабочей программой курса «Финансовые рынки и институты».

В учебном пособии рассмотрены основные вопросы изучаемого курса: институциональная структура и основные инструменты финансовых рынков, особенности функционирования разных сегментов финансового рынка; характеристика ценных бумаг производных инструментов; принципы организации и функционирования фондовой биржи, биржевые индексы.

Данное пособие является дополнением к 1-ой части учебного пособия «Финансы. Денежное обращение и финансовые рынки» Е.В.Востокова, в него вошли вопросы денежного и страхового рынка, мало рассматриваемые в современной литературе, особое внимание уделено финансовым институтам и новым финансовым инструментам.

Цель пособия – помочь студентам освоить теоретический курс и получить практические навыки в области финансовых рынков и институтов.

Для студентов, обучающихся по экономическим специальностям.

Санкт-Петербургский
государственный университет телекоммуникаций
им. проф. М.А.Бонч-Бруевича, 2012

Содержание

Введение

Тема 1. Сущность и структура финансовых рынков

- 1.1. Понятие и место финансового рынка в экономике.
- 1.2. Функции финансовых рынков.
- 1.3. Типы финансовых систем и национальные модели финансовых рынков
- 1.4. Структура финансового рынка
- 1.5. Финансовые инструменты.

Тема 2. Основные типы финансовых институтов

- 2.1. Финансовое посредничество и финансовые посредники
- 2.2. Финансовые институты как субъекты финансового рынка
- 2.3. Виды деятельности институтов депозитарного типа
- 2.4. Характеристика инвестиционных институтов
- 2.5. Договорные сберегательные учреждения

Тема 3. Денежный рынок

- 3.1. Понятие и структура денежного рынка
- 3.2. Участники денежного рынка
- 3.3. Инструменты денежного рынка
- 3.4. Рынок межбанковского кредитования. Процентные ставки денежного рынка.

Тема 4. Валютный рынок

- 4.1. Валютный рынок и его участники
- 4.2. Виды валютных курсов
- 4.3. Валютные операции

Тема 5. Рынок ценных бумаг и его инфраструктура

- 5.1. Сущность и структура рынка ценных бумаг.
- 5.2. Понятие и классификация ценных бумаг
- 5.3. Регулирование рынка ценных бумаг
- 5.4. Основные участники рынка ценных бумаг

Тема 6. Инструменты рынка ценных бумаг

- 6.1. Вексель
- 6.2. Характеристика облигаций
- 6.3. Государственные ценные бумаги
- 6.4. Виды и оценка стоимости акций
- 6.5. Прочие ценные бумаги

Тема 7. Рынок производных инструментов

- 7.1. Особенности производных инструментов
- 7.2. Механизм обращения и виды депозитарных расписок
- 7.3. Срочные контракты
- 7.4. Варранты

Тема 8. Фондовые рынки и фондовые биржи. Фондовые индексы

- 8.1. Понятие и виды бирж
- 8.2. Фондовая биржа и ее задачи
- 8.3. Организационная структура фондовой биржи
- 8.4. Фондовые индексы как индикаторы конъюнктуры фондового рынка

Тема 9. Рынок страхования

1. Структура и основные участники рынка страхования.
2. Механизм функционирования страховых рынков
3. Роль государства в регулировании рынка страхования

Заключение

Список литературы

Введение

Эффективное функционирование экономики современного государства объективно требует хорошо развитого и эффективно действующего финансового рынка для распределения фондов денежных средств между конечными потребителями. Финансовые рынки позволяют соединить инвесторов и владельцев денежных средств и согласовать их интересы.

Финансовый рынок в России стал ускоренно развиваться с начала 90-х годов, когда были заложены основы рыночной экономики. Либерализация практически всех сторон экономической деятельности сопровождалась возникновением достаточно разветвленной структуры финансового сектора, состоящего из банковской системы, инвестиционных и пенсионных фондов, бирж и страховых компаний.

Большое влияние на развитие финансового сектора оказал процесс приватизации, который способствовал развитию рыночной инфраструктуры, совершенствованию соответствующей законодательной базы, вовлечению населения в операции на фондовом рынке.

В первые годы экономических реформ состояние российского финансового рынка было достаточно неустойчивым, с низким объемом операций на денежном рынке и рынке корпоративных ценных бумаг, слабо развитым банковским сектором. В этот период наибольший удельный вес занимал рынок государственных ценных бумаг и валютный рынок. К 1995 г. сформировалась достаточно широкая инфраструктура, выделились самостоятельные крупные сегменты: рынок межбанковских кредитов, рынок ценных бумаг, рынок валюты.

С разработкой нормативно-правовой базы (вступлением в силу Гражданского кодекса РФ, законов РФ “Об акционерных обществах” и “О рынке ценных бумаг”, созданием единого регулирующего органа – Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг) начался новый период в развитии финансового рынка. Была отрегулирована деятельность участников рынка ценных бумаг, коллективных инвесторов; появилась качественная инфраструктура: лицензированные регистраторы, депозитарии, система саморегулируемых организаций участников рынка; создана Российская торговая система.

В начале XXI в. четко обозначились новые направления и тенденции, по которым будет развиваться финансовый рынок. Для усиления инвестиционной привлекательности нашей страны можно ожидать, что использование всеми экономическими субъектами и государственными структурами инвестиционных возможностей, предоставляемых мировыми и национальными финансовыми рынками, будет играть значимую роль для обеспечения экономического роста.

Тема 1. Сущность и структура финансовых рынков

1.1. Понятие и место финансового рынка в экономике

Финансовый рынок – сложное и многогранное понятие, существуют различные подходы к его определению, связанные с тем, что вкладывается в его содержание. В одном из определений под финансовым рынком понимают сферу, где покупаются и продаются финансовые ресурсы, в другом – сферу реализации финансовых активов и экономических отношений, возникающих между продавцами и покупателями этих активов. При этом *финансовые активы* – это товары финансовых рынков: деньги; ценные бумаги; документы, представляющие безусловное долговое обязательство страховых компаний и пенсионных фондов (страховое свидетельство, медицинский полис, страховой полис); драгоценные металлы в слитках; объекты недвижимого имущества.

Неоднозначность трактовки термина приводит к тому, что часто отождествляются понятия финансового рынка, фондового рынка и рынка ценных бумаг. Однако следует четко разграничить эти понятия.

Определимся с понятиями «финансовый рынок» и «финансовые рынки». В современной экономической литературе они, как правило, используются параллельно, при этом несут различную смысловую нагрузку.

Термин «**финансовый рынок**», в широком смысле слова, носит обобщающий характер как составная часть финансовой системы страны, а в узком смысле означает отдельно взятый структурный элемент системы финансовых рынков (рынок ценных бумаг, страховой, валютный рынок и т.д.). В понятие «финансовый рынок» принято включать все рынки в финансовой системе, посредством которых организации (государственные учреждения и частные фирмы) могут финансировать свою деятельность.

Наличие разных сегментов финансового рынка дает основание употреблять это понятие во множественном числе – финансовые рынки.

С *экономической точки зрения* финансовый рынок представляет собой систему экономических отношений, связанных с процессами эмиссии ценных бумаг, их размещения, а также актами купли и продажи (обращения) финансовых инструментов (выступающих в роли товаров на финансовых рынках).

С *организационной точки зрения* финансовый рынок можно рассматривать как совокупность рыночных институтов, направляющих поток денежных средств от их собственников к заемщикам. При этом каждый финансовый институт наделен определенными полномочиями по ведению тех или иных операций с конкретным набором финансовых инструментов.

Термин «**финансовые рынки**» подразумевает совокупность отдельно функционирующих рынков (сегментов), на которых обращаются финансовые инструменты – денежные средства, ценные бумаги, банковские ссуды.

В общем виде финансовый рынок представляет собой систему торговли финансовыми инструментами. На этом рынке происходит обмен деньгами, предоставление кредита и мобилизация капитала. Товаром выступают собственно деньги и ценные бумаги. Функционирование финансовых рынков и деятельность финансовых институтов непосредственно связаны с процессом аккумуляции и размещения финансовых ресурсов, осуществляемых финансовой системой. *Задача финансовых рынков* состоит в организации торговли финансовыми активами и обязательствами между покупателями и продавцами финансовых ресурсов. *Задача финансовых институтов* – обеспечение наиболее эффективного перемещения средств от собственников к заемщикам.

Покупателями и продавцами на финансовых рынках выступают три группы экономических субъектов: домашние хозяйства, фирмы и государство. Каждый из них может находиться в состоянии либо сбалансированности своего бюджета, либо дефицита или профицита и тогда возникает необходимость в заимствовании финансовых средств или возможность в размещении временно свободных денежных средств. Финансовые рынки как раз и предназначены для того, чтобы наиболее эффективно объединить интересы потенциальных продавцов и покупателей финансовых средств.

Население, бизнес и государство получают взаимные выгоды на финансовом рынке. У предприятий появляются дополнительные возможности для развития и венчурного инвестирования. Домохозяйства получают возможность эффективного размещения денежных средств, а государство получает более прозрачную экономику и действенный инструмент регулирования экономических процессов в обществе.

Финансовый рынок служит своего рода механизмом, осуществляющим перераспределение потоков денежных капиталов и сбережений между различными субъектами экономики путем совершения сделок с финансовыми активами. Финансовый рынок с сопутствующей ему системой финансовых институтов представляет собой ту сферу, в которой формируются основные источники экономического роста, мобилизуются и перераспределяются необходимые экономике инвестиционные ресурсы.

1.2. Функции финансового рынка

Сущность финансового рынка определяется его функциями. Как и любой рынок, финансовый рынок предназначен для установления непосредственных контактов между покупателями и продавцами финансовых активов.

Можно выделить две группы функций финансового рынка в экономике. С одной стороны, финансовые рынки осуществляют практически все те же функции, что и товарно-сырьевые – обеспечивают участников всей необходимой информацией о спросе и предложении и формируют рыночные цены на товар (финансовые инструменты). Это *общие функции*, характер-

ные для всех других видов рынков: посредническая, ценовая, информационная, регулирующая.

Специфические функции финансового рынка, которые реализуются непосредственно в процессе обращения финансовых активов на рынке как особого инвестиционного товара:

1) *аккумулятивная* – мобилизация свободных денежных средств инвесторов как дополнительный источник финансирования экономики;

2) *перераспределительная* – эффективное распределение свободных ресурсов между потребителями; перераспределение капиталов между отраслями и сферами экономики, а также ее участниками (субъектами);

3) *трансформационная* – трансформация бездействующих активов в ссудный и инвестиционный капитал, сбережений в инвестиции;

4) *страхование ценовых и финансовых рисков* посредством обращения широкого спектра производных финансовых инструментов и диверсификации финансовых инструментов;

5) *воздействие на денежное обращение* – создание условий для непрерывного движения денег и регулирования объема денежной массы в обращении.

Реализация этих функций позволяет финансовым рынкам создавать возможности выбора для потребителей, способствовать управлению рисками, воздействовать на управление компаниями, осуществлять денежную политику государства.

1.3 Типы финансовых систем и национальные модели финансовых рынков

Финансовая система общества в современных условиях может быть организована по одному из трех базовых типов (см. табл. 1).

Таблица 1. Типы финансовой системы

Банковский тип	Рыночный тип	Бюджетный тип
Ключевую роль в перераспределении национального дохода играют коммерческие банки и другие ссудо-сберегательные учреждения	Ориентирован на операции с ценными бумагами небанковских финансовых институтов (чековых, паевых инвестиционных фондов, страховых и пенсионных компаний и др.)	Наибольшая часть финансовых ресурсов общества перераспределяется через систему бюджетов и внебюджетных фондов
Германия, Франция, Япония	США, Канада, Великобритания	Россия, Швеция

В целом сложившиеся к настоящему времени национальные модели финансовых рынков строятся на основе анализа и сопоставления методов и инструментов финансирования – привлечения заемного или акционерного капитала, собственных средств и капиталосберегающего финансирования, а также целевого привлечения средств государственного бюджета.

В экономической литературе выделяют две альтернативные системы корпоративного финансирования и контроля и, соответственно, две модели финансового рынка: англо-американскую и континентальную (европейско-японскую) модели, которые отличаются характером регулирования, структурой источников и методов привлечения капитала корпорациями, а также связанным с ними поведением инвесторов и эмитентов (компаний).

Характерные признаки *англо-американской модели* – финансирование предприятий за счет акционерного капитала и корпоративных ценных бумаг при низкой доле прямых банковских кредитов и низкой доле участия банков в уставном капитале корпораций. Роль банковского сектора в кредитовании экономики сводится в основном к краткосрочному кредитованию своих клиентов. Важная роль отводится инвестиционным фондам, компаниям, другим коллективным инвесторам, присутствие коммерческих банков на рынке ценных бумаг носит ограниченный характер. Дефицит бюджета финансируется только путем выпуска ценных бумаг.

Черты *континентальной модели* – относительно более низкая доля акционерного финансирования при повышенном значении облигационных заимствований, незначительный сектор коммерческих бумаг, активное участие банков в формировании долгосрочного капитала предприятий. Большинство финансовых рынков носит долговой характер. Дефицит бюджета покрывается как прямым кредитованием, так и выпуском государственных ценных бумаг.

Для России характерен промежуточный *бюджетный* тип построения финансовой системы, сочетающий черты европейской и американской моделей. Имеет следующие особенности:

- 1) переход от централизованного государственного управления финансовой системой к ее регулированию с использованием преимущественно экономических, рыночных методов;
- 2) нестабильный характер системы в целом;
- 3) становление системы негосударственных финансовых органов, принимающих участие в процессе перераспределения национального дохода;
- 4) вынужденная необходимость принципиального реформирования финансовой системы и построение новой институциональной среды в условиях общей экономической нестабильности и высоких темпов инфляции;
- 5) незавершенность процесса формирования целостного финансового законодательства, в полной мере учитывающего специфику переходного периода;
- 6) незначительное вовлечение населения;
- 7) значительная доля иностранного капитала в общем объеме операций, что может служить дополнительным фактором риска.

1.4. Структура финансового рынка

Финансовым рынком, в широком смысле, называется рынок, на котором продаются и покупаются различные виды финансовых инструментов. В рамках него выделяют несколько крупных сегментов (рынков), которые в свою очередь делятся на более мелкие сектора. Следует отметить, что единых общепризнанных в современной экономической литературе мнений о структуре, составных элементах финансового рынка на сегодняшний день не существует.

Вследствие большого разнообразия видов и форм различных финансовых инструментов, а также способов торговли ими, существуют различные финансовые рынки. Их можно сегментировать по разным принципам (см. табл. 2).

Таблица 2. Принципы сегментации финансового рынка и типы рынков

№	Принципы сегментации	Типы рынков
1.	Способы вложения денежного капитала	Ссудный рынок Рынок долевого участия Рынок обязательств финансовых посредников Рынок депозитов Пенсионный рынок Страховой рынок Рынок обязательств инвестиционных фондов.
2.	Сферы концентрации денежного капитала	Рынок капиталов финансовых посредников Рынок госдолга Рынок капиталов нефинансового сектора
3.	Движение денежных ресурсов	Денежный рынок наличных денег и выполняющих их функции краткосрочных платежных средств (векселей, чеков и т.п.) Рынок ссудного капитала – краткосрочных и долгосрочных банковских кредитов Рынок ценных бумаг
4.	Формы вложения денежного капитала	Рынок необращающихся финансовых активов Рынок ценных бумаг
5.	Срок вложения денежного капитала	Денежный рынок Рынок капитала
6.	Область движения капитала	Национальный рынок Международный рынок

Финансовые рынки имеют сложный состав и могут быть классифицированы по различным признакам. Деление финансового рынка можно проводить по признаку *специфики обращения финансовых инструментов*, выделяя следующие отдельные крупные сегменты (см. рис.1):

1) **банковский (денежный) сегмент**, на котором реализуются финансовые инструменты, связанные с покупкой и продажей наличных и безналичных денежных средств. Основные сектора этого сегмента:

кредитный сектор, на котором продают ссуды, займы, предоставляемые финансовыми учреждениями;

депозитный сектор, на котором реализуются финансовые инструменты, связанные с привлечением денежных средств на срочные банковские депозиты, накопительные счета и т.д.;

валютный сектор, на котором продается и покупается иностранная валюта;

сектор расчетно-кассового обслуживания, предполагающий продажу финансовых инструментов по трансферту и транзакции денежных активов;

2) **фондовый сегмент**, на котором реализуются ценные бумаги, а также другие финансовые права, долевые и производные финансовые инструменты. Основными секторами этого сегмента являются:

сектор долговых ценных бумаг, на котором продаются облигации, векселя, депозитные сертификаты;

сектор долевых финансовых инструментов, на котором реализуются паи, акции и другие аналогичные права;

сектор финансовых прав, на приобретение ценных бумаг и долевых финансовых прав;

сектор срочных производных финансовых инструментов – опционов и фьючерсов;

3) **страховой сегмент**, на котором реализуются компенсационные финансовые инструменты, связанные со снижением риска от осуществления определенной деятельности или наличия определенных прав. По основным видам страхования выделяют:

сектор имущественного страхования; *сектор страхования финансовых рисков*, на котором реализуются полисы, гарантирующие покрытие убытков, возникающих от неисполнения обязательств по другим финансовым инструментам;

сектор страхования ответственности, на которые продаются полисы, гарантирующие покрытие убытков причиненных покупателем полиса (страхователем) третьим лицам;

сектор страхования жизни и здоровья. Основным объектом купли и продажи являются полисы, предполагающие определенную компенсацию страхователю или его наследникам в случае получения первым увечий или смерти;

4) **сегмент социального страхования**, на котором реализуются компенсационные финансовые инструменты, связанные с обеспечением основных социальных прав граждан – на получение медицинского обслуживания, пенсий. По видам социального обеспечения подразделяется на:

сектор медицинского страхования, обеспечивающий выплаты медицинским учреждениям, и предоставляющим лечение страхователю;

сектор пенсионного обеспечения;

сектор социальных компенсаций, предоставляемых страхователю на период временной нетрудоспособности и частичную оплату реабилитационных услуг.

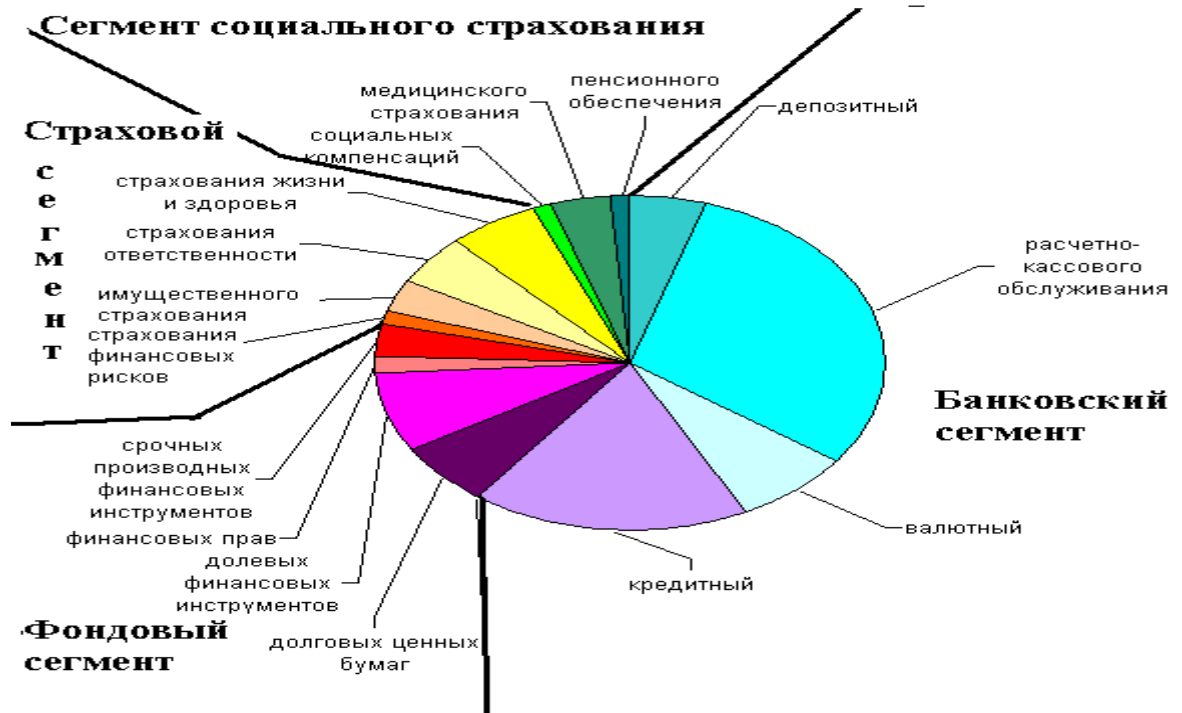


Рис. 1. Структура Российского финансового рынка

В зависимости от типа финансовой системы и степени развития общего финансового рынка его емкость существенно отличается в разных странах. На долю российского банковского сектора приходится около 60% операций, и лишь 20% – на фондовый, и 5% – на сегмент социального страхования. В США финансовый рынок имеет совершенно другое соотношение (см. рис. 2).

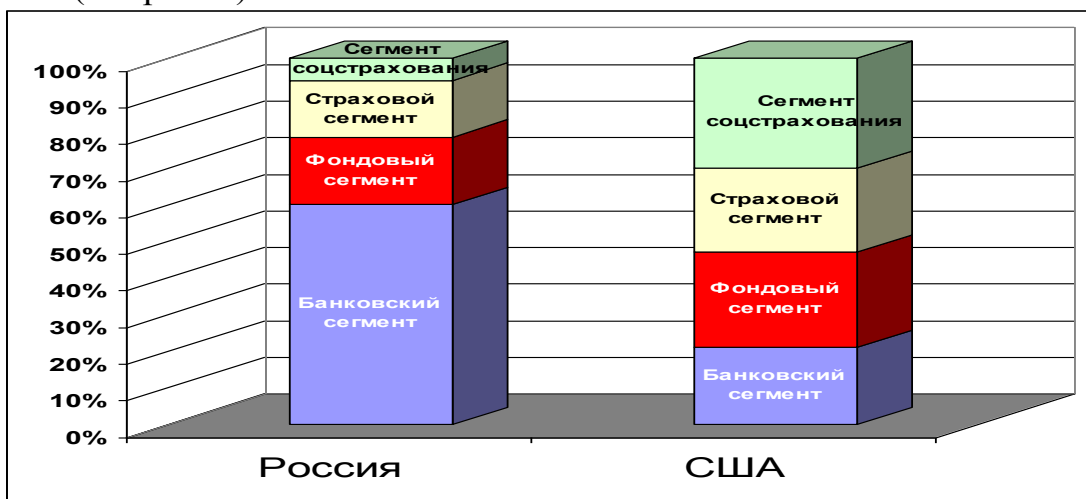


Рис.2. Сравнение емкости финансового рынка России и США

Условность деления общего финансового рынка на отдельные сегменты обусловлена тем, что на них обращается большое количество финансо-

вых инструментов, которые могут относиться одновременно к смежным секторам разных сегментов. Отсюда происходит смешение понятий фондовый рынок, рынок капитала, рынок ценных бумаг. Нередко эти понятия отождествляются, несмотря на разное экономическое содержание, характер обращающихся на этих рынках инструментов с точки зрения их участия в инвестиционном процессе.

Большинство авторов в классификации финансовых рынков придерживаются подхода западных экономистов: Финансовый рынок = Денежный рынок + Рынок капиталов. В основе такого наиболее общего деления финансовых рынков на денежные рынки и рынки капитала лежит *срок обращения финансовых инструментов*.

Граница между краткосрочными и долгосрочными финансовыми инструментами, как и граница между денежным рынком и рынком капитала, не всегда может быть проведена четко. Тем не менее, такое деление имеет глубокий экономический смысл. Инструменты денежного рынка служат для обеспечения ликвидными средствами государственных организаций и сферы бизнеса, инструменты же рынка капиталов связаны с процессом сбережения и инвестирования.

Денежный рынок – это рынок относительно краткосрочных операций (менее 1 года, для России – 0,5 года), на котором происходит перераспределение ликвидности (свободной денежной наличности). На нем совершаются сделки с активами в ликвидной форме. Денежные рынки подразделяются на кредитные и валютные рынки. На кредитных рынках предприятия и банки могут получить краткосрочные ссуды.

Рынок капиталов – это рынок, на котором происходит прераспределение свободных капиталов и их инвестирование в различные доходные финансовые активы. Он удовлетворяет среднесрочные (от 1 до 5 лет) и долгосрочные (свыше 5 лет) финансовые потребности хозяйствующих субъектов и государства. Рынок капиталов можно разделить на кредитный (рынок долгосрочных кредитов) и фондовый.

Кредитный рынок (рынок долгосрочных кредитов) – часть рынка ссудных капиталов, на которых обращаются долговые обязательства со сроком погашения свыше 1 года. Служит механизмом, с помощью которого устанавливаются взаимоотношения между субъектами, нуждающимися в финансовых средствах, и организациями и гражданами, которые их могут предоставить на определенных условиях, т.е. на этом рынке осуществляются сделки по предоставлению временно свободных денежных средств в ссуду. Кредиты могут предоставляться предприятиями друг другу (рынок межхозяйственных кредитов), банками любым экономическим субъектам (рынок банковских кредитов), напрямую государством (рынок государственного долга) и населению (рынок потребительских кредитов).

Фондовый рынок – это рынок ценных бумаг, в основе которого лежат деньги как капитал. Фондовый рынок является частью рынка капиталов, в

который входит рынок долгосрочных кредитов, где обращаются долговые обязательства со сроком погашения свыше 1 года (см. рис. 3).

Фондовый рынок образует значимую, но не всю часть рынка ценных бумаг. Рынок ценных бумаг – понятие более широкое, чем фондовый рынок.

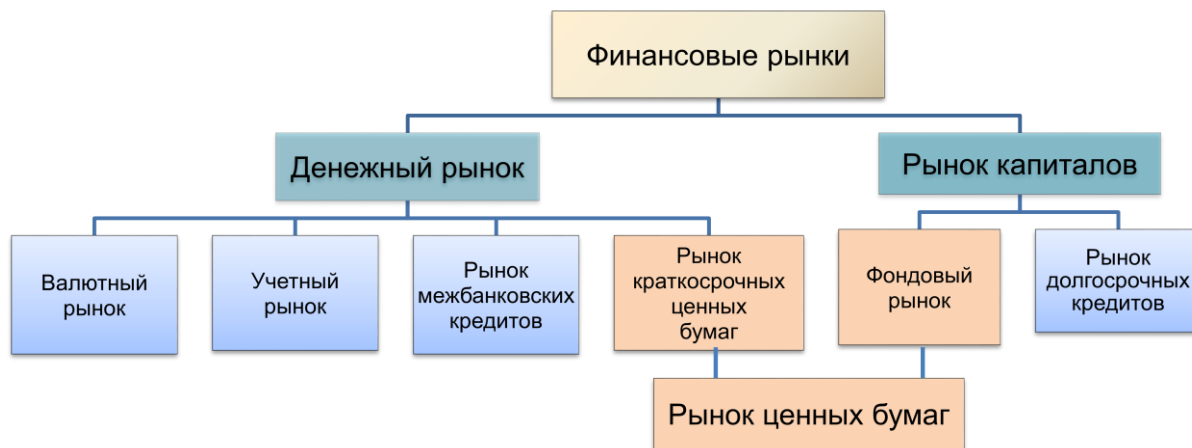


Рис. 3. Структура финансового рынка

Рынок ценных бумаг – совокупность экономических отношений между участниками рынка по поводу эмиссии и обращения ценных бумаг. Таким образом, в той части, в какой рынок ценных бумаг основывается на деньгах как на капитале, он является фондовым рынком и в этом своем качестве есть составная часть финансового рынка. Рынок ценных бумаг помимо фондового рынка включает в себя часть денежного рынка.

Валютный рынок – это рынок, где совершаются сделки по купле – продаже иностранной валюты в наличной и безналичной форме через валютные биржи на основе спроса и предложения. Товаром на этом рынке являются объекты, имеющие валютную ценность.

Страховой рынок представляет собой сферу денежных отношений, где объектом купли-продажи является специфический товар – страховая услуга, формируются предложение и спрос на нее. Страховой рынок обеспечивает взаимодействие сторон, заинтересованных в заключении страховых соглашений.

В последнее время появилась необходимость выделения **ипотечных рынков** в составе рынка капитала. Это связано с рядом обстоятельств. Во-первых, ипотечные кредиты всегда обеспечиваются реальным залогом в виде земельных участков или зданий. Если заемщик не выполняет своих долговых обязательств, то имущественные права на залог переходят к кредитору. Во-вторых, ипотечные кредиты не имеют стандартных параметров (номинал, срок погашения и т. д.) и соответственно трудно реализуются на вторичном рынке (объем вторичного рынка ипотек значительно уступает объемам вторичного рынка ценных бумаг). В-третьих, ипотечные рынки в отличие от других рынков долгосрочных капиталов в развитых странах строго регулируются действиями специальных государственных органов.

Все сегменты финансового рынка тесно взаимосвязаны между собой, их границы пересекаются, одни финансовые инструменты могут конвертироваться в другие. Участниками разных сегментов выступают одни и те же организации, например, коммерческие банки, могут осуществлять операции практически на всех финансовых рынках.

1.5. Финансовые инструменты

На финансовых рынках совершаются сделки с финансовыми инструментами. Согласно Международным стандартам финансовой отчетности (МСФО) **финансовым инструментом** называется договор, в результате которого одновременно возникают финансовый актив у одного лица и финансовое обязательство у другого (стандарт №32). Иначе говоря, это любые законные инвестиции, обеспечивающие получение дохода, в финансовые активы и долевые инструменты, формирующиеся или обращающиеся на рынке.

Долевой инструмент – это договор, подтверждающий право на владение частью капитала организации (общества).

Финансовый актив – это средства и права, принадлежащие физическому лицу или юридическому лицу: денежные средства и их эквиваленты; контракт, предоставляющий право получить денежные средства или иной финансовый актив от другого физического или юридического лица; контракт, предоставляющий право обменяться финансовыми активами; долевой инструмент.

Финансовое обязательство – это обязанность по договору передать денежные средства или иной финансовый актив другой компании или обменять финансовые инструменты с другой компанией.

В соответствии с МСФО выделяют следующие *типы финансовых инструментов*:

- 1) денежные инструменты (наличные, безналичные);
- 2) долговые обязательства – все обязательства в виде передачи денежных средств или активов под определенный процент;
- 3) имущественные инструменты – акции и другие документы, дающие право на владение имуществом;
- 4) *финансовые права* – предоставляют их владельцам право на подписку или получение определенных активов на оговоренных условиях: *бонусные* – права на получение новых финансовых обязательств эмитента бесплатно; *подписные* – права на покупку новых выпусков эмитентов по ценам ниже рыночных; *варранты* – предоставляют возможность купить определенное количество товаров, валюты или др. в течение обусловленного срока по оговоренной цене и пр.;
- 5) компенсационные обязательства – страховые и пенсионные полисы;
- 6) производные финансовые инструменты (деривативы).

Отсюда другая классификация финансовых рынков по типам финансовых инструментов:

1. Рынок не процентных активов – рынок валюты и рынок драгоценных металлов.
2. Рынок заемных средств (денежный и кредитный рынки).
3. Рынок имущественных прав (фондовый рынок).
4. Рынок страховых обязательств.

Также в рамках финансового рынка можно выделить два крупных сегмента *по уровню производности* реализуемых на нем финансовых инструментов: *базовых* и *производных* финансовых инструментов.

На сегменте базовых финансовых инструментов происходит реализация *базовых финансовых активов*: денежные средства и их эквиваленты, долговые и компенсационные обязательства, долевые инструменты, финансовые права, а также производные финансовые инструменты, предполагающие их безусловную конвертацию в перечисленные выше финансовые активы: конвертируемые депозитарные расписки на долевые финансовые инструменты, которыми торгуют на многих фондовых рынках.

На рынке производных финансовых инструментов торгуют контрактами, основанными на различных базовых активах (производный финансовый инструмент выпускается на уже существующий финансовый инструмент) или *показателях* (стоимость актива, процентные ставки, курсы валют; индексы).

В настоящее время на российском финансовом рынке применяется ограниченный круг финансовых инструментов при высокой концентрации базовых инструментов, особенно обращающихся акций (из сообщения Счетной палаты по итогам стратегического аудита развития финансового рынка).¹

Тема 2. Основные типы финансовых институтов

2.1. Финансовое посредничество и финансовые посредники

Взаимодействие между продавцами и покупателями финансовых инструментов может осуществляться непосредственно с помощью прямого финансирования, либо опосредованно – через посредников.

При прямом финансировании на финансовых рынках покупатель в обмен на финансовое обязательство получает денежные средства непосредственно у продавца. Для покупателя финансовые обязательства продавца рассматриваются как активы, приносящие процентные доходы. Прямое финансирование осуществляется через частное размещение, когда, например, фирма продает весь выпуск ценных бумаг одному крупному институциональному инвестору или группе мелких инвесторов.

¹ Стратегия невыполнима - статья с комментарием НАУФОР о плане развития финансового рынка до 2020 года, Ведомости, 11 января 2012

Участниками рынка прямых заимствований выступают брокеры, дилеры и инвестиционные банки. Брокеры (от имени и за счет клиента) и дилеры (от своего имени и за свой счет) приобретают и продают определённые ценные бумаги, по которым, на их взгляд, ожидается рост котировок. Инвестиционные банки помогают осуществлять первичное размещение финансовых обязательств. Они снижают эмиссионный риск продавцов путем гарантированного размещения этих обязательств по фиксированной цене, выступая в роли дилера или брокера, осуществляют консультирование эмитентов по всем аспектам выпуска и размещения ценных бумаг, оказывают помощь в составлении проспекта эмиссии, в выборе времени выхода на рынок и т. д.

Функционирование рынков прямых заимствований связано с рядом трудностей, которые обусловлены крупномасштабным характером продаж, что сужает круг возможных покупателей. Поэтому движение денежных средств от заемщиков к кредиторам зачастую носит опосредованный характер, предполагающий наличие финансовых посредников (финансовых институтов), которые аккумулируют свободные денежные средства разных экономических субъектов и предоставляют их от своего имени на определенных условиях другим субъектам, нуждающимся в этих средствах. Финансовые посредники приобретают у экономических субъектов, нуждающихся в денежных средствах, их прямые обязательства и преобразуют их в другие обязательства с иными характеристиками (сроки погашения, процентные платежи и т. д.), которые продают экономическим субъектам, имеющим свободные денежные средства.

В финансовых посредниках зачастую заинтересованы и экономические субъекты, имеющие временные свободные денежные средства (кредиторы), субъекты, нуждающиеся в денежных средствах (заемщики), так как все они получают определенные преимущества и выгоды.

Можно выделить следующие выгоды с позиции кредиторов:

- диверсификация риска путем распределения вложений по видам финансовых инструментов между кредиторами при выдаче синдицированных (совместных) кредитов во времени, что ведет к снижению уровня кредитного риска (риск невозврата основной суммы долга и процентов);
- посредник разрабатывает систему проверки платежеспособности заемщиков и организует систему распространения своих услуг, что также снижает кредитный риск и издержки по кредитованию;
- финансовые институты позволяют обеспечить постоянный уровень ликвидности для своих клиентов, т. е. возможность получения наличных денег.

Заемщики получают свои выгоды от схемы опосредованного финансирования. Для них упрощается проблема поиска кредиторов, готовых предоставить займы на приемлемых условиях; снижается ставка за кредит за счет снижения кредитного риска и издержек посредника по сравнению с

прямым кредитованием. Появляются возможности трансформации сроков кредитования, восполняя разрыв между предпочтением долгосрочных ссуд заемщика и предпочтением ликвидности кредитора и получения крупных займов за счет агрегирования больших сумм от множества клиентов.

Рынки опосредованных заимствований относят к розничным рынкам. Основными финансовыми посредниками на этих рынках выступают: коммерческие банки, взаимосберегательные банки, кредитные союзы, страховые компании, негосударственные пенсионные фонды, инвестиционные фонды, финансовые компании.

Финансовые посредники представляют собой связующее звено в перераспределительном процессе перетекания капитала между кредиторами и заемщиками в их экономических отношениях. Финансовые посредники играют важную роль в деятельности финансового рынка, облегчая и ускоряя процесс заключения сделок между сторонами. Выделяют следующие основные *функции* финансовых посредников:

- 1) мобилизация временно свободных денежных средств через продажу финансовых активов;
- 2) организация торговли финансовыми инструментами;
- 3) определение рыночной стоимости (курса) финансового актива;
- 4) установление связи между различными категориями сферы производства и услуг (поставщиками и потребителями финансового капитала).

Благодаря деятельности финансовых посредников снижается уровень кредитного риска и поддерживается постоянный уровень ликвидности на финансовом рынке, так как они обеспечивают возможность незамедлительного получения наличных денежных средств.

2.2. Финансовые институты как субъекты финансового рынка

С организационной точки зрения финансовый рынок можно рассматривать как совокупность финансовых институтов – экономических субъектов, осуществляющих эмиссию, куплю и продажу финансовых инструментов. Каждый финансовый институт наделен определенными полномочиями по ведению тех или иных операций с конкретным набором финансовых инструментов.

Финансовый институт – это финансовый посредник между кредиторами и заемщиками или между инвесторами и сберегателями: пенсионными фондами, страховыми компаниями и пр. Финансовые институты оказывают услуги по передаче денег и предоставлению займов и влияют на функционирование реальной экономики, действуя в качестве посредников в процессе превращения сбережений и других денежных средств в инвестиции.

Финансовые институты реализуют основную задачу финансового рынка – обеспечение транспортировки временно свободного капитала из

одной сферы экономики в другую, где этот капитал необходим для осуществления производственной деятельности.

С известной степенью условности можно выделить две группы финансовых институтов:

1. *Финансовые посредники*, к которым относятся:

- 1) финансовые учреждения депозитного типа;
- 2) инвестиционные институты;
- 3) договорные сберегательные учреждения (страховые компании, пенсионные фонды);
- 4) прочие финансовые организации (финансовые, венчурные компании, хеджевые фонды и др.).

2. *Организации, обеспечивающие функционирование финансовых рынков*, в том числе инвестиционные банки, фондовые и валютные биржи, иные профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Большинство финансовых институтов действуют как финансовые посредники. К финансовым посредникам относятся учреждения, которые формируют свою ресурсную базу преимущественно за счет выпуска обязательств и используют эти средства на приобретение ценных бумаг и предоставление ссуд.

Финансовые посредники специализируются на организации взаимодействия лиц, имеющих временно свободные денежные средства, с лицами, нуждающимися в денежных средствах. В этом звене финансовой системы в развитых странах мира концентрируются значительные финансовые ресурсы, используемые, прежде всего, на инвестиционные цели.

Итак, можно выделить три наиболее общих типа финансовых институтов: депозитный, контрактно-сберегательный и инвестиционный. Несмотря на многообразие типов финансовых институтов, они выполняют общую функциональную нагрузку: приобретают и продают различные финансовые инструменты, обеспечивая эффективное перемещение финансовых ресурсов к их конечным потребителям.

2.3. Виды деятельности институтов депозитарного типа

Наиболее распространенными финансовыми посредниками выступают учреждения депозитного типа. В развитых странах их услугами пользуется значительная часть населения, так как выплату доходов по депозитным счетам, как правило, гарантируют страховые компании, надежность которых обеспечивает государство. Привлеченные депозитными учреждениями средства используются для выдачи банковских, потребительских и ипотечных кредитов. Основными институтами данной группы являются: *коммерческие банки; сберегательные институты; кредитные союзы.*

Коммерческие банки – это финансово-кредитные организации, производящее разнообразные виды операций с деньгами и ценными бумагами и оказывающее финансовые услуги правительству, юридическим и физиче-

ским лицам. Должны иметь лицензию Центрального банка (ЦБ). Могут выполнять следующие основные операции: привлечение во вклады денежных средств физических и юридических лиц; размещение привлеченных средств от своего имени и за свой счет на условиях возвратности, платности, срочности; открытие и ведение банковских счетов физических и юридических лиц.

Банк в качестве финансового посредника на финансовом рынке берет деньги у вкладчиков и предоставляет их заемщикам, нуждающимся в дополнительных средствах. Выполняя эту функцию, банки оказывают огромную пользу не только сторонам сделки, но и самому финансовому рынку, так как дифференцируют средства по уровню риска и срокам вклада и организуют экономические отношения сторон с выгодной стороны для всех.

Коммерческие банки, как правило, предлагают дополнительные услуги: инкассация денежных средств, кассовое обслуживание физических и юридических лиц; осуществление валютных операций; привлечение и размещение драгоценных металлов; выдача банковских гарантий; осуществление переводов денежных средств по поручению физических лиц; покупка долевых и долговых финансовых инструментов; эмиссия долговых ценных бумаг; сейфинг и т.д.

Сберегательные институты – это специализированные финансовые институты, основными источниками средств которых выступают сберегательные вклады и разнообразные срочные потребительские депозиты. Это негосударственные кредитные организации, которые заимствуют денежные средства на короткие сроки с использованием текущих и сберегательных счетов, а затем ссужают их на длительный срок под обеспечение в виде недвижимости. На эти организации во всех странах мира накладываются ограничения по реализации высоко рискованных финансовых операций. В частности, имеются следующие ограничения:

- лимит на выдачу кредитов юридическим лицам;
- запрет на вложение средств в долевые инструменты неаффилированных организаций;
- запрет на приобретение негосударственных долговых ценных бумаг.
- запрет на ведение расчетных и депозитных счетов юридических лиц.

Во всем мире сберегательные кассы стремились и стремятся снять эти ограничения. Наблюдается тенденция сближения функций реализуемых универсальными коммерческими банками и сберегательными кассами.

Еще одним типом депозитарного института выступают кредитные союзы. **Кредитные союзы** – это институты взаимного кредитования. Они принимают вклады частных лиц и кредитуют членов союза на приемлемых для тех условиях. Обязательства кредитных союзов формируются из сберегательных счетов и чековых счетов (паев). Свои средства кредитные союзы предоставляют членам союза в виде краткосрочных потребительских ссуд. Зарегистрированные кредитные союзы действуют на основании Закона РФ

от 19 июня 1992 г. №3085-1 «О потребительской кооперации (потребительских обществах, их союзах) в Российской Федерации», который регламентирует порядок функционирования кооперативных структур в иных сферах народного хозяйства.

Частной формой привлечения денежных средств населения на финансовый рынок являются *товарищества взаимного кредита*. Основные отличительные особенности этих организаций: привлечение средств только в виде паев (акций) и невозможность предоставления кредитов лицам (как юридическим, так и физическим), не являющимся пайщиками (акционерами) товарищества.

Кредитные союзы имеют ряд преимуществ перед иными финансовыми институтами депозитного типа. Как правило, они освобождаются от уплаты налога на доходы (прибыль), и не являются субъектом антимонопольного законодательства, что позволяет им участвовать в совместных предприятиях. В России Гражданским кодексом предусмотрена возможность создания кредитных союзов, однако их деятельность из-за неполноты нормативной базы и слабой правовой защищенности не получила достаточного распространения.

Среди небанковских кредитных организаций в России наибольшее распространение получили *расчетные центры (палаты)*, главная функция которых заключается в проведении расчетов между участниками отдельных сегментов финансового рынка. Свою деятельность они осуществляют на основании выдаваемых после государственной регистрации лицензий ЦБ РФ. Небанковские кредитные организации не имеют права на привлечение вкладов средств физических лиц; круг разрешенных банковских операций для них ограничен.

Особым видом кредитных организаций, обеспечивающих функционирование финансовых рынков, являются **инвестиционные банки**, которые специализируются на выдаче долгосрочных кредитов. Особенностью этих организаций является то, что они имеют право привлекать денежные средства для кредитования только в форме *долевых инструментов*, что обеспечивает возможность выдачи кредитов на длительные сроки (более 10 лет).

Деятельность инвестиционных банков, прежде всего, связана с выполнением эмиссионных и посреднических функций. В российском законодательстве четкого определения понятия «инвестиционный банк» нет. Многие российские коммерческие банки выполняют эмиссионно-посреднические функции, а банки, зарегистрированные как инвестиционные, имеют лицензии на выполнение широкого круга операций коммерческих банков. Тем не менее, можно выделить основные виды деятельности российских инвестиционных банков:

- 1) выполнение функций брокеров, дилеров, депозитариев;
- 2) организацию расчетов по операциям с ценными бумагами;
- 3) формирование эмиссионных портфелей;

4) формирование индивидуальных портфелей ценных бумаг для отдельных инвесторов;

5) консалтинговые услуги по вопросам инвестирования; поиски инвесторов и объектов инвестирования.

Функции инвестиционного банка в России наиболее полно выполняет ЦБ РФ. Он выступает в качестве дилера, приобретая государственные ценные бумаги за собственные средства; в качестве брокера работает по поручению правительства и обеспечивает функционирование вторичного рынка государственных ценных бумаг. Выполняет функции депозитария, клирингового и расчетного центра, являясь специализированной организацией по учету, хранению и расчетам по операциям с государственными ценными бумагами. Банк России также выполняет и другие функции, характерные для инвестиционных банков.

2.4. Характеристика инвестиционных институтов

Особое место на финансовом рынке занимают *инвестиционные институты*, представляющие собой организации, осуществляющие операции с ценными бумагами в целях извлечения прибыли. К ним относятся: *инвестиционные компании; инвестиционные фонды; паевые инвестиционные фонды*.

Инвестиционные компании – это организации, аккумулирующие деньги частных инвесторов путем выпуска собственных ценных бумаг и вкладывающие их в капитал других фирм посредством прямых и/или портфельных инвестиций.

Инвестиционные компании в России появились в 1992 г. Они занимались организацией выпуска ценных бумаг, их размещением, торговлей ценными бумагами других эмитентов, выполняли брокерские функции, консалтинговые услуги и т.п. Деятельность многих из них изначально строилась на создании финансовых пирамид (МММ, Гермес, Русский дом «Селенга» и др.), что надолго подорвало доверие в России к инвестиционным компаниям.

Наибольшее распространение в России получили чековые инвестиционные фонды (ЧИФы), которые были призваны аккумулировать приватизационные чеки (ваучеры) физических лиц для последующего приобретения за них акций приватизированных предприятий. В 1992–1994 гг. было создано более 600 ЧИФов, которые аккумулировали более трети всех приватизационных чеков населения страны. Формально ЧИФы успешно справились с поставленной перед ними задачей по ускоренной приватизации государственного и муниципального имущества в России, фактически никак не защитив интересы владельцев ваучеров, ставших акционерами ЧИФов. После 1995 г. многие ЧИФы были преобразованы в паевые инвестиционные фонды.

В настоящее время **инвестиционной компанией** признается юридическое лицо (чаще не кредитная организация), обладающее лицензией ФСФР на проведение как минимум брокерских и (или) дилерских операций. Если такое юридическое лицо одновременно является кредитной организацией, то есть обладает соответствующими лицензиями ЦБ РФ, то такое юридическое лицо называется в российской традиции – *инвестиционный банк*.

Инвестиционный фонд – это имущественный комплекс, находящийся в собственности акционерного общества либо в общей долевой собственности физических и юридических лиц, пользование и распоряжение которым осуществляются управляющей компанией исключительно в интересах акционеров этого акционерного общества или учредителей доверительного управления.

Правовая основа функционирования инвестиционных фондов определена Федеральным законом от 29 ноября 2001 г. N 156-ФЗ "Об инвестиционных фондах" (с изменениями от 3 декабря 2011 г.). Деятельность инвестиционных фондов заключается в одновременном привлечении средств за счет эмиссии собственных акций и торговли ценными бумагами.

Инвестиционные фонды продают свои ценные бумаги (акции, инвестиционные паи) инвесторам и используют полученные средства для покупки прямых финансовых обязательств. Как правило, они характеризуются высокой надежностью и низким номиналом продаваемых ценных бумаг. Инвестиционные фонды создаются для осуществления финансирования долгосрочных инвестиционных проектов.

В настоящее время законодательно закреплены две формы инвестиционных фондов: акционерные и паевые инвестиционные фонды.

Акционерный инвестиционный фонд (АИФ) – открытое акционерное общество, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты, предусмотренные российским законодательством. АИФ вправе осуществлять свою деятельность на основании специального разрешения (лицензии). Имущество фонда состоит из двух частей: инвестиционных резервов, которые передаются в доверительное управление управляющей компании и имущества для обеспечения деятельности органов управления фонда. АИФ имеет право размещать только обыкновенные именные акции путем открытой подписки.

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) представляет собой имущественный комплекс без создания юридического лица, доверительное управление имуществом которого осуществляет управляющая компания.

Паевой фонд как институт коллективного инвестирования формируется из денег инвесторов (пайщиков), каждому из которых принадлежит определённое количество паёв. Цель создания ПИФа – получение прибыли на объединённые в фонд активы и распределение полученной прибыли

между инвесторами (пайщиками) пропорционально количеству паёв.

В основу функционирования паевого инвестиционного заложен механизм доверительного управления. Имущество, составляющее ПИФ, принадлежит пайщикам на праве общей долевой собственности. Управление фондом осуществляет *управляющая компания* – коммерческая организация, имеющая лицензию ФСФР на право осуществления деятельности по доверительному управлению имуществом ПИФ, не являясь собственником этого имущества. Управляющая компания устанавливает правила фонда; владеет, пользуется и распоряжается имуществом фонда; инвестирует это имущество в ценные бумаги, недвижимость, банковские депозиты и т.д. Состав и структура активов ПИФ жестко регулируются требованиями со стороны ФСФР, что снижает рыночные риски для населения.

За свою работу управляющая компания получает вознаграждение – комиссию за доверительное управление; надбавки при покупке пая и скидки при погашении; плату за депозитарное обслуживание. Следует помнить, что при работе с ПИФ, в соответствии с законодательством, не гарантируется возвратность вложенных средств и доходов от инвестирования.

Вкладчики по договору доверительного управления передают свои денежные средства доверительному управляющему и на эту сумму приобретают *инвестиционные паи*.

Инвестиционный пай – это именная неэмиссионная ценная бумага в бездокументарной форме, дающая ее владельцу право на часть имущества фонда, а также погашения (выкупа) принадлежащего пая в соответствии с правилами фонда. Инвестиционные паи удостоверяют долю инвестора в имуществе фонда и право на получение денежных средств, соответствующих этой доле. Учёт прав владельцев инвестиционных паёв ведётся независимой организацией, ведущей реестр владельцев паёв.

Инвестиционные паи не имеют номинальной стоимости. У этой ценной бумаги есть лишь *цена размещения* (которую платит инвестор при покупке пая) и *цена выкупа* (по которой этот пай выкупается управляющей компанией). Расчетная стоимость инвестиционного пая определяется путем деления стоимости чистых активов фонда на число инвестиционных паев, указанное в реестре владельцев паев этого фонда. Выпуск производных от инвестиционных паев ценных бумаг не допускается.

В зависимости от сроков, в которые управляющая компания обязана выкупить инвестиционный пай, ПИФы бывают трех типов:

открытые – паи погашаются по требованию инвестора в любой рабочий день;

интервальные – владелец имеет право требовать выкупа только в определенный промежуток времени, который указан в правилах доверительного управления фондом (чаще всего это квартал или полугодие);

закрытые – владелец не имеет права и возможности прекратить свои отношения с фондом до окончания срока действия договора доверительного управления. Инвестор может продать паи только на вторичном рынке.

В доверительное управление открытым и интервальным ПИФ передаются только денежные средства. В случае закрытого ПИФ могут передаваться как денежные средства, так и иное имущество, предусмотренное правилами этого фонда.

В зависимости от характера инвестиций ПИФы делятся на: фонды денежного рынка, фонды облигаций, фонды акций, фонды смешанных инвестиций, фонды фондов, фонды недвижимости, индексные фонды, фонды венчурных инвестиций. Каждый фонд – это портфель различных финансовых инструментов с обязательной долей денежного рынка для сохранения ликвидности и поэтому в зависимости от предпочтений инвестора можно выбирать между надежными, но низкодоходными фондами денежного рынка или фондами облигаций и рискованными, но обеспечивающими высокую доходность фондами акций.

Законодательство определяет требования к составу и структуре активов инвестиционных институтов. В состав активов акционерных и паевых инвестиционных фондов могут входить денежные средства, в том числе в иностранной валюте, а также:

- 1) государственные ценные бумаги Российской Федерации и государственные ценные бумаги субъектов РФ;
- 2) муниципальные ценные бумаги;
- 3) акции и облигации российских хозяйственных обществ;
- 4) ценные бумаги иностранных государств;
- 5) акции иностранных акционерных обществ и облигации иностранных коммерческих организаций;
- 6) инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов;
- 7) ипотечные ценные бумаги;
- 8) российские депозитарные расписки;
- 9) иные ценные бумаги.

Недвижимое имущество и имущественные права на недвижимое имущество могут входить только в состав активов акционерных инвестиционных фондов и активов закрытых паевых инвестиционных фондов.

В настоящее время ПИФы занимают скромное место на российском финансовом рынке. Объем средств, размещенных в ПИФах остается крайне низким, их совокупные активы на начало 2012 г. составили 444,32 млрд руб., это меньше 1% ВВП страны – 44939,2 млрд руб. (5% в странах Восточной Европы). Сохраняется тенденция небольшого притока и большого оттока средств пайщиков. Тем не менее, анализируя перспективы развития различных институтов финансового рынка, представляется, что у ПИФ они наиболее оптимистичные. Это предопределяется, прежде всего, их открытостью, доступностью, равенством имущественных прав инвесторов.

2.5. Договорные сберегательные учреждения

Сберегательные учреждения, действующие на договорной основе – это финансовые институты, к которым относят *страховые компании и пенсионные фонды*. Они характеризуются устойчивым притоком средств от держателей страховых полисов и владельцев счетов в пенсионных фондах. Компании по страхованию и пенсионные фонды имеют возможность инвестировать средства в долгосрочные высокодоходные финансовые инструменты.

Как следует из данных рис. 1-2, на долю страховых компаний и пенсионных фондов приходится более четверти всех активов финансовых посредников. Их деятельность отличается от деятельности банков, ссудо-сберегательных институтов и кредитных союзов, однако у них есть одна общая черта: они удовлетворяют потребности своих клиентов (как кредиторов, так и заемщиков) в активах и пассивах.

Страховые компании и пенсионные фонды выпускают долговые обязательства (пассивы) в форме аннуитетов, которые их клиенты хотят использовать на покрытие непредвиденных расходов в будущем. Вклады (взносы) в пенсионные фонды и оплата страхования жизни составляет существенный источник денежных средств, поскольку каждый клиент осуществляет выплаты на протяжении целого ряда лет, прежде чем аннуитеты или требования о выплате страхового вознаграждения будут оплачены. Эти финансовые посредники с помощью поступающих к ним в форме взносов денежных средств приобретают самые разнообразные активы.

На рынке страховых полисов и пенсионных счетов основными видами деятельности являются страхование и пенсионное обеспечение. Соответственно основными институтами данного рынка выступают *страховые компании, перестраховочные общества, общества взаимного страхования и негосударственные пенсионные фонды*.

Страховая компания – это исторически определённая общественная форма функционирования страхового фонда, представляет собой обособленную структуру, осуществляющую заключение договоров страхования и их обслуживание.

Перестраховочное общество – это компания, предоставляющая услуги по страхованию и перестрахованию различных рисков.

Общество взаимного страхования – это основанная на членстве некоммерческая организация, занимающаяся взаимным страхованием – страхованием имущественных интересов членов общества на взаимной основе путем объединения в обществе взаимного страхования необходимых для этого средств.²

Деятельность страховых институтов подлежит лицензированию. Отношения между лицами, осуществляющими виды деятельности в сфере

² Федеральный закон Российской Федерации от 29 ноября 2007 г. N 286-ФЗ "О взаимном страховании"

страхового дела, регулируются Федеральным законом «Об организации страхового дела в Российской Федерации». Для обеспечения финансовой устойчивости страховщиков устанавливаются жесткие требования к размеру уставного капитала страховых компаний. Минимальный размер уставного капитала для компаний, осуществляющих исключительно медицинское страхование, установлен в сумме 60 млн руб., для иного страховщика – 120 млн руб.³

В едином государственном реестре субъектов страхового дела на конец 2011 г. зарегистрированы 594 страховщика, из них 587 страховых организаций и 7 обществ взаимного страхования⁴. Страховые компании занимают ведущие позиции после коммерческих банков по величине активов и объему инвестиций. По данным Росстата, величина страховых взносов по добровольному и обязательному страхованию на начало 2011 г. составила 1036,68 млрд руб.⁵

Наряду со страховыми компаниями на рынке страховых полисов и пенсионных счетов в России присутствуют *негосударственные пенсионные фонды*. С принятой в 2002 году пенсионной реформы начался переход от распределительной системы, при которой пенсию назначало и выплачивало государство, к распределительно-накопительной. Пенсионное обеспечение граждан России разбили на три части: государственный и негосударственный элементы и обязательное пенсионное страхование. Размер выплат стал зависеть уже не от стажа, а от объема средств, аккумулированных на индивидуальном лицевом счете. Программа развития накопительной составляющей предполагает, что каждый сам зарабатывает себе на пенсию. И если отчисления на базовую и страховую части расходуются на выплаты сегодняшним пенсионерам, то накопления обособляются и инвестируются через специально созданные институты – пенсионные фонды и управляющие компании.

Негосударственные пенсионные фонды (НПФ) – это некоммерческие организации, целью деятельности которых является выплата пенсий участникам системы негосударственного пенсионного обеспечения. До 2004 г. НПФ вели деятельность по будущему пенсионному обслуживанию граждан на основании договоров о добровольных пенсионных взносах граждан или организаций за своих работников. С 2004 г. НПФ участвуют в системе обязательного пенсионного страхования и имеют право привлекать накопительную часть трудовой пенсии.

За счет пенсионных взносов участников НПФ формируют и размещают в соответствии с действующим законодательством пенсионные резервы самостоятельно или через управляющие компании. Инвестиционный доход от размещения пенсионных резервов распределяется на пенсионные счета

3 Федеральный закон «Об организации страхового дела в Российской Федерации» от 27 ноября 1992 г.

№ 4015-1-ФЗ (в редакции на 1 января 2012 г.)

4 <http://www.fcsm.ru>

5 <http://www.gks.ru>

клиентов фонда, на пополнение страхового резерва и на ведение уставной деятельности самого фонда. При наступлении пенсионных оснований происходит выплата негосударственной пенсии исходя из накопленной суммы.

Порядок создания и функционирования НПФ регулируется Федеральными законами «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовых пенсий» от 24.06.02 г. №111-ФЗ, «О негосударственных пенсионных фондах» от 10.01.03 №14-ФЗ. Согласно этим законам, исключительной деятельностью НПФ является негосударственное пенсионное обеспечение его участников на основании договоров пенсионного обеспечения. Денежные средства, аккумулированные НПФ, могут быть вложены в ценные бумаги правительства и местных органов самоуправления, облигации других российских эмитентов, акции российских компаний, которые включены в листинг, акции или паи индексных паевых фондов и ипотечные ценные бумаги, рублевые банковские вклады и счета, валютные депозиты в банках. За счет НПФ пенсионные накопления граждан попадают на фондовый рынок. Деятельность НПФ контролируется федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР) РФ.

Выделяют несколько категорий НПФ: открытые, участником которых может стать любой гражданин, и закрытые. Закрытые НПФ, в свою очередь, подразделяются на: корпоративные, отраслевые, региональные, профессиональные.

Участвуя в пенсионной системе, работник сам выбирает, кому доверить пенсионные накопления для обязательного инвестирования. 88,5% пенсионных накоплений (63 млн чел.) остаются в государственной управляющей компании Внешэкономбанк (ВЭБ), на НПФ приходится 9,2% (5,7 млн чел.) пенсионных накоплений, на частные управляющие компании - 2,3%. (0,9 млн человек).

По данным ФСФР, на рынке негосударственного пенсионного обеспечения на начало 2012 года работает 148 негосударственных пенсионных фондов. Общий объем пенсионных резервов составляет 670,3 млрд рублей. На рынке в целом наблюдается высокая концентрация пенсионного бизнеса в крупнейших НПФ. На 25 фондов приходится 93% всех пенсионных активов, на пять крупнейших фондов - около 78%, в первой десятке фондов сосредоточено около 87% всех пенсионных резервов.⁶

Тем не менее, рынок негосударственного пенсионного обеспечения является одним из активно развивающихся сегментов финансового рынка за счет развития обязательного пенсионного страхования.

Значимость сберегательных учреждений, действующих на договорной основе, неуклонно повышается, в частности, в США по объему совокупных финансовых активов они более чем в полтора раза превышают совокупные

⁶ www.pensiamarket.ru

активы коммерческих банков, сберегательных институтов и кредитных союзов (см. рис 2).

К последней группе финансовых институтов относятся различные типы *финансовых компаний, венчурные и хеджевые фонды*.

Финансовые компании выдают потребительские и коммерческие ссуды во многом так же, как и банки. Однако, вместо приема депозитов, они осуществляют выпуск краткосрочных коммерческих ценных бумаг, а в некоторых случаях занимают средства у других финансовых посредников. К ним относятся организации, специализирующиеся на операциях финансового лизинга в сфере бизнеса и потребительского кредитования, предоставляющие займы домашним хозяйствам с правом погашения в рассрочку.

Этим организациям запрещена выдача кредитов в денежной форме, однако, предоставляемые ими услуги по покупке оборудования и товаров длительного пользования в рассрочку делают их фактическими участниками кредитного сектора финансового рынка, занимаясь долгосрочным инвестиционным кредитованием. Кроме того, этим организациям запрещено заниматься расчетно-кассовым обслуживанием и привлечением денежных средств на депозиты. Деятельность этих компаний регулируется нормативными актами законодательных и исполнительных органов власти.

Венчурный фонд – инвестиционная компания, работающая исключительно с инновационными предприятиями и проектами. Венчурные фонды осуществляют инвестиции в ценные бумаги или новый бизнес с высокой степенью риска в ожидании высокой прибыли. Обычно такие вложения осуществляются в сфере новейших научных разработок, высоких технологий. Как правило, 70-80 % проектов не приносят отдачи, но прибыль от оставшихся 20-30 % окупает все убытки. Большинство фондов предназначено для квалифицированных инвесторов.

Хеджевый фонд (хедж-фонд) – это частный, не ограниченный нормативным регулированием, инвестиционный фонд, недоступный широкому кругу лиц и управляемый профессиональным инвестиционным управляющим. Хеджевые фонды предназначены только для профессиональных инвесторов, ориентированы на спекулятивное инвестирование. Такие фонды не ограничены в выборе производных и гибридных финансовых инструментов, а также стратегий хеджирования.

Хедж-фонды отличаются от других инвестиционных организаций широким использованием различных хеджинговых и арбитражных операций. При хеджинговых операциях фонды стараются защитить стоимость портфеля от резких колебаний рыночной стоимости, используя различного рода деривативы. Одной из наиболее распространенных операций является *короткая продажа*, предполагающая заимствование акций и их продажу с целью последующей обратной покупки по более низкой цене для возврата первоначальному владельцу. Разница между выручкой от продажи акций и стоимостью их обратной покупки и составляет прибыль. Развитие в по-

следние годы обратимых акций, а также фьючерсов, опционов и других производных инструментов создало почти неограниченные возможности для осуществления коротких продаж. Типичным примером арбитражных операций, используемых этими фондами, служит покупка конвертируемых облигаций компаний, которые могут быть обращены в недалекой перспективе в акции и значит существенно подняться в цене.

В настоящее время в нашей стране процесс формирования финансовых институтов не закончен. Об этом свидетельствует тот факт, что появляются все новые финансовые институты и законодательные акты. Так, для регулирования деятельности на рынке микрозаймов был принят федеральный закон «О микрофинансовой деятельности и микрофинансовых организациях».⁷

Микрофинансовая организация – юридическое лицо, зарегистрированное в форме фонда, автономной некоммерческой организации, учреждения (за исключением бюджетного), некоммерческого партнерства, хозяйственного общества или товарищества, предоставляющее микрозаймы (не более 1 млн руб.). Такие организации подлежат внесению в государственный реестр. К ним относятся: кредитные организации, кредитные кооперативы, ломбарды, жилищные накопительные кооперативы и др.

С развитием законодательной базы будет продолжаться как развитие отдельных сегментов финансового рынка, так и становление, и появление новых типов финансовых институтов.

Итак, организаторами торговли финансовыми активами выступают финансовые институты, направляющие потоки денежных средств от собственников к заемщикам. *Финансовые институты* – это учреждения, осуществляющие операции на финансовом рынке. К ним относятся: банки, страховые компании, биржи, инвестиционные институты (паевые инвестиционные фонды, инвестиционные компании и фонды) и некоммерческие финансовые институты (негосударственные пенсионные фонды, кредитные союзы и т.п.). Финансовые институты выполняют три основные функции: мобилизуют временно свободные денежные средства через продажу финансовых активов; организуют торговлю финансовыми активами; и определяют рыночную стоимость (курс) финансового актива.

Тема 3. Денежный рынок

3.1. Понятие и структура денежного рынка

В деятельности экономических субъектов для обеспечения их текущей ликвидности важную роль играет *рынок денежных средств*, называемый также денежным рынком. В основе выделения сегмента денежного рынка лежит срок обращения финансовых инструментов. В практике

⁷ Федеральный закон «О микрофинансовой деятельности и микрофинансовых организациях» (в ред. Федерального закона от 01.07.2011 N 169-ФЗ)

развитых стран считается, что если срок обращения инструментов составляет менее года, то это инструмент денежного рынка. В российской практике к краткосрочным инструментам чаще относят инструменты с периодом обращения менее полугода.

Следует обратить внимание на то, что наличные и безналичные деньги как таковые обращаются на денежном рынке только в том случае, если они сами являются товаром, а не обслуживают товарооборот, как на рынке товаров и услуг.

Денежный рынок – это рынок относительно краткосрочных операций (не более 1 года), на которых происходит перераспределение свободной денежной наличности. На нем совершаются краткосрочные депозитно-ссудные операции и сделки с активами в ликвидной форме – деньгами в форме банкнот и остатков на текущих (расчетных) и корреспондентских счетах коммерческих банков, а также государственными и коммерческими краткосрочными ценными бумагами. Денежный рынок обслуживает, в основном, движение оборотных капиталов предприятий и организаций и краткосрочную ликвидность коммерческих банков, государств, фирм и частных лиц.

Основной функцией денежного рынка является регулирование ликвидности всех участников рынка и экономики в целом. При наличии развитого денежного рынка каждый его участник имеет возможность либо разместить свои временно свободные денежные средства в высоколиквидные и надежные инструменты, приносящие доходность, либо оперативно привлечь с этого рынка дополнительные ликвидные средства.

Можно выделить следующие основные сегменты денежного рынка:

1. Дисконтный (вексельный) рынок.
2. Рынок межбанковских кредитов.
3. Рынок евровалют.
4. Рынок краткосрочных ценных бумаг.

Дисконтный (учетный) рынок – рынок, на котором основными инструментами являются казначейские и коммерческие векселя, другие виды краткосрочных обязательств. Операторами этого рынка являются центральный банк и коммерческие банки. Этот рынок играет особую роль в денежно-кредитном регулировании экономики, а его главная задача заключается в обеспечении равномерного притока денег в экономику. Главная характеристика ценных бумаг, обращающихся на дисконтном рынке – их высокая ликвидность и мобильность.

Учет векселя – покупка банком или специализированными кредитными учреждениями векселей до истечения их срока. При учете векселя банк досрочно уплачивает держателю сумму, на которую выписан вексель, за вычетом *учетного процента*, размер которого зависит от качества и срока векселя. Банки принимают к учету только первоклассные векселя (обязательства солидных фирм, платежеспособность которых не вызывает со-

мнений). Векселя с гарантией крупных банков учитываются по более низким ставкам, чем векселя фирм, не имеющих банковской гарантии (банковского авая). Векселя мелких и слабых в финансовом отношении фирм банками не принимаются для учета или учитываются по индивидуальным, сильно завышенным ставкам процента.

Учетный процент (учетная ставка) – процент, взимаемый банками при учете векселей, т.е. при покупке их банком до наступления срока платежа. При учете векселей банк выплачивает предъявителю векселя его номинальную стоимость за вычетом скидки (дисконта), соответствующей плате за банковский кредит. Право требования денег по векселю переходит к банку, который либо ждет истечения срока и получает с векселедателя сумму, указанную на векселе, либо перепродает (также со скидкой) вексель на денежном рынке. Если реализация векселя на рынке затруднена, банк может переучесть вексель в ЦБ с уплатой за эту операцию установленной банком официальной учетной процентной ставки. Официальная учетная ставка используется для регулирования всей структуры процентных ставок на денежном рынке страны и служит одним из важных инструментов денежно-кредитной политики.

Межбанковский рынок (рынок межбанковских кредитов) – рынок, где временно свободные денежные ресурсы кредитных учреждений привлекаются и размещаются банками между собой, преимущественно в форме межбанковских депозитов на короткие сроки (от 1 дня до 1, 3 и 6 мес.) Этот рынок выполняет задачу перераспределения коротких и сверхкоротких банковских ресурсов.

Рынок евровалют представляет собой часть денежного рынка, на котором осуществляется торговля краткосрочными финансовыми инструментами, номинированными в евровалютах. *Евровалюта* – общее понятие для обозначения валют, которые имеют хождение вне страны-эмитента, используются на международных рынках при кредитных, депозитных и иных операциях. В первую очередь к этим валютам относят доллар США, евро, фунт стерлингов и другие общепризнанные валюты.

Примером инструментов, обращающихся на рынках евровалют, являются синдицированные кредиты сроком от 3 до 6 месяцев, предоставляемые синдикатами банков из разных стран в одной из евровалют. Часть финансовых инструментов, номинированных в евровалюте, например еврооблигации, относится большей частью к рынкам капиталов.

В развитых странах существует также **рынок депозитных сертификатов**. *Депозитные сертификаты* представляют собой свидетельства о крупных срочных вкладах в банках и являются ценными бумагами. Поскольку срок обращения депозитных сертификатов, как правило, не превышает один год, эти бумаги можно рассматривать как бумаги денежного рынка.

Развитие международных кредитных операций способствовало формированию мирового денежного рынка, в качестве важнейших секторов которого выступают американский денежный рынок и еврорынок, контролируемые транснациональными банками и международными монополиями. Конъюнктура мирового денежного рынка неустойчива ввиду больших объемов и коротких сроков совершаемых на нем операций, подвержена воздействию политических и спекулятивных факторов.

3.2. Участники и инструменты денежного рынка

Основными участниками денежного рынка являются кредиторы, предоставляющие денежные средства на срок до одного года, заемщики и финансовые посредники. В качестве кредиторов и заемщиков на денежном рынке выступают: банки, небанковские кредитные организации, предприятия и организации различного типа (юридические лица), физические лица, государство в лице определённых органов и организаций, международные финансовые организации и другие финансово-кредитные учреждения.

Интересы участников денежного рынка состоят в получении дохода от операций с различными финансовыми инструментами денежного рынка. Кредиторы получают доход в виде процента на переданную сумму. Заёмщики получают доход в виде дополнительной прибыли, полученной от использования заимствованных денежных средств. Финансовые посредники получают доход в виде комиссионного вознаграждения или разницы между процентными ставками привлечения и размещения средств.

В качестве финансовых посредников на денежном рынке выступают банки, в том числе Центральный банк, который выходит на межбанковский сегмент этого рынка с предложением денег, реализуя при этом свою денежно-кредитную политику. При накоплении избыточной ликвидности и «перегреве» денежного рынка Центробанк связывает избыточные ресурсы в различные финансовые инструменты, в том числе в собственные депозиты, проводя так называемую «стерилизацию» денежной массы.

Основными институтами денежного рынка являются Центральный банк РФ (ЦБ) и кредитные организации (коммерческие банки, включая филиалы и представительства иностранных банков, специализированные кредитные организации).

Правовое регулирование деятельности ЦБ на денежном рынке регламентируется Федеральным законом от 26 апреля 1995 г. № 65-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)». Основная функция Банка России состоит в защите и обеспечении устойчивости рубля.

ЦБ во взаимодействии с Правительством РФ ежегодно разрабатывает основные направления денежно-кредитной политики. Банк России осуществляет эмиссию наличных денег, организует их обращение, регулирует объем выдаваемых им кредитов. Основными инструментами и методами такого регулирования выступают:

- процентная политика, т. е. установление одной или нескольких процентных ставок по различным видам операций, что во многом предопределяет рыночные ставки процента как на привлекаемый коммерческими банками капитал, так и на выдаваемые ими кредиты;
- установление нормативов обязательных резервов кредитных организаций, депонируемых в Банке России;
- операции на открытом рынке (купля-продажа Банком России государственных ценных бумаг);
- организация кредитования коммерческих банков, в том числе с помощью учета и переучета векселей;
- осуществление валютного регулирования и валютного контроля в соответствии с Законом РФ от 9 октября 1992 г. № 3615-1 «О валютном регулировании и валютном контроле»;
- установление ориентиров роста показателей денежной массы.

Банк России регистрирует кредитные организации, выдает и отзывает лицензии на осуществление банковских операций, осуществляет регистрацию эмиссии ценных бумаг кредитных организаций; осуществляет контроль за соблюдением кредитными организациями банковского законодательства. В случаях выявления нарушения он вправе применять установленные законом санкции вплоть до назначения временной администрации. Банк России может осуществлять все виды банковских операций.

ЦБ осуществляет постоянный мониторинг денежного рынка, отслеживая движение ставок процента на нем. При их росте и недостатке ликвидных средств он расширяет операции рефинансирования, проводит интервенции в национальной валюте, покупает ценные бумаги у участников рынка, в результате чего достигаются увеличение денежной массы и стабилизация ставок на денежном рынке. Избыток ликвидных средств у участников рынка провоцирует рост спроса на товары, иностранную валюту и другие доходные активы, что без соответствующего увеличения их предложения чревато всеобщим ростом цен и развитием инфляции. В этих условиях ЦБ проводит на денежном рынке операции по связыванию избыточной ликвидности: продает иностранную валюту, ценные бумаги, размещает избыточные резервы коммерческих банков на своих депозитных счетах. Таким образом, обеспечивается регулирование ликвидности экономики в целом.

Инструментами денежного рынка являются высоколиквидные ценные бумаги:

- 1) государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО);
- 2) казначейские муниципальные векселя, коммерческие векселя;
- 3) краткосрочные банковские депозиты и кредиты;
- 4) депозитные (для юридических лиц) и сберегательные (для физических лиц) сертификаты;
- 5) краткосрочные межбанковские кредиты;

- б) ломбардные кредиты (кредит, который выдает Центральный банк коммерческим банкам под залог государственных ценных бумаг);
- 7) овернайт – кредит, который предоставляется на одни сутки;
- 8) банковские акцепты (*акцент* – согласие плательщика на оплату);
- 9) сделки репо.

Сделка репо (от англ. *repurchase agreement, repo*) – продажа (покупка) ценных бумаг с обязательством обратного выкупа через определенный срок по заранее определенной цене.

При осуществлении сделки репо сторона, продающая ценные бумаги, получает денежные средства. По истечении срока соглашения должен быть осуществлен обратный выкуп ценных бумаг по цене, превышающей цену их продажи. Разница этих цен представляет собой процентный платеж за пользование денежными средствами.

Соглашение репо условно может рассматриваться как краткосрочный заем под залог ценных бумаг (юридически оформляется как покупка и продажа, а не заём), чаще всего краткосрочных долговых бумаг денежного рынка. Сделки репо совершаются с целью кредитования участников рынка деньгами, либо ценными бумагами. Для проведения подобных сделок необходимыми предпосылками являются наличие развитого рынка государственных ценных бумаг и развитой системы бездокументарного оборота ценных бумаг, т. е. депозитарной формы.

Механизм операций репо подразумевает, что на срок предоставления средств ценные бумаги, выступающие в качестве обеспечения, переходят в собственность к кредитору. Это позволяет упростить разрешение ситуаций при неисполнении обязательств заемщиком и снизить кредитный риск.

Выделяют сделки **прямого** репо (продажа с обязательством обратной покупки) и **обратного** репо (покупка с обязательством обратной продажи). При осуществлении сделки прямого репо сторона, продающая ценные бумаги, получает денежные средства, которые могут быть использованы для различных целей: восполнения недостатка ликвидных средств, проведения активных операций на других сегментах финансового рынка (например, валютном), процентного арбитража (взятие кредита на один срок и предоставление его на иной срок под больший процент). По истечении срока соглашения должен быть осуществлен обратный выкуп ценных бумаг по цене, превышающей цену их продажи. Разница этих цен представляет процентный платеж за пользование денежными средствами. Выкуп должен быть осуществлен на фиксированную дату или в течение некоторого периода.

Все инструменты денежного рынка условно можно разделить на несколько видов, в зависимости от того, какую роль они играют в деятельности финансовых учреждений:

1. *Пассивные*, обеспечивающие привлечение денежных средств в распоряжение банков: расчетные, текущие, карточные и депозитные счета,

банковские облигации, банковские векселя (деPOSITные сертификаты); акции банков, размещаемые на рынке;

2. *Активные*, обеспечивающие выгодное размещение привлеченных денежных средств: краткосрочные кредиты, вложение средств в акции и облигации различных организаций; сделки репо;

3. *Транзакционные* – привлечение свободных денежных средств без формирования длительных отношений: расчетно-платежные; валютнообменные операции; перевод денег от одного физического лица другому; касация (превращение безналичных денежных средств в наличные) и инкассация (обратная операция); операции по купле-продаже драгоценных металлов, камней и изделий из них, нумизматических монет.

4. *Активно-пассивные*: при ипотечном кредитовании (закладные), продажа депозитарных расписок на акции; брокерские операции (купля-продажа материальных ценностей и финансовых инструментов по поручению клиента);

5. *Инструменты страхования финансового риска*: банковские гарантии, клиентам банка, и другим финансовым учреждениям;

Особенностями инструментов денежного рынка является краткосрочность операций, высокая ликвидность и низкая степень риска.

3.3. Рынок межбанковского кредитования. Процентные ставки денежного рынка.

Банки используют прямые корреспондентские связи друг с другом не только в интересах клиентов, но и для проведения собственных операций. Такими межбанковскими операциями являются главным образом получение и размещение кредитов и депозитов. Соответственно выделяется особый сегмент финансового рынка – *рынок межбанковских кредитов (МБК)*.

Рынок МБК – это рынок краткосрочных кредитов и депозитов от шести- и трехмесячных до менее одного месяца, нередко на один день, иногда даже часы («короткие деньги»), предназначенный, прежде всего для поддержания ликвидности его участников.

Главная функция МБК для основной массы банков – не столько получение дохода в виде процентов за выданные кредиты и размещенные депозиты, сколько обеспечение своей текущей *краткосрочной ликвидности*. Банки обращаются за такими кредитами (депозитами) в случае временной нехватки денег для выполнения своих текущих обязательств перед кредиторами, вкладчиками или ЦБ, а выдают такие кредиты (размещают депозиты) для того, чтобы продемонстрировать другим участникам рынка свою финансовую устойчивость, чтобы иметь возможность при необходимости снова получать такие средства от других банков.

Межбанковские кредиты предоставляются в форме продажи излишка средств коммерческого банка на резервном счете в Центробанке сверх

определенной законом величины обязательных резервов и в форме сделок репо.

Рынок МБК в России традиционно считается неоднородным и неустойчивым сегментом рынка в силу его динамизма и естественной конкуренции среди коммерческих банков. Каждый банк самостоятельно намечает ограниченный круг других банков, которым он готов выдавать кредиты, и определяет индивидуальные лимиты кредитования и иные персональные условия взаимодействия. МБК чутко реагирует на изменения конъюнктуры в денежно-кредитной сфере, подвержен влиянию политических и спекулятивных факторов.

Основными участниками рынка МБК кроме непосредственно кредиторов и заемщиков являются также операторы (организаторы) этого рынка: *банки-дилеры и операционные системы*. К неосновным участникам российского рынка МБК можно отнести: банки, операции которых в данной сфере носят нерегулярный характер; отечественные и иностранные информационные и информационно-аналитические (в том числе рейтинговые) агентства и службы, обслуживающие данный рынок.

Банки-дилеры – берут и выдают кредиты (как правило, для перепродажи), занимаются конвертацией валют, работают на фондовом рынке; действуют от своего имени, несут полную ответственность перед своими кредиторами; получают доход в виде разницы цен (процентных ставок) покупки и продажи денежных ресурсов; для организации своих операций используют сети корреспондентских отношений (в случае нехватки средств на корреспондентском счете какого-либо банка последний может срочно приобрести кредит у банка-дилера).

Операционные системы (кредитные площадки) – специализированные организации (подлежат лицензированию со стороны ЦБ), оказывающие сугубо посреднические услуги участникам рынка МБК: создание общей информационной среды и обеспечение клиентов стандартной информацией (текущие котировки, дополнительные условия, справочные сведения); проводка операции с широким кругом активов. Получают доход в виде комиссионных от банков-заемщиков (в форме абонентской платы за услуги).

Наиболее известными российскими операционными системами являются Московская международная валютная биржа (ММВБ) и Межбанковский финансовый дом (МФД). Существуют и уже применяются, в том числе российскими банками, технологии заключения сделок с использованием электронного документооборота, базирующегося на электронной почте и электронной подписи.

Информационная среда необходима для адекватной оценки перспективности заключения сделок. *Общая информация* – это новости, которые могут повлиять на состояние денежного рынка. *Аналитическая информация* – результат оперативного (текущего) анализа состояния финансового рынка, и оценки краткосрочных тенденций его развития. *Конъюнктурная*

информация – от конкретных участников и операторов рынка, отражает текущее предложение кредитных ресурсов и их котировки, итоги торгов на различных площадках

Важнейшая информация, интересующая всех участников рынка МБК – это текущие ставки, по которым предоставляются и привлекаются кредиты (депозиты) на этом рынке. Эти ставки служат ключевым объективным индикатором его текущего состояния.

Существует большое разнообразие текущих процентных ставок, которые можно разделить на несколько основных уровней:

официальные ставки (учетная ставка или ставка рефинансирования) устанавливает ЦБ по кредитам, выдаваемым коммерческим банкам;

межбанковские ставки предложения кредитных ресурсов (ЛИБОР, МИБОР и т.д.) – ставки, по которым ведущие банки дают кредиты в евро-валютах первоклассным банкам путем размещения у них депозитов.

Общепризнанным в мире ориентиром цены на кредиты служит ставка ЛИБОР (*LIBOR – London interbank offered rate*) – лондонская межбанковская процентная ставка предложения, по которой банки Лондона дают кредиты в евровалютах первоклассным банкам, а также средняя ставка по этим первым банкам (рассчитывается как среднее арифметическое).

Ставки ЛИБОР выводятся: по валютам нескольких экономически наиболее развитых стран; по нескольким периодам (одна неделя; один, два, три, шесть, девять и 12 месяцев). Обычно под термином «ставка ЛИБОР» понимается ставка по трехмесячным депозитам. На втором месте по важности – ставка по долларovým депозитам (долларовый ЛИБОР). Аналогичная ставка (МИБОР) устанавливается на московском межбанковском кредитном рынке.

Порядок расчета ставок российского межбанковского кредитного рынка проводится в соответствии с Указанием Банка России № 2332-У от 12 ноября 2009 г. на основе данных отчетности кредитных организаций – крупнейших участников российского денежного рынка. К ним относятся МИВИД, МИБОР, МИАСР и МИАСР-IG.

МИБОР (*MIBOR – Moscow interbank offered rate*) – объявленная ставка предоставления (выдачи, размещения) кредитов. Рассчитывается как среднее арифметическое из заявляемых ставок размещения МБК по отдельным банкам по каждому сроку. Как правило, данная ставка служит отправной точкой при определении цены кредита, получаемого предприятием в коммерческом банке.

МИВИД (*MIVID – Moscow interbank bid*) – объявленная ставка привлечения кредитов – рассчитывается как среднее арифметическое из заявляемых ставок привлечения МБК по отдельным банкам по каждому сроку. Из базы расчета ставок МИВИД и МИБОР исключаются наибольшие ставки (10% от общего количества ставок) и наименьшие ставки (10% от общего количества ставок).

МИАКР (**MIACR** – *Moscow interbank actual credit rate*) – средняя фактическая ставка по размещенным межбанковским кредитам – рассчитывается как средняя взвешенная по объему предоставленных кредитов (с исключением двойного счета) по каждому сроку.

MIACR-IG (*Investment Grade*) – средняя фактическая ставка по размещенным кредитам в российских банках, имеющих кредитный рейтинг не ниже инвестиционного (Вaa3 по оценке агентства Moody's, BBB- по оценке агентств Fitch и Standard&Poor's) – рассчитывается как средняя взвешенная по объему кредитов по каждому сроку.

MosPrime Rate (*Moscow Prime Offered Rate*) – индикативная ставка предоставления рублёвых кредитов (депозитов) на московском денежном рынке. Данный показатель формируется Национальной валютной ассоциацией (НВА) на основе объявляемых 10 банками – ведущими операторами рынка МБК депозитных ставок сроками "overnight", 1 неделя, 2 недели, 1, 2, 3 и 6 месяцев. Эта ставка используется при операциях с рублевыми финансовыми инструментами (в т.ч. деривативами) на мировом валютном и денежном рынке.

С 8 сентября 2010 г. НВА рассчитывает ставку **RUONIA** (*Ruble OverNight Index Average*) – индикативная взвешенная рублевая депозитная ставка "овернайт" российского межбанковского рынка. Отражает оценку стоимости необеспеченного заимствования банков с минимальным кредитным риском. Рассчитывается на основе информации о депозитных сделках банков-участников между собой.

На российском рынке МБК в последнее время наблюдается значительный рост (средний объем сделок около 80 млрд руб.) и качественное развитие, совершенствуется инструментарий данного рынка. Появился рынок межбанковского РЕПО – кредитование банками друг друга под залог ценных бумаг; более доступны для банков стали ресурсы ЦБ.

Тема 4. Валютный рынок

4.1. Валютный рынок и его участники

Проведение расчетов по внешнеэкономическим операциям, инвестирование капитала в международные проекты, спекулятивные операции, страхование от возможных убытков – все это предполагает сделки по купле-продаже иностранной валюты и обуславливает необходимость существования валютного рынка.

Валютный рынок (*foreign exchange market*) – система отношений купли-продажи иностранных валют и платежных документов в иностранной валюте в целях обеспечения международных расчетов, страхования валютных рисков и регулирования валютных курсов.

Валютный рынок играет ключевую роль в системе международных экономических связей и существенно влияет на экономические отношения

любой страны, вовлеченной в мировую торговлю. Различают международный и национальный валютный рынки. *Международный* рынок обеспечивает формирование глобальных соотношений в мировой экономике. *Национальный* валютный рынок создает условия для обмена национальных денежных единиц, которые являются законным платежным средством только на территории данного государства, на иностранные денежные единицы и другие валютные ценности.

Национальный валютный рынок включает достаточно широкий круг участников, которых можно разделить на следующие основные группы:

непрофессиональных участников валютного рынка (пользователей), под которыми понимают резидентных и иностранных юридических и физических лиц, приобретающих валютные ценности для осуществления торговых, инвестиционных и иных целей и которые формируют конечный спрос и предложение иностранной валюты;

организаторов валютного рынка (market-makers), которые создают условия для проведения обмена валютных ценностей и постоянной котировки валют (валютные биржи, коммерческие банки);

посредников, обеспечивающих перемещение валютных ценностей от пользователей на валютный рынок (коммерческие банки, брокерские фирмы);

регуляторов валютного рынка, определяющих основные правила функционирования валютного рынка и доступ на него пользователей, посредников и устанавливающих фундаментальные нормы действия организаторов рынка.

Основной закон, регулирующий эту часть рынка – «Закон о валютном регулировании и валютном контроле». *Валютное регулирование* – это деятельность государства по регламентированию расчетов и порядка совершения сделок с валютными ценностями. Государство с помощью валютного регулирования стремится поставить под свой контроль валютные операции: предоставление иностранным юридическим и физическим лицам кредитов и займов, ввоз, вывоз и перевод валюты за границу и, тем самым, поддержать равновесие платежного баланса и устойчивость валюты. Сфера валютного регулирования сужается при ухудшении экономического состояния страны, и расширяется по мере углубления кризисных явлений (*ужесточается*).

Регуляторами валютного рынка являются органы исполнительной власти государства. В РФ к ним относятся Правительство РФ, Центральный банк РФ, Федеральная налоговая служба (ФНС). Полномочия органов власти и функции банковской системы следующие. Главным исполнительным органом валютного регулирования является ЦБ РФ, а конкретными исполнителями – уполномоченные коммерческие банки, предприятия организации и граждане. ЦБ управляет валютными операциями, выдает коммерческим банкам лицензии на осуществление операций в валюте на территории

Российской Федерации и за границей, т.е. предоставляет этим банкам статус *уполномоченного* банка.

Функции регулирующих органов:

- определяют возможность кредитования иностранных заемщиков в национальной валюте;
- устанавливают режимы ведения валютных счетов;
- определяют лимиты ввоза и вывоза валюты;
- регламентируют операции резидентов и нерезидентов с валютой;
- устанавливают нормы обязательной продажи валюты;
- определяют правила лицензирования финансовых учреждений, допущенных к осуществлению функций организаторов и финансовых посредников на валютном рынке, а также выдают им лицензии;
- осуществляют контроль за соблюдением выполнения норм и правил на валютном рынке;
- формируют валютную политику государства на валютном рынке и обеспечивают ее реализацию;
- устанавливают единые формы учета, отчетности, документации и статистики валютных операций.

Валютная политика реализуется через проведение активных действий на валютном рынке (покупка или продажа валюты), а также за счет введения системы *валютных ограничений*, которые обеспечивают выполнение таких задач как: выравнивание платежного баланса, поддержание валютного курса, концентрацию валютных ресурсов для государственных нужд.

ЦБ обязан обеспечить стабильность национальной валюты, устанавливая котировку официального ее курса по отношению к другим валютам, а также поддерживать ее курс путем формирования *международных резервов* за счет покупки иностранной валюты, проведением *валютных интервенций* (массовых продаж иностранной валюты на валютном рынке). Выступая гарантом свободного обмена валют, ЦБ скупает иностранную валюту, когда платежный баланс страны складывается с активным сальдо и курс национальной валюты поднимается выше ее паритета, и продает при неблагоприятном стечении обстоятельств, когда курс национальной валюты опускается.

По действующему законодательству Российской Федерации все валютные операции должны осуществляться только ЦБ РФ или уполномоченными банками и иными финансовыми учреждениями, получившими лицензии ЦБ РФ на проведение валютных операций. Именно эти организации и выполняют функции организаторов и посредников на валютном рынке, осуществляют валютные операции и контроль за соблюдением клиентами валютного законодательства и представлением ими отчетности о проводимых операциях.

До середины XX в. в качестве основных организаторов валютного рынка рассматривались *валютные биржи*. Однако их роль за последние

годы неуклонно снижается в пользу внебиржевого оборота и электронных биржевых систем. При торговле в рамках *электронных биржевых систем* (например, *FOREX*), число участников не лимитировано, место проведения торгов фактически не определено, а от бирж они сохранили только наличие определенных требований к участникам. При *внебиржевом обороте валютных* инструментов такого определенного места нет, и все операции по торговле валютой происходят непосредственно между участниками, без соблюдения жестко регламентированных правил.

Всех профессиональных участников валютного рынка (кроме валютных бирж, биржевых систем и ЦБ) можно отнести к посредникам. К ним относятся брокерские конторы и уполномоченные банки.

Брокерские конторы, действующие на валютных биржах, являются прямыми посредниками между покупателями и продавцами, получая комиссионное вознаграждение в виде платы за свою деятельность.

Основой современных рынков валют во всех странах мира являются банки, так как они плотнее других посредников связаны с потребителями валютных ценностей, а также между собой. На их долю падает от 96-97% всех валютных операций. В РФ полноправными участниками валютного рынка являются не все коммерческие банки, а только *уполномоченные банки*, которые имеют лицензию ЦБ РФ на право совершения валютных операций. Они осуществляют организаторскую деятельность на внебиржевом рынке и посредническую деятельность в отношении своих клиентов по покупке или продаже валюты в связи с исполнением предприятиями внешнеэкономических контрактов. С другой стороны, банки-участники валютного рынка могут осуществлять от своего имени крупные спекулятивные операции с иностранной валютой с целью получения дохода.

4.2. Виды валютных курсов

Валютный курс – это цена денежной единицы одной страны, выраженная в денежных единицах другой страны. Такая цена может устанавливаться исходя из соотношения спроса и предложения на определенную валюту в условиях свободного рынка, либо быть строго регламентированной решением правительства или ЦБ. Валютный курс необходим для обмена валют при торговле товарами и услугами, движении капиталов и кредитов; для сравнения цен на мировых товарных рынках, а также стоимостных показателей разных стран.

Классификация валютных курсов:

В зависимости от сторон сделки: курс покупателя и курс продавца. Курс продавца более высокий. Разница этих курсов составляет прибыль (маржу).

По формам валютного курса различают:

а) *колеблющийся* – свободно меняется под влиянием спроса и предложения и основан на использовании рыночного механизма;

б) *плавающий* – колеблется по величине и зависит от рыночного спроса и предложения, с использованием механизма валютного регулирования. Так, для ограничения резких колебаний курсов национальных валют страны, вошедшие в Европейскую валютную систему, ввели в практику согласование относительных взаимных колебаний валютного курса;

в) *фиксированный* – официально установленное отношение между национальными валютами, основанное на определенных в законодательном порядке валютных паритетах. Он допускает закрепление содержания национальных денежных единиц непосредственно в золоте, долларах США, евро при строгом ограничении колебаний рыночных курсов валют в оговоренных границах.

Кросс-курс – соотношение между двумя валютами, вытекающее из их курса по отношению к третьей валюте. Например, курс доллара к евро через рубль.

Номинальный обменный курс – показывает обменный курс валют двух стран, действующий в настоящий момент времени.

Реальный обменный курс – относительная цена товаров, произведенных в двух странах. Учитывает соотношение цен внутри страны и цен мирового рынка. Показывает, в каком соотношении можно обменивать товары одной страны на товары другой.

В зависимости от вида валютных сделок различают:

курс *СПОТ* – курс наличных (кассовых) сделок, при которых валюта поставляется немедленно (в течение 2-х рабочих дней). Это базовый курс валютного рынка, по нему происходит урегулирование текущих торговых и неторговых операций.

форвардный курс – курс срочных сделок, при которых поставка валюты осуществляется через определенный период времени на фиксированную дату. Форвардные курсы показывают ее ожидаемую стоимость через 1, 3 месяца и через 1 год.

Фиксирование курса национальной валюты в иностранной называется валютной котировкой. Котировки делятся на 2 вида:

прямая котировка – показывает количество национальной валюты за единицу иностранной валюты. Например, 1 \$ = 23 руб.

косвенная (обратная) котировка – показывает какое количество иностранной валюты можно купить или продать за единицу национальной валюты (например, 1 рубль = 1/30 доллара). В большинстве стран применяют прямую котировку, в Великобритании – обратную.

Ежедневно центральные банки устанавливают официальные курсы национальных валют. При этом они ориентируются на результаты торгов, осуществляемых на валютных биржах. Крупнейшим российским валютным рынком является Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ). На валютных рынках определяются курсы "спот" и "форвард".

Валютный курс зависит от множества факторов, и в первую очередь от

спроса и предложения валюты на рынке, поэтому все факторы, влияющие на спрос и предложение валюты, влияют и на ее курс. Среди факторов, определяющих валютный курс, можно выделить следующие:

1. *Темп инфляции.* Инфляционное обесценивание денег в стране вызывает снижение их покупательной способности и тенденцию к падению их курса к валютам стран, где темп инфляции ниже.

2. *Состояние платежного баланса.* Активный платежный баланс способствует повышению курса национальной валюты, так как увеличивается спрос на нее со стороны иностранных должников. Пассивный платежный баланс ведет к снижению курса национальной валюты, так как должники продают ее для погашения своих внешних обязательств.

3. *Разница процентных ставок* в разных странах. Возрастание процентной ставки стимулирует ввоз капиталов в страну, а снижение ставки заставляет искать применение свободным капиталом за границей. Низкие ставки процента в других странах стимулирует банки к покупке у них иностранной валюты, увеличивая ее предложение. В результате курс национальной валюты повышается. Если в данной стране относительно более высокие процентные ставки, это может содействовать притоку иностранных капиталов и повышению спроса на валюту данной страны и её курса.

4. *Деятельность валютных рынков и спекулятивные валютные операции.* Если курс валюты имеет тенденцию к понижению, то фирмы и банки заблаговременно продают ее на более устойчивые валюты, что ухудшает позиции ослабленной валюты. Валютные рынки быстро реагируют на изменения в экономике и политике, на колебания курсовых соотношений.

5. *Ускорение или задержка международных платежей.* В ожидании снижения курса национальной валюты импортеры стараются ускорить платежи в иностранной валюте, чтобы не нести потерь при повышении ее курса. При укреплении национальной валюты, напротив, преобладает ее стремление к задержке платежей в иностранной валюте.

6. *Степень доверия к валюте* на национальном и мировых рынках. Она определяется состоянием экономики и политической обстановкой в стране и перспективами их динамики.

7. *Валютная политика государства.*

Действия правительства, влияющие на валютный курс, делят на меры прямого и косвенного регулирования.

Меры прямого регулирования (дают быстрый и ощутимый эффект):

1. *Политика учетной ставки.* Повышая учетную ставку (процент по кредитам, предоставленным ЦБ коммерческим банкам, или дисконт при учете их векселей), ЦБ прямо воздействует на повышение обменного курса валюты. Ведь при высоком проценте КБ меньше берут кредитов и меньше покупают инвалюты. Снижение спроса на инвалюту приводит к росту курса национальной валюты. Если же учетная ставка понижается, то обменный курс падает.

2. *Валютные интервенции* – это целевые операции по купле или продаже инвалюты для ограничения динамики курса национальной валюты. Если ЦБ покупает валюту своей страны (продает инвалюту) на валютных рынках, то это приводит к увеличению ее курса (растет спрос при неизменном предложении). И наоборот.

3. *Девальвация* (снижение курса своей валюты) и ревальвация (повышение курса).

Косвенное воздействие на валютный курс оказывают все инструменты денежно-кредитной и финансовой политики. Если ЦБ проводит мероприятия, направленные на снижение инфляции в экономике, то это приведет к стабилизации обменного курса.

При ужесточении денежно-кредитной политики ограничивается рост денежной массы, сокращается предложение национальной валюты, что ведет к повышению ее курса. Смягчение денежно-кредитной политики создаст тенденции к повышению курса национальной валюты.

Ужесточение налоговой политики в целом, и особенно по отношению к нерезидентам, ведет к падению курса национальной валюты.

4.3. Валютные операции

На валютном рынке могут осуществляться разнообразные операции по покупке и продаже валютных ценностей, которые называют *валютными операциями*. Под валютными операциями следует понимать:

– операции, связанные с переходом права собственности и иных прав на валютные ценности, в том числе операции, связанные с использованием в качестве средств платежа иностранной валюты и платежных документов в иностранной валюте;

– ввоз и пересылку в РФ, а также вывоз и пересылку из РФ валютных ценностей;

– осуществление международных денежных переводов.

Операции на валютном рынке России проводятся резидентами через уполномоченные банки по рыночному курсу рубля к иностранным валютам в форме межбанковских сделок, сделок на валютных биржах и аукционах.

Существует несколько классификаций валютных операций.

По порядку осуществления валютные операции подразделяются на текущие валютные операции и операции, связанные с движением капитала.

Текущие – операции, предполагающие отсрочку платежа на минимальный срок (до 90 дней).

Инвестиционные (операции движения капитала) – отсрочка платежа на срок более 90 дней.

Необходимость такой классификации валютных операций объясняется различием правового режима. Резиденты осуществляют текущие валютные операции без ограничений, а операции, связанные с движением капитала имеют небольшие ограничения.

Существует и другая классификация валютных операций, основывающаяся на роли операции при функционировании валютного рынка. Согласно этой классификации операции делятся на шесть основных видов: открытие и ведение валютных счетов клиентов; установление корреспондентских отношений с иностранными банками; операции по привлечению и размещению валютных средств; операции по международным расчетам; неторговые операции; конверсионные операции; хеджинговые операции; арбитражные операции.

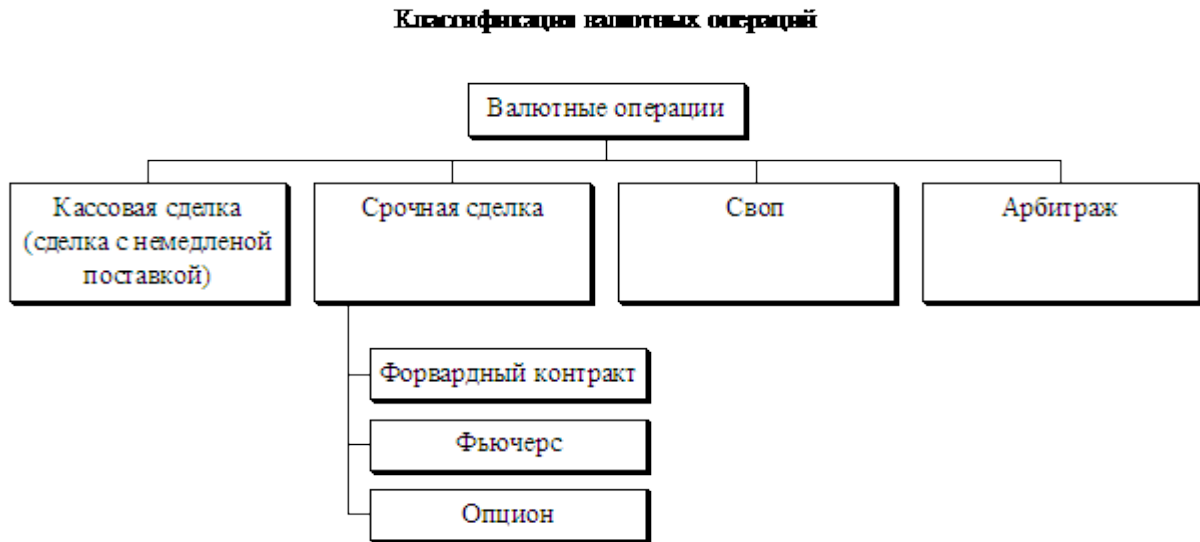


Рис. 3. Виды валютных операций

Валютные сделки по срочности делятся на кассовые и срочные.

Кассовые сделки – это сделки с немедленной поставкой используются не только для немедленного получения валюты, но и для страхования валютного риска, проведения спекулятивных операций:

сделки today при этих сделках дата заключения сделки совпадает с датой ее исполнения;

сделки tomorrow, при которых датой исполнения сделки является следующий за датой ее заключения рабочий банковский день. Курс поставки валюты согласовывается при заключении сделки;

сделки spot, при которой датой исполнения (валютирования) является второй за днем заключения сделки рабочий банковский день. Курс сделки согласовывается на дату заключения сделки.

Кассовые операции широко применяются на валютных рынках для того, чтобы немедленно получить валюту для внешнеторговых расчетов, и составляют более 60% от общего объема рынка. Кассовые сделки могут использоваться и для получения дополнительного дохода из-за колебания валютных курсов. Например, импортер, ожидая повышения курса валюты платежа, стремится быстрее оплатить счет экспортера, а при тенденции к понижению курса валюты платежа импортер будет стремиться задержать

своей платеж и таким образом получить курсовую прибыль на разнице валютных курсов.

Срочная форвардная сделка (forward), при которой дата валютирования отстоит от даты заключения сделки на три и более рабочих дней.

При *форвардном контракте* фиксируется курс, по которому будет поставлена одна валюта в обмен на другую, а также предельная дата в будущем, когда должна быть исполнена сделка. В случае если предельная дата является и датой поставки, то такой контракт называют *форвардом аутрайтом (forward outright)*, а если поставка может быть осуществлена ранее поставленного срока *форвардом опционом (forward option)*.

Сделки своп (swap) состоят из двух противоположных конверсионных операций на одинаковую сумму, заключаемых в один и тот же день. При этом одна из указанных сделок является форвардной, а другая – сделкой с немедленной поставкой. Сделка с немедленной поставкой осуществляется по курсу *today*, а срочная по форвардному курсу. Сделки своп имеют две основных разновидности:

репорт – продажа иностранной валюты на условиях *today* с одновременной ее покупкой на условиях форвард;

дерепорт – иностранная валюта приобретается на условиях *today*, а продажа ее на условиях форвард. За счет симметричности сделки репорт для одной стороны, оказываются сделками дерепорт для другой.

Фактически сделки типа своп являются предоставлением беспроцентного кредита одной стороной другой.

Еще одним видом финансовых инструментов валютного рынка является *валютный опцион*, который дает покупателю право (но не обязательство) купить или продать в определенную, заранее согласованную дату в будущем, определенную сумму валюты в обмен на другую.

В случае наличия высоких рисков, связанных с недостатком информации для точного прогноза курса, защита от них проводится на основе использования опционов. Если форварды, фьючерсы и свопы обычно заключаются на период не более 6 месяцев, то опционы могут иметь срочность до 2 лет.

В зависимости от того, кто из участников и каким образом имеет право на изменение условий сделки, различают: *опцион покупателя (call option)* или сделку с предварительной премией; *опцион продавца (put option)* или сделку с обратной премией; *временной опцион*.

В случае опциона покупателя держатель опциона имеет право получить валюту в определенный день по обусловленному курсу. Покупатель предварительно платит продавцу премию, но сохраняет за собой право отказаться от приема валюты. С помощью этого опциона страхуются риски от слишком высоких курсов валюты.

По опциону продавца держатель опциона может поставить валюту в обусловленный день по определенному курсу. Право на отказ от сделки

принадлежит продавцу, и он платит премию покупателю в качестве отступного. При пут-опционе его владельцы обычно страхуются от слишком низкого курса валюты, поэтому опционный курс устанавливается несколько ниже прогнозного.

Временной опцион (стеллажная сделка) предоставляется банком клиенту в отношении периода времени, когда валюта будет выставлена на продажу. Сделка должна быть исполнена до оговоренного срока. По этой операции плательщик премии имеет право потребовать исполнения сделки в любой момент времени в период опциона по ранее зафиксированному курсу. Таким образом, участник сделки платит премию за право выбрать наиболее выгодный текущий курс для конверсии валюты. Премия играет роль прямой страховки, поскольку в период срока опциона отказаться от исполнения сделки нельзя. При заключении временного опциона контрагенты определяют, кто из них выступит в роли продавца и кто в роли покупателя. Затем один из них, уплатив премию другому, либо покупает валюту, либо продает ее. Эта сделка тем выгоднее для участников, чем больше колебания курса валюты.

Арбитражные операции имеют целью извлечение прибыли от изменения курсов валют, т.е. являются основными спекулятивными операциями. **Валютный арбитраж** – осуществление операций по покупке иностранной валюты с одновременной продажей ее в целях получения прибыли от разницы в валютных курсах. Различают следующие его виды:

1) *пространственный арбитраж*, когда на рынках разных стран или регионах одной страны курсы валют неодинаковы;

2) *временный арбитраж* – строится на изменении валютного курса во времени. Развитие электронных бирж сделало этот вид арбитража очень популярным. Он является основой спекуляций на *FOREX*;

3) *конверсионный арбитраж* – сочетание пространственного и временного арбитража с целью покупки валюты самым дешевым образом, а продажи по наиболее выгодному курсу. При конверсионном арбитраже обычно используют обмен нескольких валют, так как прямые обменные курсы могут не совпадать с кросс-курсами.

4) *процентный арбитраж* – предполагает получение доходов за счет размещения средств в той валюте, по которой ссудная или депозитная ставка оказывается более высокой. Например, операция по переводу капитала из иены, учетная ставка по которой составляет 0,5%, в английский фунт, по которому ставка рефинансирования 5,75%.

Тема 5 Рынок ценных бумаг и его инфраструктура

5.1. Сущность и структура рынка ценных бумаг.

В течение последних десятилетий нарастает тенденция замещения многих форм привлечения финансовых ресурсов, прежде всего банковских

кредитов, выпуском ценных бумаг. В этих условиях рынок ценных бумаг становится важнейшим сегментом финансового рынка. В мировом масштабе преобладающая доля финансовых активов существует в виде ценных бумаг.

Рынок ценных бумаг – это совокупность экономических отношений между участниками рынка по поводу эмиссии и обращения ценных бумаг. Спрос создается предприятиями, а также государством, которым не хватает собственных доходов для финансирования инвестиций. Чистыми кредиторами являются физические лица, институты и государство. На рынке ценных бумаг выпускаются, обращаются и поглощаются как собственно ценные бумаги, так и их заменители (сертификаты, купоны и т. п.).

Цель рынка ценных бумаг – аккумулировать финансовые ресурсы и обеспечить возможность их перераспределения путем совершения участниками рынка разнообразных операций с ценными бумагами, т.е. осуществлять посредничество в движении временно свободных денежных средств от инвесторов к эмитентам ценных бумаг. Рынок ценных бумаг выступает регулятором инвестиционных потоков в экономике; обеспечивает массовый характер инвестиционного процесса; является важным инструментом финансовой политики государства.

К основным функциям рынка ценных бумаг относятся:

учетная – проявляется в обязательном учете в специальных списках (реестрах) всех видов ценных бумаг, обращающихся на рынке, регистрации участников рынка ценных бумаг, а также фиксации фондовых операций;

контрольная – предполагает проведение контроля за соблюдением норм законодательства участниками рынка;

стимулирующая – заключается в мотивации юридических и физических лиц стать участниками рынка ценных бумаг;

перераспределительная – состоит в перераспределении (посредством обращения ценных бумаг) денежных средств (капиталов) между предприятиями, государством и населением, отраслями и регионами;

регулирующая – означает регулирование различных общественных процессов.

К вспомогательным функциям рынка можно отнести использование ценных бумаг в приватизации, антикризисном управлении, реструктуризации экономики, стабилизации денежного обращения, антиинфляционной политике.

Рынок ценных бумаг имеет сложную структуру и делится на несколько сегментов (см. рис.4). Охватывает часть денежного рынка, где размещаются и обращаются краткосрочные ценные бумаги (коммерческие, банковские и казначейские векселя, чеки, депозитные и сберегательные сертификаты и др.), и часть рынка капиталов – фондовый рынок, где обращаются среднесрочные (до пяти лет) и долгосрочные (свыше пяти лет) ценные бумаги, а также бессрочные фондовые ценности. Последние не имеют конеч-

ного срока погашения (акции). Фондовый рынок образует большую часть рынка ценных бумаг.

В зависимости от сроков совершения операций с ценными бумагами рынок подразделяется на кассовый и срочный.

Кассовый (рынок «спот», рынок «кэш») – это рынок немедленного исполнения заключенных сделок в течение одного-двух дней.

Срочный рынок – рынок, на котором заключают контракты на куплю-продажу ценных бумаг, предполагающие исполнение через оговоренный срок. Как правило, традиционные ценные бумаги (акции, облигации) обращаются на кассовом рынке, а контракты на производные инструменты рынка ценных бумаг – на срочном рынке.

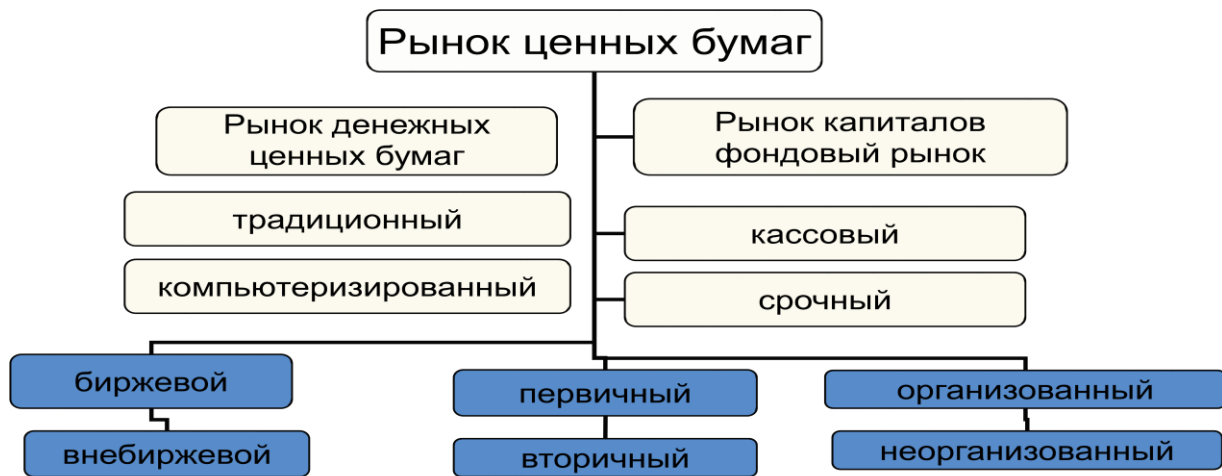


Рис. 4. Классификация рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг может существовать в двух формах: *организованный* – это рынок, который функционирует по определенным правилам, установленным банками и биржами; *неорганизованный рынок* ценных бумаг – рынок, на котором не существует единых для всех участников правил и процедур торговли.

В зависимости от форм организации совершения сделок с ценными бумагами рынок ценных бумаг подразделяется на биржевой и внебиржевой.

Биржевой рынок – это организованный рынок. Он означает, что торговля ценными бумагами ведется на фондовых биржах. На биржевом рынке обращаются ценные бумаги, прошедшие листинг, т. е. получившие допуск к официальной торговле на бирже.

На *внебиржевом* (уличном) рынке обращаются ценные бумаги, не котируемые на фондовых биржах. Объемы операций, совершаемых во внебиржевой торговле, зачастую превышают объемы операций на фондовом рынке.

На практике особо выделяются первичный и вторичный рынки. На *первичном* рынке (*primary market*) производится первичное размещение толь-

ко что выпущенных в обращение ценных бумаг. Обязательные участники этого рынка – эмитенты ценных бумаг и инвесторы. Назначение первичных рынков состоит в привлечении дополнительных финансовых ресурсов, необходимых для инвестиций в производство и для других целей.

Вторичный рынок (secondary market) – это рынок, где обращаются ранее выпущенные ценные бумаги, осуществляется постоянный переход прав собственности на ценные бумаги от одного владельца к другому. На вторичном рынке компании не получают финансовых ресурсов непосредственно, однако этот рынок является исключительно важным, поскольку дает возможность инвесторам при необходимости получить обратно денежные средства, вложенные в ценные бумаги, а также получить доход от операций с ними. На этом рынке в процессе купли-продажи определяется его действительный курс (цена), т.е. производится котировка ценных бумаг. Существование вторичного рынка само по себе стимулирует деятельность первичного рынка.

Традиционный рынок – форма торговли ценными бумагами, при которой продавцы и покупатели (фондовые посредники) непосредственно встречаются в определенном месте, где происходят публичные гласные торги.

Компьютеризированный (электронный) рынок – это разнообразные формы торговли ценными бумагами на основе использования компьютерных сетей и современных средств связи. Для него характерны: отсутствие физического места встречи продавцов и покупателей; непубличный характер процесса ценообразования; непрерывность во времени и пространстве процесса торговли ценными бумагами.

В зависимости от эмитентов, выпускающих ценные бумаги, можно выделить рынки государственных, корпоративных, банковских ценных бумаг, ценных бумаг фондов и компаний.

5.2. Понятие и классификация ценных бумаг

Ценная бумага – документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении. С передачей ценной бумаги переходят все удостоверяемые ею права в совокупности.⁸

Таким образом, ценные бумаги, во-первых, являются документом, удостоверяющими имущественные права в форме титула собственности или отношения займа. Во-вторых, лицо, покупающее их, инвестирует в них свои средства и, следовательно, ценные бумаги являются одним из объектов инвестирования. В-третьих, некоторые ценные бумаги используются в качестве заменителей денег при расчетах. Наконец, ценные бумаги приносят доход, что делает их капиталом для владельцев.

⁸ Гражданский кодекс РФ (ч.1, разд. 1, ст. 142)

Однако такой капитал существенно отличается от реального капитала: он не функционирует в процессе производства. Иными словами, ценная бумага – это особая форма существования капитала наряду с его существованием в денежной, производительной и товарной формах. Это означает, что ценные бумаги представляют собой *фиктивный капитал*, не имеющий жесткой привязки к стоимости действительного капитала, который они представляют (сам капитал отсутствует, но имеются права на него, зафиксированные ценной бумагой).

Ценные бумаги существуют как особый товар, поскольку ценные бумаги – это лишь титул собственности, документы, дающие право на доход, но не реальный капитал. Ценные бумаги можно покупать, продавать, переуступать, закладывать, хранить, передавать по наследству, дарить и обменивать. Они могут выполнять отдельные функции денег (средство платежа, расчетов). Но, в отличие от денег, они не могут выступать в качестве всеобщего эквивалента.

Ценные бумаги характеризуется тремя качествами: ликвидностью, доходностью и риском.

Ликвидность ценной бумаги – способность ценных бумаг быть превращенными в денежные средства путем продажи.

Доход по ценной бумаге – это доход, который она приносит в абсолютном или относительном выражении за определенный период времени.

Риск – отражает неопределенность (неизвестность) полного или частичного неисполнения целей, или лишь частичного исполнения этих целей (риск доходности, риск ликвидности и др.) Риск конкретной ценной бумаги не остается постоянным, а непрерывно изменяется в зависимости от состояния обязанного по ней лица и конъюнктуры рынка в целом.

Ценные бумаги, как правило, выпускаются и торгуются сериями. *Серийность* означает выпуск ценных бумаг сериями, однородными группами. Ценные бумаги одного типа должны иметь стандартное содержание (стандартную форму, стандартность прав, предоставляемых ценной бумагой, стандартность сроков действия, институтов обращения ценных бумаг и т. д.). *Стандартность* делает ценную бумагу массовым однотипным товаром.

Ценная бумага обладает следующими видами стоимости:

номинальная цена – выражается в той сумме денег, которую ценная бумага представляет при обмене ее на действительный капитал на стадии выпуска или гашения. Номинальная цена выступает в качестве базы начисления дивидендов, процентов используется и при дальнейших расчетах;

рыночная стоимость – цена (курс), по которой ценные бумаги обращаются (продаются и покупаются) на вторичном рынке (при их перепродаже). На ее величину влияет соотношение на рынке между спросом на ценные бумаги и их предложением;

эмиссионная цена – продажная цена при первичном размещении ценных бумаг, определяется доходностью ценных бумаг и уровнем ссудного процента.

Экономические, политические, финансовые, социальные процессы, происходящие в стране и в мире, незамедлительно отражаются на стоимости ценных бумаг, срочности рынка, активности нерезидентов. Наиболее сильное воздействие на фондовый рынок оказывают изменения курсов валют, банковских процентных ставок, индексов, спрос и предложение, уровень доходности и т. д. На рыночную стоимость способны повлиять и такие факторы, как кадровые изменения в корпорациях, настроения и ожидания участников рынка. Именно эти постоянные колебания стоимости фиктивного капитала привлекают на рынок ценных бумаг многочисленных индивидуальных и портфельных инвесторов, обеспечивающих постоянное функционирование этого рынка.

Многообразие видов ценных бумаг предопределяет множественность критериев классификации (см. рис. 5).

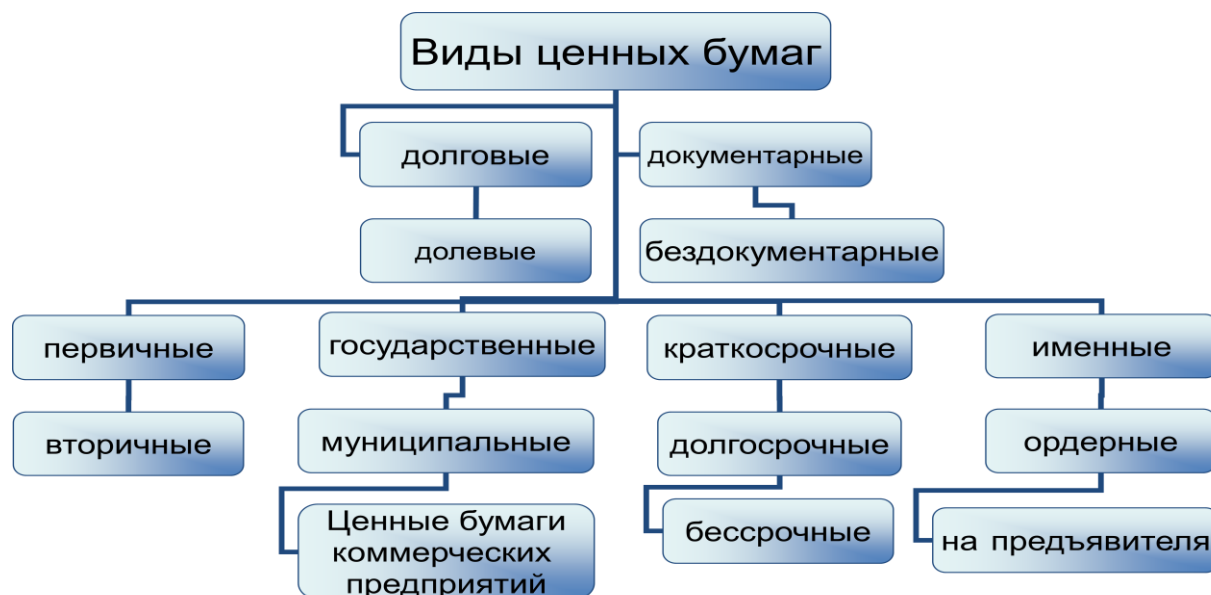


Рис.5. Классификация ценных бумаг

1. Традиционным является деление ценных бумаг по признаку принадлежности и способу передачи удостоверяемых ими прав на: именные, на предъявителя и ордерные ценные бумаги.

Именная – выписывается на имя определенного лица. Права, удостоверенные именной ценной бумагой, передаются в порядке, установленном для уступки требований (*цессии*).

На предъявителя – не требует для выполнения прав идентификации владельца, не регистрируется на имя держателя. Права, удостоверенные ценной бумагой на предъявителя, передаются другому лицу путем простого вручения.

Ордерная – выписывается на имя первого приобретателя или «его приказу» (вексель, коносамент, чек). Может передаваться в зависимости от произведенной на бумаге передаточной надписи — *индоссамента*.

2. По функциональному назначению ценные бумаги бывают:

долевые, выражающие отношения собственности и являющиеся свидетельством о доле собственника в капитале корпорации (акции);

долговые, основанные на отношениях займа и воплощающие обязательство эмитента выплатить проценты и погасить основную сумму долга в согласованные сроки (облигации);

3. По правовому статусу эмитента, степени инвестиционных и кредитных рисков, гарантий охраны интересов инвесторов:

государственные – казначейские векселя, казначейские обязательства, облигации государственных и сберегательных займов;

муниципальные – долговые обязательства местных органов власти;

негосударственные – корпоративные (долговые обязательства предприятий, организаций и банков, акции) и частные (векселя, чеки) финансовые инструменты.

4. По форме существования: *документарные* – в бумажной форме или *бездокументарные* – в виде соответствующих записей, хранящихся в реестре ценных бумаг, на счете «депо», с помощью средств электронно-вычислительной техники и т. п. Ценные бумаги в документарной и бездокументарной формах должны содержать все предусмотренные законодательством реквизиты.

5. По сроку существования: *срочные* (краткосрочные, среднесрочные, долгосрочные) и *бессрочные* ценные бумаги.

6. По своей роли: *основные* (акции и облигации), и *производные*, удостоверяющие право на покупку и продажу основных ценных бумаг (варранты, опционы, финансовые фьючерсы).

7. По форме выпуска: эмиссионные и неэмиссионные.

Эмиссионная – любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, обладающая одновременно следующими признаками:

– закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных законом формы и порядка;

– размещается выпусками (ценные бумаги одного эмитента, обеспечивающих одинаковый объем прав владельцам и одинаковые условия эмиссии (первичного размещения);

– имеет равные объем и сроки реализации прав внутри одного выпуска независимо от времени приобретения ценной бумаги.

5.3. Регулирование рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг во всех странах является одним из наиболее регулируемых рынков, что обусловлено необходимостью обеспечения без-

опасности его участников, высокими финансовыми рисками, масштабно-стью операций.

Регулирование рынка ценных бумаг – это упорядочение деятельности на нем всех его участников и операций между ними со стороны организаций, уполномоченных обществом на эти действия.

Важнейшим документом, регулирующим российский фондовый рынок в целом, является Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. «О рынке ценных бумаг», который систематизирует терминологию, классифицирует виды ценных бумаг, виды профессиональной деятельности, а также участников рынка. Этим же законом регламентируются вопросы организации деятельности фондовых бирж и информационного обеспечения рынка ценных бумаг.

Регулирование фондового рынка преследует следующие цели:

- 1) поддержание порядка на рынке, создание нормальных условий для работы всех его участников;
- 2) защита участников рынка от мошенничества;
- 3) обеспечение свободного и открытого процесса ценообразования на ценные бумаги на основе спроса и предложения;
- 4) создание рынков для новых финансовых инструментов и рыночных структур;
- 5) воздействие на рынок для решения социально-экономических задач (например, для повышения темпов роста экономики, снижения уровня безработицы и т.д.)

Государственное регулирование рынка ценных бумаг может носить как административный, так и финансово-экономический характер.

К административным рычагам воздействия на рынок ценных бумаг относятся: установление правил деятельности на фондовом рынке посредством издания законов, указов, постановлений правительства; регистрация эмиссий ценных бумаг; лицензирование деятельности профессиональных участников РЦБ; контроль за этой деятельностью; создание специальных регулирующих органов; обеспечение гласности и одинаковой информированности всех заинтересованных лиц.

К финансово-экономическим инструментам государственного регулирования РЦБ можно отнести: фискальную политику (налогообложение, в том числе установление процентных ставок налогов, льгот и освобождений); денежную политику (установление процентных ставок ЦБ и обменных курсов национальной валюты и т. п.); политику государственных заимствований на внутреннем и внешнем рынках; распоряжение государственной собственностью.

Государственное регулирование призвано придать фондовому рынку более цивилизованный характер и сделать его привлекательнее для абсолютного большинства участников рынка. Привлекательность эта обычно заключается в приемлемом соотношении между стабильностью и спекуля-

тивностью. Государственное регулирование как раз и должно снизить многие виды рисков (например, риск неблагоприятных законодательных изменений, структурный риск и т. п.).

Конкретные цели регулирования фондового рынка определяются исходя из текущей экономической ситуации, проводимой кредитно-денежной политики и рядом других факторов. В настоящее время около тысячи законодательных и нормативных документов, регламентируют различные стороны деятельности участников фондового рынка.

Процесс регулирования фондового рынка включает: создание нормативной базы функционирования рынка; отбор профессиональных участников рынка; контроль соблюдения всеми участниками рынка установленных норм и правил; систему санкций, применяемых при нарушении установленных норм и правил.

Регулирование рынка ценных бумаг охватывает государственное регулирование, осуществляемое органами государственной власти, саморегулирование со стороны профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также общественное регулирование, реализуемое посредством общественного мнения и средств массовой информации.

В систему государственного регулирования фондового рынка входит значительное число служб и агентств, входящих в систему Министерства финансов РФ. Они регистрируют выпуски ценных бумаг корпораций, субъектов федерации и органов местного самоуправления; лицензирует фондовые биржи, инвестиционные компании и фонды; выступает в качестве эмитента государственных ценных бумаг и регулирует их обращение.

Ключевую роль в рамках госрегулирования играет *Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР)* – орган исполнительной власти, который разрабатывает основные направления развития рынка ценных бумаг, устанавливает базовые правила игры на фондовом рынке; осуществляет нормативно-правовое регулирование, контроль и надзор в сфере финансовых рынков (за исключением банковской и аудиторской деятельности), в том числе по контролю и надзору в сфере страховой деятельности, кредитной кооперации и микрофинансовой деятельности, деятельности товарных бирж, биржевых посредников и биржевых брокеров. Обеспечивает государственный контроль за соблюдением требований законодательства РФ о противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком.

К основным функциям ФСФР относятся:

1. Разработка концепции развития РЦБ и координация деятельности федеральных органов исполнительной власти по вопросам регулирования РЦБ.

2. Утверждение стандартов эмиссии ценных бумаг, проспектов эмиссии ценных бумаг эмитентов.

3. Лицензирование и разработка единых требований и контроль деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг.

4. Установление требований к операциям с ценными бумагами, норм допуска ценных бумаг к публичному размещению, обращению, котированию и листингу, расчетно-депозитарной деятельности.

5. Установление обязательных требований к порядку ведения реестра.

6. Установление порядка, лицензирование и ведение реестра саморегулируемых организаций (СРО).

7. Определение стандартов деятельности инвестиционных, негосударственных пенсионных и страховых фондов и их управляющих компаний.

8. Контроль соблюдения эмитентами, профессиональными участниками и СРО требований законодательства РФ в области ценных бумагах, стандартов и требований, утвержденных ФСФР.

9. Обеспечение общедоступной системы раскрытия информации на РЦБ.

10. Аттестация и выдача квалификационных аттестатов руководителям и сотрудникам профессиональных участников РЦБ.

11. Ведение реестра выданных, приостановленных и аннулированных лицензий.

В регулировании деятельности фондового рынка также участвует *Банк России*. Он регулирует выпуски ценных бумаг кредитных организаций, осуществляет операции и регулирует порядок осуществления кредитными организациями операций на открытом рынке ценных бумаг, а также устанавливает и контролирует соблюдение антимонопольных правил на указанном рынке.

В той или иной степени в регулировании рынка ценных бумаг участвует и ряд других государственных органов, отвечающих за некоторые специфические вопросы. Так, *Федеральная таможенная служба РФ* регулирует ввоз и вывоз ценных бумаг из страны; *Федеральная служба страхового надзора* регулирует деятельность страховых компаний на рынке ценных бумаг.

В регулировании фондового рынка активное участие принимают *саморегулируемые организации (СРО)* профессиональных участников рынка ценных бумаг (*ПУРЦБ*). Эти организации формируются как добровольные объединения ПУРЦБ. Большинство из них имеют статус некоммерческой организации.

В настоящее время на российском рынке действуют три крупные СРО: *Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР)*, *Профессиональная ассоциация регистраторов, трансферт-агентов и депозитариев (ПАРТАД)* и *Национальная лига управляющих (НЛУ)*. Эти органи-

зации официально признаны, имеют лицензию ФСФР и им делегирована часть полномочий госорганов по регулированию рынка. Они участвуют в процессе лицензирования профучастников рынка по профилю ассоциации, выдавая рекомендации для ФСФР при рассмотрении заявлений на получение лицензии.

К числу делегированных полномочий СРО относятся:

- развитие инфраструктуры фондового рынка;
- разработка правил и стандартов осуществления профессиональной деятельности и контроль проведения операций с ценными бумагами своими членами;
- защита интересов владельцев ценных бумаг;
- обеспечение условий профессиональной деятельности участников фондового рынка;
- разработка учебных программ и планов и подготовка кадров;
- контроль за соблюдением профессиональной этики на рынке.

5.4. Основные участники рынка ценных бумаг

Участники рынка ценных бумаг – это физические лица или организации, которые продают или покупают ценные бумаги, или обслуживают их оборот и расчеты по ним. В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. участниками рынка ценных бумаг являются эмитенты, инвесторы, профессиональные участники и государственные органы регулирования и контроля (см. рис. 6).

Эмитенты – лица, выпускающие ценные бумаги с целью привлечения необходимых им денежных средств. Эмитентами могут выступать: государство в лице органов федеральной и местной власти (государственные облигации и другие ценные бумаги, отражающие финансовые обязательства госорганов); коммерческие организации (эмитирующие акции, облигации, векселя); инвестиционные компании и инвестиционные фонды; пенсионные фонды.

Инвесторы – лица, покупающие ценные бумаги с целью получения дохода, имущественных и неимущественных прав. К инвесторам относятся как юридические, так и физические лица, осуществляющие вложения в ценные бумаги. Инвесторов обычно классифицируют по стране происхождения (национальные инвесторы – резиденты и иностранные инвесторы – нерезиденты); способу инвестирования (инвесторы, осуществляющие прямые инвестиции и инвесторы, осуществляющие портфельные инвестиции); целям покупки (тактики, миноритарии, стратеги).

Инвесторы-тактики (спекулянты) – стремятся к максимизации доходности ценных бумаг в течение нескольких торговых сессий. Они, как правило, извлекают прибыль за счет разницы цен покупки и продажи ценных бумаг. Их роль на рынке состоит в обеспечении ликвидности ценных бумаг и определении их текущей цены.



Рис. 6. Структура фондового рынка

Миноритарные инвесторы покупают ценные бумаги с целью получения процентов (дивидендов) от владения ими. В отличие от спекулянтов, они держат ценные бумаги достаточно долго и продают их только при изменении каких-то внешних экономических условий.

Стратегические инвесторы ставят целью не получение дивидендов, а возможность воздействия на функционирование компании. Чем больше акций принадлежит акционеру, тем больше у него прав (владелец 1% акций имеет возможность ознакомиться с информацией в реестре акционеров, 10% дают право созыва внеочередного собрания акционеров, пакет 50% + 1 акция – полный контроль акционерного общества).

Особая роль принадлежит *институциональным инвесторам* – это портфельные инвесторы, которые формируют свой портфель из государственных, муниципальных и корпоративных ценных бумаг с целью получения дохода от роста курсовой стоимости ценных бумаг и выплат по ним. К ним относятся инвестиционные банки, инвестиционные фонды и инвестиционные компании, страховые компании, ПИФы, НПФ, общие фонды банковского управления. Их основная задача – приумножение средств инвесторов. Сосредоточение у них значительного объема ценных бумаг способствует большей стабильности и устойчивости фондового рынка.

Институциональные инвесторы, аккумулируют средства, которые имеются у большого числа физических или юридических лиц. Потребность в коллективном инвестировании возникает потому, что иногда традиционные финансовые инструменты оказываются недоступными для мелких инвесторов из-за высокой цены, сложностей работы с ними или нежелания эмитентов и посредников заниматься небольшими сделками, а также из-за недостатка знаний.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг – юридические лица или граждане, зарегистрированные в качестве предпринимателей, которые осуществляют профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, к ним относятся: брокеры, дилеры, фондовые управляющие, клиринговые организации, депозитарии, регистраторы, организаторы торговли ценными бумагами. Деятельность профессиональных участников подлежит обязательному лицензированию. К профессиональной деятельности на РЦБ относятся:

1. *Брокерская деятельность* – совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами *от имени и за счет клиента* или от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с клиентом. В качестве брокера могут выступать как физические лица, так и организации (брокерские компании), обладающие установленным минимальным собственным капиталом. Доходы брокера складываются из комиссионных от сделок и процентов по предоставляемым клиенту в заем денежным средствам или ценным бумагам.

2. *Дилерская деятельность* – совершение сделок купли-продажи ценных бумаг *от своего имени и за свой счет* путем публичного объявления цен покупки и/или продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и/или продажи этих ценных бумаг по объявленным ценам. Дилером может быть только юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией. Доходы дилера складываются из разницы цен продажи и покупки и комиссионных с клиентов.

3. *Деятельность по управлению ценными бумагами* – осуществление юридическим лицом от своего имени за вознаграждение доверительного управления переданными ему во владение имуществом (ценными бумагами, денежными средствами для инвестирования в ценные бумаги). Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по управлению ценными бумагами, называется *управляющим*.

4. *Клиринговая деятельность* – это деятельность по определению взаимных обязательств (сбор, сверка, корректировка информации по сделкам с ценными бумагами и подготовка бухгалтерских документов по ним) и их зачету по поставкам ценных бумаг и расчетам по ним. На фондовом рынке, организованном в форме биржевой торговли или на основе компьютерных систем торговли, число сделок и участников торговли очень велико, что объективно привело к выделению на этом рынке специализированных *расчетно-клиринговых организаций*. Они обычно существуют в форме акционерного общества и должны иметь лицензию ЦБ РФ. Уставной капитал расчетно-клиринговой организации образуется за счет взносов ее членов. Основные источники доходов: плата за регистрацию сделок; поступления от продажи информации; выручка от продажи своих технологий расчетов, программного обеспечения и т.п.

5. *Депозитарная деятельность* – это предоставление услуг по хране-

нию сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги. *Депозитарий* ведет счета, на которых учитываются ценные бумаги, переданные ему клиентами на хранение. Депозитарием может быть только юридическое лицо.

Между депозитарием и депонентом заключается депозитарный договор в письменной форме (договор о счете депо). По этому договору права собственности не переходят к депозитарию, он не имеет права распоряжаться ценными бумагами депонента. Услуги депозитария платные.

Появление депозитариев постепенно привело к тому, что ценные бумаги в виде бумажного документа используются все реже. Роль документа (сертификата), удостоверяющего права собственника на ценные бумаги, начинает играть запись на *счете «депо»*. Ценные бумаги учитываются на счетах депо по принципу двойной записи: в пассиве указываются владельцы; а в активе – место хранения. Каждая ценная бумага должна быть отражена дважды: на активном и пассивном счете депо.

6. *Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг* заключается в сборе, фиксации, обработке, хранению и предоставлению данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг. Лица, осуществляющие эту деятельность, называются *держателями реестра (регистраторами)*. Ими могут быть только юридические лица – эмитенты или специализированные организации, действующие на основании поручения эмитента. Осуществление деятельности по ведению реестра не допускает ее совмещения с другими видами профессиональной деятельности на фондовом рынке.

Реестр владельцев ценных бумаг представляет собой список зарегистрированных собственников с указанием количества, номинальной стоимости и категории ценных бумаг на любую установленную дату. Существует два вида зарегистрированных лиц: *владелец*, которому ценная бумага принадлежит на правах собственности, и *номинальный держатель* – лицо, которое держит бумаги в реестре от своего имени, не являясь их собственником. В качестве номинальных держателей ценных бумаг могут выступать профессиональные участники РЦБ – депозитарии, брокеры.

7. *Деятельность по организации торговли на РЦБ* состоит в предоставлении услуг, непосредственно способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами между участниками рынка ценных бумаг. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий такую деятельность, называется организатором торговли на РЦБ.

Организатор торговли обязан раскрыть следующую информацию:

- правила допуска участника рынка ценных бумаг к торгам;
- правила допуска к торгам ценных бумаг;
- правила заключения, сверки сделок и регистрации сделок;
- порядок исполнения сделок;
- правила, ограничивающие манипулирование рынком;

расписание предоставления услуг организатором торговли на рынке ценных бумаг;

регламент внесения изменений и дополнений в вышеперечисленные позиции; список ценных бумаг, допущенных к торгам.

Организаторы торговли ценными бумагами могут существовать в форме биржи или внебиржевой организации.

Тема 6. Инструменты рынка ценных бумаг

Все финансовые инструменты рынка ценных бумаг можно разделить на три группы:

долевые инструменты – акции, паи, депозитарные расписки;

долговые инструменты – облигации, векселя, депозитные и сберегательные сертификаты, чеки;

производные инструменты – фьючерсы, опционы.

6.1. Вексель

Вексель – это ценная бумага, удостоверяющая право на определенную денежную сумму. Вексель составляется в установленной законом письменной форме. Он содержит безусловное долговое обязательство, выплатить определенную денежную сумму через установленный срок предъявителю векселя или лицу, указанному в нем.

Векселя подразделяются на коммерческие и финансовые. *Коммерческий вексель* возникает в результате конкретной товарной сделки. Коммерческий вексель широко используется в обращении как разовый инструмент товарного кредита, предоставляемого поставщиком товаров (услуг) их потребителю. *Финансовый вексель* представляет собой расписку о получении займа.

В векселе объединены две важнейшие функции: кредитная и расчетная. С одной стороны, это способ предоставления товарного кредита, а с другой, вексель является денежным суррогатом, который благодаря возможности его переуступки может служить платежным средством. Вексель, являясь средством оформления товарного кредита, способствует ускорению реализации товаров и увеличению скорости оборота оборотных средств, приводит к уменьшению потребности фирм в денежных средствах.

По сравнению с другими долговыми обязательствами вексель обладает *абстрактностью*, поскольку в нем не оговариваются конкретные причины появления долгового обязательства; *бесспорностью*, т.е. обязательством должника произвести платеж независимо от условий возникновения долга; *обращаемостью*, позволяющей использовать вексель как средство обращения вместо наличных денег (в связи с этим вексель получил название торговых денег). Абстрактность векселя заключается в том, что, возникнув как результат определенной сделки, он от нее обособляется и существует как самостоятельный документ, как ценная бумага.

В основе вексельного законодательства всех стран лежит Женевская Международная конвенция о векселях (1930 г.). Российское вексельное законодательство, в основе которого лежит «Закон о векселях (Положение о простом и переводном векселе)», также опирается на эту конвенцию.

Процедура выпуска векселей крайне либеральна, так как не требует ни государственной регистрации, ни специальной защиты ее сертификата, ни предварительного объявления о ее появлении, ни специального залога или залога. Единственное требование к эмитенту – наличие у векселедателя дееспособности.

Простота выпуска векселя компенсируется строгостью законов к исполнению его условий сторонами сделки. Так как вексель не обязан иметь обеспечения, то для повышения его надежности, плательщик по векселю и векселедатель ставятся в более тяжелые условия, чем эмитенты других ценных бумаг.

Реквизиты, которые должны быть у векселя, строго определены законодательством. Все, что не соответствует этим требованиям, считается ненаписанным. В законодательстве строго регламентируются требования к сертификату векселя (формуляру), порядку его предъявления и обращения. Согласно Женевской Конвенции существует восемь обязательных реквизитов, закрепленных в сертификате векселя:

1. Он должен иметь слово “вексель” в названии, и в текстовом содержании векселя (*вексельная метка*).

2. Сумма платежа (*валюта векселя*) должна быть указана, как минимум, два раза: один раз цифрами, второй раз с большой буквы прописью. Если между суммами возникает расхождение, правильной считается сумма, написанная прописью. Если расхождения возникают между суммами, написанными прописью, то правильной считается меньшая сумма.

3. Вексель должен содержать сведения о его *плательщике*. Должны быть указаны реквизиты юридического лица или фамилия физического лица, а также адрес проживания.

4. В векселе указываются сведения о лице, в пользу которого совершается платеж. Это может быть лицо, кому предназначен платеж, а также третье лицо, выставившее вексель по поручению векселедержателя.

5. В векселе обязательно указывается *место платежа*. Если в векселе нет указания места платежа, то таковым считается место его составления (простой вексель) или место, обозначенное в реквизитах плательщика по нему (переводной вексель).

6. Сроки платежа (*срок векселя*): *определенный день*, через *столько-то дней* от составления, *по предъявлению*, *календарный период*. Чаще всего в векселе указывается конкретная календарная дата.

7. В векселе должна быть указаны *дата и место составления*. Если этот реквизит отсутствует, то местом составления считается место жительства или место нахождения компании должника. Наименование места со-

ставления должно находиться на лицевой стороне векселя.

8. Вексель должен содержать *собственноручную подпись лица*, выставившего вексель.

Векселя могут быть именными и предъявительскими. *Именной вексель* может быть предъявлен только тем лицом, которому он выдан или третьим лицом, которому векселедержатель поручил осуществить эту операцию. При *предъявительском векселе* векселедержатель имеет право передать (продать) вексель другому лицу. Российское законодательство не допускает выписки векселя на предъявителя.

Векселя могут быть простыми и переводными.

Простой вексель (соло-вексель) – ценная бумага, содержащая ничем не обусловленное обязательство векселедателя уплатить определенную сумму денег в определенный срок конкретному лицу или третьему лицу по приказу векселедержателя. Простой вексель предполагает, что векселедатель является одновременно и плательщиком по нему.

Отличие простого векселя от прочих долговых денежных обязательств состоит в том, что:

а) вексель может обращаться (передаваться от одного держателя другому по передаточной надписи – *индоссаменту*);

б) ответственность по векселю для всех участвующих в нем лиц является солидарной (за исключением лиц, поставивших безоборотную надпись);

в) нотариального заверения подписей не требуется;

г) при неоплате векселя в установленный срок, требуется заявить нотариально оформленный протест.

Переводной вексель (тратта) разделяет векселедателя и плательщика. В этом документе векселедатель дает безусловный приказ плательщику уплатить определенную сумму денег в определенный срок и в определенном месте векселедержателю. При переводном векселе его эмитент переносит свои долговые обязательства на другое лицо.

Платеж по векселю может быть обеспечен полностью или в части суммы за счет *вексельного поручительства (авалья)*. Такая гарантия может даваться третьим лицом (обычно банком) как векселедателю, так и любому другому обязанному по векселю лицу.

Особенностью векселя, как ценной бумаги является *солидарная ответственность* эмитента, плательщика, авалиста и индоссантов в платежах. Если последний векселедержатель не смог получить платеж от плательщика, то он вправе предъявить иск ко всем обязанным по векселю или к одному из них, не считаясь с порядком подписей этих лиц на векселе.

Банки выполняют с векселями достаточно большое число операций. К числу наиболее распространенных относится *учет векселей* – покупка банком или специализированными кредитными учреждениями векселей до истечения их срока по индоссаменту за вычетом *учетного процента (дискон-*

та), размер которого зависит от качества и срока векселя.

Так как обычно в векселе указывается только сумма платежа, то его покупка и продажа обычно происходит с дисконтом. Учетный процент векселя определяется по методам простого и сложного процента. Если известна продажная цена векселя, то его доходность по методу сложных процентов определяется как:

$$Y = \left(\frac{P_p}{P_c}\right)^\tau - 1, \text{ где} \quad (6.1)$$

P_c – текущая стоимость векселя;

P_p – номинальная стоимость векселя;

τ – время до срока платежа по векселю, в годах.

Простая доходность векселя определяется по формуле:

$$Y = \frac{P_p - P_c}{\tau P_c} \quad (6.2)$$

Учетный процент по векселю обычно сравнивают с процентными ставками по надежным ценным бумагам (краткосрочные государственные облигации), причем учетный процент по векселю должен быть выше. При оценке учетного процента по векселю учитывают также оценку платежеспособности эмитента (плательщика), риск неполучения платежей в срок, а также длительность периода до погашения векселя.

Покупная цена векселя определяется обратным образом, т.е.:

$$P_c = \frac{P_p}{(1 + R)^\tau} \quad (6.3)$$

где R – учетная процентная ставка.

6.2. Характеристика облигаций

Облигация (от лат. *obligatio*) – эмиссионная ценная бумага, удостоверяющая обязательство возместить владельцу ее номинальную стоимость в обусловленный срок с уплатой фиксированного процента (если иное не предусмотрено правилами выпуска). Организация, выпускающая облигации (эмитент), выступает в роли заемщика денег, а покупатель облигации (инвестор) – в роли кредитора. Облигации в основном используются для займа средств на длительный период у небанковских учреждений. Облигации имеют право выпускать только юридические лица.

Отличительные особенности облигации:

- 1) долговая ценная бумага – удостоверяет отношения займа;
- 2) имеет конечный срок погашения;
- 3) приносит гарантированный доход;
- 4) процентный доход рассчитывается по номинальной стоимости;
- 5) с момента эмиссии до погашения облигация продается и покупается по рыночным ценам;
- 6) не дает права управления предприятием эмитентом;
- 7) доходность – низкая, риск минимален.

В зависимости от статуса эмитента облигации бывают:

- *государственные* – выпускают органы федеральной власти РФ;
- *субфедеральные* – выпускают субъекты РФ;
- *муниципальные* – выпускают муниципальные образования;
- *корпоративные* – эмитируют предприятия и организации.

В зависимости от прав собственника:

- *именные* – права собственности принадлежат конкретным лицам, которые регистрируются в специальном реестре;
- *на предъявителя* – не имеют специального указания владельца.

Облигации могут выпускаться в бумажной форме на специальных защищенных бланках, которые называются *сертификатами*, а сами облигации *сертификатными*. В последнее время облигации чаще выпускают *электронные облигации* – в электронной форме.

По форме выплаты дохода:

- *бескупонные (с нулевым купоном)* – это дисконтные ценные бумаги, которые размещаются ниже номинала (с дисконтом). Доход по ним образуется в виде разницы между ценой покупки и ценой погашения;
- *купонные*, которые имеют специальный купон, являющийся свидетельством права держателя облигации на получение процентов в указанные на купоне сроки.

По виду обеспечения выделяют облигации:

- *обеспеченные* – выпускаются под залог основных средств организаций, в том числе недвижимости эмитента или доверительной собственности других компаний. Притязания владельцев таких облигаций как кредиторов подлежат первоочередному удовлетворению, в том числе по сравнению с держателями других разновидностей облигаций;
- *авалированные* – обеспечены обязательством банков или других финансовых организаций выплатить инвесторам средства (или их часть) по номиналу облигаций;
- *необеспеченные* – без обеспечения недвижимостью или авалем. Имеют действительную ценность только в том случае, если у эмитента прочное финансовое положение и высокий “ облигационный “ рейтинг.

Необеспеченные облигации, выпускаемые малоизвестными эмитентами второго и третьего эшелона с низким кредитным рейтингом, часто называют *мусорными (junk-bonds)*, так как высок риск невозврата ссуды. Обычно, чтобы привлечь инвесторов по таким облигациям обещают повышенный процент по купонным выплатам.

Обеспеченные и авалированные облигации иногда называют преимущественными, так как они дают инвесторам преимущественное право требовать по ним долги с эмитента.

По способу начисления процента бывают облигации:

- *с фиксированным процентом* – величина купонных выплат является неизменной;

– с *прогрессивной процентной ставкой* – величина купонных платежей увеличивается по мере приближения к сроку погашения;

– с *регрессной процентной ставкой* – размер купонного платежа уменьшается по мере приближения к сроку погашения (например, при ожидании роста курса валюты);

– с *полным купоном* – доход по купону определяется исходя из номинала облигации и текущей рыночной ставки или другого индикаторного показателя.

Особым видом облигаций являются *целевые (беспроцентные)*. Доход по таким облигациям не выплачивается, однако их владельцам предоставляется право на приобретение определенных товаров или услуг по фиксированным ценам, под которые выпущен облигационный займ (золотые займы, предусматривающие возможность получения золота вместо денег после истечения срока заимствования).

Новым видом облигаций являются *ипотечные* облигации, выпускаемые под обеспечение ипотекой. Они используются для предоставления кредита под залог недвижимости. Выпускаются банками и другими институтами для финансирования ипотечного кредита.

Размещая облигации, организация должна зарегистрировать эмиссию в Министерстве Финансов РФ. Для регистрации эмиссии организации представляют заявление о регистрации облигаций; решение о выпуске облигаций, принятое уполномоченными органами организации; и проспект эмиссии. В *проспекте эмиссии* указывается общая сумма эмиссии и номинальное достоинство, способ размещения, размер и способ выплаты купонного дохода, сроки выплаты купонного дохода, период обращения облигаций, по истечении которого они могут быть предъявлены к выкупу, а также порядок их выкупа.

Облигация имеет:

номинальную (нарицательную) цену – служит базой при дальнейших расчетах и при начислении процентов;

выкупную цену (может совпадать или отличаться от номинальной в зависимости от условий займа) – по ней облигация выкупается (погашается) эмитентом после истечения срока займа;

рыночную цену – определяется условиями займа и ситуацией, сложившейся в текущий момент на рынке облигаций.

Курс облигации – это отношение рыночной цены к номиналу в процентах.

Бескупонные облигации обычно погашаются по номинальной стоимости, поэтому их цена определяется по формуле, аналогичной используемой при оценке векселя:

$$P_{вс} = \frac{P_{вп}}{(1 + R)^{\tau}}, \text{ где} \quad (6.4)$$

$P_{вс}$ – текущая стоимость облигации;

P_{Bp} – номинальная стоимость облигации;
 R – расчетная процентная ставка по облигации;
 τ – срок до погашения облигации, измеряемый в годах.

Величина R зависит от ставки рефинансирования ЦБ и рисковей составляющей, которая является относительно постоянной для каждого из эмитентов.

Текущая стоимость купонной облигации представляет более сложную величину, в которой имеется долгосрочная составляющая, определяемая ожидаемыми доходами в будущих периодах и внутрипериодная составляющая, отражающая изменение стоимости между двумя купонными выплатами. В момент выпуска облигации, если предполагать, что дисконтная ставка ЦБ не изменяется, объем будущих выплат по облигации оценивается по формуле:

$$P_{Bc}(0) = \frac{P_{Bp}}{(1+r)^T} + \sum_{t=1}^T \frac{RP_{Bp}}{(1+r)^t} = \frac{P_{Bp}}{(1+r)^T} \left(1 + \frac{R((1+r)^T - 1)}{r}\right), \text{ где (6.5)}$$

$P_{Bc}(0)$ – стоимость облигации на момент размещения;
 R – процентная ставка по облигации на один период купонных платежей;
 T – число купонных периодов;
 r – дисконтная ставка для облигации.

Через t периодов купонных платежей, стоимость облигации на день, следующий за моментом совершения купонного платежа, будет равна:

$$P_{Bc}(t) = \frac{P_{Bp}}{(1+r)^{T-t}} \left(1 + \frac{R((1+r)^{T-t} - 1)}{r}\right) \quad (6.6)$$

Выпуск корпоративных облигаций используется эмитентами как средство привлечения капитала для финансирования определенных программ, когда собственники капитала хотят увеличить масштабы своей деятельности и в то же время не допустить «размывания» капитала за счет привлечения новых собственников и когда выпуск облигаций оказывается выгоднее привлечения банковских кредитов.

6.3. Государственные ценные бумаги

Большое значение для экономики имеют государственные ценные бумаги (ГЦБ). Их роль менялась в ходе исторического развития. Первоначально ГЦБ использовались как один из инструментов государственного кредита для покрытия бюджетного дефицита. В дальнейшем в большей мере стали использоваться для регулирования денежного обращения.

В современных условиях с помощью государственных ценных бумаг проводится денежно-кредитная политика. Банк России, представляющий правительство как агент, покупает и продает ГЦБ на рынке ценных бумаг (операции «на открытом рынке») с целью регулирования денежной массы в обращении.

Государственные ценные бумаги в экономике России выполняют следующие функции:

- 1) являются наиболее цивилизованным рыночным способом формирования государственного долга;
- 2) обеспечивают кассовое исполнение государственного бюджета путем покрытия разрывов между доходами и расходами, возникающих из-за несовпадения во времени налоговых поступлений и расходов бюджета;
- 3) выступают регулятором не только денежного обращения, но и развития экономики в целом;
- 4) мобилизуют средства для финансирования целевых государственных и муниципальных программ;
- 5) могут выступать в качестве залога по кредитам.

В настоящее время в России обращаются следующие виды государственных ценных бумаг:

1. Государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО);
2. Облигации федерального займа с переменным купонным доходом (ОФЗ-ПК);
3. Облигации федерального займа с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД);
4. Облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом (ОФЗ-ФД);
5. Облигации федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД);
6. Облигации Банка России (ОБР);

Кроме того, на российском рынке обращаются и облигации государственных валютных облигационных займов.

Выпуск облигаций осуществляется в бездокументарной форме в виде записей на счетах “депо”. Каждый выпуск оформляется глобальным сертификатом в двух подлинных экземплярах, хранящихся Министерстве финансов РФ и Банке России (Внешэкономбанке).

Краткосрочные государственные облигации и облигации Банка России являются бескупонными облигациями. На первичном аукционе они продаются по стоимости ниже номинала, а погашаются по номинальной стоимости после всего срока обращения. Разница между ценой приобретения и номиналом (дисконт) составляет доход инвестора. В последние годы новых эмиссий ГКО не было, вместо них выпускались краткосрочные ОБР.

Облигации федерального займа с переменным купонным доходом выпускались на срок от 1 года до 3 лет. Купонный доход рассчитывался по доходности ГКО. В настоящее время новых эмиссий не предусмотрено.

Облигации федерального займа с постоянным купонным доходом – именные купонные среднесрочные (от 1 года до 5 лет) и долгосрочные (от 5 до 30 лет) государственные облигации. Предоставляют их владельцам право на получение номинальной стоимости ОФЗ-ПД при ее погашении и на получение купонного дохода в виде процента к номинальной

стоимости облигации. Процентная ставка купонного дохода является постоянной для каждого отдельного выпуска ОФЗ ПД. В настоящее время ОФЗ-ПД являются основным инструментом заимствования на внутреннем рынке.

Облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом – именные купонные среднесрочные (от 1 года до 5 лет) и долгосрочные (от 5 до 30 лет) государственные облигации, предоставляющие их владельцам право на получение номинальной стоимости ОФЗ-ПД при ее погашении и на получение купонного дохода в виде процента к номинальной стоимости облигации. Процентная ставка для начисления купонного дохода фиксируется при выпуске облигации, но не является постоянной в течение всего срока обращения облигации (15% по первому и второму купону и 10% по оставшимся купонам).

Облигации федерального займа с амортизацией долга – инструмент среднесрочного государственного заимствования. Погашение номинальной стоимости осуществляется частями. Проценты начисляются по фиксированной ставке пропорционально непогашенной части облигации (последний выпуск в 2005 г.)

Облигации банка России – облигации, эмитируемые от имени ЦБ РФ в целях регулирования ликвидности банковского сектора, размещаются и обращаются только среди российских кредитных организаций. ОБР выпускаются на сроки от нескольких месяцев до 1 года, возможно использование и более долгосрочных бумаг (до 3-5 лет). Операции с ОБР являются достаточно гибким инструментом, так как кредитная организация, являющаяся их держателем, при необходимости может использовать их в качестве обеспечения по операциям межбанковского кредитования и/или привлечения рефинансирования со стороны ЦБ. Кредитная организация также может реализовать данные бумаги на вторичном рынке, либо продать их ЦБ.

ОБР выпускаются в форме бескупонных дисконтных облигаций, продаются держателям по цене, меньшей номинала, с последующим погашением по номинальной стоимости при отсутствии купонных платежей держателям в период обращения выпуска. В настоящее время ЦБ выпускает облигации со сроком до погашения 3 месяца с периодичностью размещения новых выпусков один раз в два месяца. Наличие вторичного рынка облигаций Банка России подразумевает возможность обращения эмитированных облигаций между участниками российского финансового рынка.

Еще одним видом государственных облигаций являются *российские еврооблигации*. Они номинированы в долларах США и евро. Еврооблигации входят в листинги РТС и ММВБ. В марте 2011 г. на международном рынке капитала появился новый тип еврооблигаций РФ в рублях.

До кризиса 2008 г. в условиях устойчивого профицита федерального бюджета, внутренние заимствования составляли относительно небольшую величину – 170 – 250 млрд руб. в год. Выпуск ОФЗ осуществлялся, исходя из скорее технических (поддержание функционирования рынка, создание

безрисковой кривой доходности и пр.), чем финансовых соображений. С 2009 г., когда внутренний рынок стал рассматриваться в качестве основного источника финансирования бюджетного дефицита, ситуация изменилась.

За последние 10 лет внутренний рынок государственных ценных бумаг продемонстрировал устойчивый рост, превратившись в ключевой сегмент финансового сектора страны: по объему обращающихся ценных бумаг на рынок ОФЗ сегодня приходится значительная доля – 37% – всего долгового рынка России. При этом только за последние 2,5 года объем рынка ОФЗ увеличился с 1,1 до 2,5 трлн руб. (более чем в 2 раза).⁹

С февраля 2011 г. на РТС, а с марта 2011 г. на ММВБ запущена торговля фьючерсными контрактами на корзину ОФЗ, позволяющими инвесторам хеджировать процентные риски, связанные с вложениями в госбумаги.

Ключевым недостатком рынка ОФЗ является отсутствие широкой ресурсной базы. Основной спрос на ОФЗ сегодня предъявляют крупные российские банки с государственным участием, а также коммерческие банки с иностранным участием. Зарубежные инвесторы покупают ОФЗ с целью реализации краткосрочных, чаще спекулятивных стратегий, а также для управления ликвидностью. Объем портфелей ОФЗ, принадлежащих нерезидентам, составляет около 3% обращающегося долга (около 64 млрд руб.). При этом основные обороты обеспечивают хеджевые фонды-нерезиденты и частные инвесторы, осуществляющие краткосрочные вложения.

Среди участников рынка ОФЗ практически отсутствуют консервативные институциональные инвесторы, инвестирующие денежные средства на длительные сроки, и которые в мировой практике являются основными держателями ГЦБ. Сегодня на рынке ОФЗ к числу институциональных инвесторов могут быть отнесены только Внешэкономбанк как управляющий средствами пенсионных накоплений и Пенсионный фонд РФ.

Банк России сформировал свой портфель ОФЗ до 2008 г. и за прошедший период сохраняет его объем на постоянном уровне. НПФ, обладающие значительными средствами в управлении (более 1 трлн руб.), в настоящее время инвестиций на рынке ОФЗ не осуществляют.

В настоящее время ОФЗ обращаются в секции ГЦБ ММВБ. В соответствии с положением Банка России от 25 марта 2003 г. № 219-П «Об обслуживании и обращении выпусков федеральных государственных ценных бумаг» ОФЗ могут обращаться только на бирже, то есть на ММВБ. При этом в мировой практике внебиржевая торговля государственными ценными бумагами широко распространена. Например, вторичный рынок еврооблигаций существует и развивается исключительно как внебиржевой. Отсутствие возможности внебиржевого обращения ОФЗ ведет к удорожанию операций с ними, в частности, за счет комиссии биржи, сужает доступ на

⁹ http://www1.minfin.ru/common/img/uploaded/library/2011/08/Dolgovaya_politika_na_sayt_SSHA1.pdf

рынок ОФЗ российских участников, препятствует массовому приходу на рынок иностранных инвесторов.

6.4. Виды и оценка стоимости акций

Акция представляет собой долевой инструмент, подтверждающий право владельца на часть капитала компании, который может быть передан от одного лица другому без согласия других собственников предприятия. Акции выпускаются только акционерными обществами и являются корпоративными ценными бумагами.

Акции можно классифицировать разными способами.

По правам, имеющимся у владельца акций они делятся на: обыкновенные, конвертируемые и привилегированные

Обыкновенная (простая) акция предоставляет право их собственнику:

– претендовать на часть прибыли по результатам деятельности предприятия – дивиденды;

– участвовать в управлении предприятием;

– претендовать на часть его имущества после ликвидации предприятия. При банкротстве предприятия владельцы обыкновенных акций являются последними в очереди на собственность ликвидированного предприятия, пропорционально доли принадлежащих им акций в уставном капитале компании.

Привилегированная акция:

– не дает их владельцу права голоса на собрании акционеров;

– приносит гарантированный доход в виде фиксированной величины;

– предоставляет первичное право на выплату части имущества в случае ликвидации компании. Эти характеристики сближают привилегированные акции с облигациями.

Привилегированные акции могут быть кумулятивными и некумулятивными. *Кумулятивные* (от лат. *cumulatio* – увеличение) привилегированные акции обеспечивают накопление невыплаченных дивидендов, если в каком-то году из-за недостатка чистой прибыли они не выплачивались. Накопленные дивиденды могут быть выплачены в следующем году или даже через несколько лет, как только у предприятия появится чистая прибыль.

При *некумулятивных* привилегированных акциях при недостатке прибыли дивиденды не выплачиваются и не накапливаются. Если подобная ситуация складывается несколько лет подряд, то привилегированные акции конвертируются в обыкновенные.

Конвертируемые акции – это привилегированные акции, которые превращаются в обыкновенные при определенных условиях, зафиксированных при их эмиссии. Типичными условиями конверсии являются:

1) систематическая невыплата дивидендов;

2) уход владельца акций из компании;

3) истечение определенного срока;

4) достижение компанией определенного целевого состояния.

Конвертируемые акции, как правило, являются некумулятивными.

Размер дивидендов может фиксироваться как определенный платеж к номиналу акции, которая должна выплачиваться в независимости от того, какую чистую прибыль получила компания. Единственное условие выплаты дивидендов – это наличие у фирмы чистой прибыли. Такие привилегированные акции называются акциями с *фиксированным дивидендом*. Второй тип привилегированных акций предполагает фиксацию определенной части чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов. Они называются привилегированными акциями с *плавающим дивидендом*. Акции с фиксированным дивидендом, как правило, являются кумулятивными, а с плавающим – некумулятивными.

Акции могут быть *именными* и *на предъявителя*. В России все акции являются именными, что существенно затрудняет их торговлю на открытом рынке.

Корпоративные акции могут продаваться *на открытом рынке* или *по подписке* на закрытом. Под *открытым рынком* понимают такой рынок, на котором любое юридическое или физическое лицо может купить или продать, имеющиеся у него акции. Продажа на открытом рынке может осуществляться только для акционерных обществ открытого типа. При продаже по подписке покупатель обычно знает покупателя, а в случае обществ закрытого типа остальные акционеры должны быть заблаговременно предупреждены о предполагаемой сделке, так как они имеют право на первоочередную покупку акций.

Среди акций, которые продаются на открытом рынке, обычно выделяют *котируемые* и *некотируемые*. Для того, чтобы акция стала котируемой, она должна отвечать следующим условиям:

- 1) быть включенной в листинг хотя бы одной из бирж;
- 2) иметь достаточно высокую частоту сделок по ее купле – продаже, для того, чтобы сформировалась устойчивая рыночная цена акции.
- 3) эмитент акции должен быть достаточно хорошо известен и обладает достаточной кредитоспособностью

Котировка акций происходит на фондовых биржах или биржевых электронных системах (БЭС). При этом не все акции, включенные в листинг фондовых бирж или БЭС, могут оказаться котируемыми.

Для котируемых акций существует их классификация по ликвидности и волатильности акций. Под *ликвидностью* акций понимается способность владельца акций быстро превратить их в деньги и при этом получить сумму, не меньшую, чем была затрачена при покупке (с учетом полученных дивидендов). К наиболее ликвидным акциям относятся все наиболее часто покупаемые или продаваемые на рынке акции. Они носят название - *акции первого эшелона*. Котируемые акции, продаваемые относительно редко, или в небольших объемах носят название *акций второго эшелона*. На раз-

ных рынках одни и те же акции могут быть как акциями первого, так и второго эшелона. Высокая ликвидность уменьшает риск вложений.

Волатильность – уровень колебаний стоимости акций от своего среднего значения и предсказуемость ее динамики в течение относительно короткого периода. Высокая волатильность увеличивает риск вложений, но дает возможность получить спекулятивный выигрыш. Волатильность и ликвидность акций может достаточно часто меняться в зависимости от общей экономической ситуации, изменений нормативно-правового законодательства, отраслевых тенденций, финансовых условий функционирования фондового рынка. Кроме того, волатильность акций существенно зависит от того, на каком рынке они котируются. На сравнительно устойчивых рынках (не склонных к панике), акции менее волатильны, чем на неустойчивых.

Существует и так называемая классификация "ожиданий инвестора". В соответствии с ней выделяют следующие акции.

Голубые фишки (Blue Chip Stocks) – высоколиквидные акции крупных, известных компаний, уже зарекомендовавших себя стабильными показателями доходности. Термин "голубая фишка" заимствован из покера, где голубая фишка имеет наибольшую стоимость. Дивиденды по этим акциям обычно относительно небольшие, но устойчивые.

Акции роста – акции, рост стоимости которых предполагается в будущем. Это, как правило, акции средне известных компаний, работающих в перспективной на данный момент отрасли (электронный бизнес, телекоммуникации).

Доходные акции – акции компаний, не относящихся к голубым фишкам, по которым, как правило, выплачиваются хорошие дивиденды (акции приборостроительных и машиностроительных предприятий).

Циклические акции – акции компаний, стоимость которых обычно прямо зависит от состояния экономики в целом. Они сильно растут в цене при экономическом подъеме и быстро падают во время экономического кризиса (акции автомобильных заводов, строительных компаний, банков и транспортных компаний).

Защитные акции – акции тех отраслей промышленности, на которые меньше всего влияет экономическая ситуация в стране (акции предприятий пищевой промышленности, сырьевых и металлургических фирм).

Акции компаний с малой капитализацией – акции сравнительно новых (малоизвестных), но перспективных компаний (предприятий технологического сектора). У таких акций может быть высокий потенциал роста, но высокая степень.

Спекулятивные акции – акции нестабильных компаний, давно присутствующих на рынке.

Выпуская акции, организация должна зарегистрировать их выпуск в Министерстве Финансов РФ. Для регистрации новой эмиссии акций орга-

низации представляют финансовым органам следующие документы:

- 1) заявление о регистрации эмиссии акций и их виде;
- 2) решение о выпуске акций, принятое советом директоров акционерного общества;
- 3) *проспект эмиссии*, в котором указывается общий размер эмиссии и номинальное достоинство, способ размещения, размер и способ выплаты дивидендов, а при выпуске привилегированных акций условия накопления дивидендов и конвертации акций.

Основным достоинством привлечения денежных средств в виде обыкновенных акций состоит в том, что они становятся собственными средствами предприятия и не требуют возврата. Основным недостатком эмиссии как обыкновенных, так и привилегированных акций является необходимость распределять прибыль между большим числом участников. При эмиссии обыкновенных акций возникает риск перераспределения контрольных полномочий между акционерами, из-за перехода контрольных и блокирующих пакетов акций к другим собственникам. Наконец, привлечение средств на основе эмиссии акций занимает значительно больше времени, чем при использовании долговых инструментов.

При выпуске привилегированных акций, приходится учитывать, что их эмиссия влечет необходимость выплаты достаточно большой части прибыли на дивиденды, вне зависимости от тех условий, в которых находится компания.

Каждая акция имеет несколько видов стоимости. В первую очередь выделяют *номинальную стоимость*, которая обозначена на сертификате акций или объявлена при эмиссии новых акций (если они не имеют сертификата). По этой цене акции учитываются в статье пассивов – уставной капитал. Она определяет меру ответственности участников акционерного общества, в случае банкротства предприятия.

Рыночная или котировальная стоимость, по которой акции продаются на открытом рынке или приобретаются по закрытой подписке у акционеров. Чтобы определить рыночную стоимость даже одной акции, необходимо провести оценку бизнеса фирмы, а затем выделить стоимость доли из общей стоимости. Стоимость доли существенно зависит от того, какие права она дает акционеру. Если акционер практически не может влиять на принятие решений (*миноритарный акционер*), то стоимость его пакета акций может быть не пропорциональна стоимости пакета акций, который позволяет существенно влиять на принятие решений (*крупный акционер*) или даже определять их (*главный акционер или доминирующий акционер*). Принято считать, что крупный акционер владеет не менее 10% акций, а доминирующему акционеру принадлежит контрольный пакет акций.

Оценка рыночной стоимости производится по одному из известных подходов: *бухгалтерскому, рыночному (сравнительному) или доходному*.

Бухгалтерский подход: проводится оценка всех без исключения акти-

вов A : зданий, сооружений, оборудования, транспортных средств, различных прав, интеллектуальной собственности, запасов, дебиторской задолженности и прочих активов. Из стоимости активов вычитается величина обязательств L : кредиторская задолженность, заемные средства и прочие обязательства перед третьими лицами. Стоимость акций определяется исходя из величины капитала E :

$$E = A - L \quad (6.7)$$

Если все акции имеют одинаковый номинал, то стоимость акций P_a

равна:

$$P_a = \frac{E}{M}, \text{ где} \quad (6.8)$$

M – число эмитированных акций. В случае, если номинальная стоимость акций различна (разная номинальная стоимость обыкновенных и привилегированных акций), то сначала нужно определить стоимость 1 рубля (P_y) в уставном капитале (Y) компании, а затем оценить конкретную стоимость каждого типа акций (P_{ai}), умножая на ее номинал акции P_i , т.е.

$$P_y = \frac{E}{Y}; \quad P_{ai} = P_i P_y \quad (6.9)$$

Активы и обязательства при бухгалтерском подходе оценка акций может определяться разными методами:

1) *балансовый метод* – по данным баланса предприятия, представляемого в налоговые органы;

2) *оценка по реальной стоимости активов* – на основе реальной рыночной стоимости активов предприятия, часть из которых может быть выше их балансовой стоимости (здания в центре города), а другие оказываются полностью неликвидными (расходы будущих периодов);

3) *метод оценки по восстановительной стоимости активов* – на основе оценки восстановительной стоимости активов предприятия, т.е. путем определения тех затрат, которые потребовались бы в настоящее время, чтобы воссоздать оцениваемые активы;

4) *исторический метод* – когда невозможно произвести полную переоценку всех активов по рыночной или по восстановительной стоимости. Стоимость активов переводится в текущие цены за счет применения дефляторов, отражающих изменение цен на разные группы активов за период с момента их ввода, до момента, на который проводится оценка.

Бухгалтерские методы оценки используют для определения стоимости крупных или контрольных пакетов акций, так как только в этих случаях имеется возможность влиять на назначение менеджмента компанией и управление активами. При применении бухгалтерского метода средняя цена используется для оценки крупного пакета акций. Контрольные пакеты могут иметь премию до 40 % процентов по сравнению со средней ценой, а миноритарные – скидку в размере до 20-30 %.

Оценка стоимости акций на основе *рыночного (сравнительного) под-*

хода предполагает, что их цена может быть определена либо на основе прямых данных о купле и продаже на фондовом рынке, либо на основе сведений о стоимости акций аналогичных предприятий. Этот метод также имеет большое число разновидностей:

1) оценка по средней цене сделок за определенный период (для акций, которые котируются на бирже):

$$P_a = \frac{\sum_{j \in S(T)} P_j}{\sum_{j \in S(T)} N_j}, \text{ где} \quad (6.10)$$

$S(T)$ – число сделок за период T ;

N_j – число акций проданных в j -ой сделке;

P_j – цена акций в j -ой сделке.

2) оценка по средней цене котировок за определенный период:

$$P_a = \frac{\sum_{t=-T}^0 (P_{\max}(t) + P_{\min}(t))\psi(t)}{2 \sum_{t=-T}^0 \psi(t)}, \text{ где} \quad (6.11)$$

$P_{\max}(t)$ – максимальная цена спроса в день t ,

$P_{\min}(t)$ – минимальная цена предложения в день t ;

$\psi(t)$ – удельный вес дня t при оценке стоимости акций за T дней до текущего дня. Веса $\psi(t)$ обычно убывают по мере отдаления от текущего дня.

Имеются и другие методы оценки стоимости по тем акциям, которые реально представлены на открытом фондовом рынке.

Если акции компании не торгуются на биржах или в биржевых системах, то, как правило, не имеется информации об их текущей рыночной стоимости. В этих случаях прибегают к таким разновидностям метода продаж как:

– метод рыночной привлекательности, основанный на предположении, что соотношение полученного чистого дохода к цене акции у предприятий, имеющих аналогичную специализацию, размер и схожее местоположение, должны быть пропорциональны:

$$P_a = P_{ya} \sum_l \frac{ROE_a P_l}{ROE_l P_{yl}} \frac{\alpha_l}{\sum_k \alpha_k}, \text{ где} \quad (6.12)$$

ROE_a – рентабельность (по прибыли после налогообложения) капитала оцениваемой фирмы;

ROE_l – рентабельность капитала l -ой аналогичной фирмы;

P_l – рыночная стоимость акций l -ой фирмы;

P_{yl} – номинальная стоимость акций l -ой фирмы;

P_{ya} – номинальная стоимость акций оцениваемой фирмы;

α – коэффициент схожести l -ой фирмы оцениваемой, который определяется в пределах от 0 до 1.

– метод потенциального размера дивидендов, опирающийся на пред-

положении, что соотношение полученных дивидендов к цене акции у предприятий, имеющих аналогичную специализацию, размер и схожее местоположение, должны быть пропорциональны, т.е.

$$P_a = P_{ya} \sum_i \frac{DIV_a P_i}{DIV_i P_{y1}} \frac{\alpha_i}{\sum_k \alpha_k}, \text{ где} \quad (6.13)$$

DIV_a – средний размер дивидендов на 1 акцию, выплачивавшихся в оцениваемой фирме за определенный период (от 3 до 10 лет);

DIV_i – средний размер дивидендов на 1 акцию, выплачивавшихся 1-ой аналогичной фирме за тот же сопоставительный период.

– *метод аналоговой цены*, опирающийся на то, что стоимость акций аналогичных открытых компаний, котирующихся на биржах к их балансовой стоимости у аналогичных компаний должны быть равны:

$$P_a = P_{ya} \sum_i \frac{E_a P_i}{E_i P_{y1}} \frac{\alpha_i}{\sum_k \alpha_k}, \text{ где} \quad (6.14)$$

E_a – средний размер капитала (чистых активов) оцениваемой фирмы за определенный период (от 3 до 10 лет);

E_i – средний размер капитала (чистых активов) 1-ой аналогичной фирме за тот же сопоставительный период. Иногда в качестве базы для сопоставления выбирают численность персонала, производственные мощности, объемы оборота и т.д.

Применение балансового или сравнительного подходов во многих случаях является достаточно трудоемким и неоправданным. Поэтому достаточно часто прибегают к методам, используемым в рамках *доходного подхода*, в рамках которого выделяют методы прогнозного дохода; капитализации чистой прибыли; дисконтированного денежного потока.

Метод прогнозного дохода в качестве базы рассматривает прогнозируемую прибыль после налогообложения. За основу принимаются данные о текущих затратах на производство и объемах продаж

Метод капитализации чистой прибыли в качестве базы рассматривает поток фактически полученной чистой прибыли за ретроспективный период и сопоставляет с доходами, которые потенциально могут быть получены от альтернативных вложений (с учетом базового и рискованного дисконтов).

Метод дисконтированного денежного потока опирается на долгосрочный прогноз денежного потока выручки от деятельности предприятия.

Расчет стоимости акций этими методами подробно рассмотрен в учебном пособии Е.В.Востокова «Финансы»¹⁰.

Оценка стоимости одних и тех же акций по разным методам могут давать отличные друг от друга результаты. Согласование стоимости производится методом средневзвешенных оценок, полученных разными методами.

¹⁰ Финансы. Часть 1. Денежное обращение и финансовые рынки. Учебное пособие/Востоков Е.В. – СПб, Издательство «Линк», 2008

Сопоставление оценки стоимости акций, полученные бухгалтерскими методами и методами рыночных сопоставлений, а также доходными методами позволяет выявлять наиболее перспективные вложения. В частности, акции считаются *недооцененными*, если их оценка по бухгалтерским и доходным подходам, оказывается выше, чем по рыночному подходу. Наоборот, если рыночные подходы дают более высокую оценку, чем все другие, акции *переоценены*.

Компании всегда заинтересованы в том, чтобы можно было влиять на курс ранее выпущенных ценных бумаг. Именно для этого эмитенты регулярно осуществляют корпоративные действия. *Корпоративные действия эмитента* – это любые действия с собственными эмиссионными ценными бумагами. К ним относятся: выпуск прав (*rights issue*); бонусная эмиссия (*bonus issue*); консолидация дивидендов, дробление акций (*Stock split*); консолидация акций (*consolidated stock*); возврат капитала акционерам.

Выпуск прав – преимущественное право на покупку акций нового выпуска существующим акционерам прежде, чем они будут предложены другим лицам. Подобное действие сохраняет их долю, это важно для защиты крупных пакетов от «размывания».

Бонусная эмиссия – бесплатное распределение вновь выпущенных акций существующим акционерам, пропорционально акциям, которыми те уже владеют. Способствует увеличению ликвидности рынка акций.

Консолидация дивидендов – распределение между владельцами дополнительных акций вместо выплаты дивидендов в денежной форме.

Дробление акций (сплит) – способ увеличения числа акций, который состоит в обмене акций определенной стоимости на большее количество акций меньшей стоимости. Другими словами – это увеличение количества выпущенных и размещенных акций, не влекущее за собой изменение совокупной рыночной стоимости активов корпорации и относительных долей держателей акций. Меняется номинальная стоимость акций, но не меняется суммарный капитал выпуска. Например, двукратное дробление акций ценой 80 руб. за каждую означает, что число акций удваивается, например, с 5 до 10 млн штук, а цена уменьшается вдвое, т. е. до 40 руб. за акцию. Таким образом, владелец 100 акций, имевших курс 80 руб., превращается в держателя 200 акций ценой 40 руб., а совокупная стоимость его портфеля 8000 руб. не меняется.

Данная операция проводится для достижения чисто рыночного эффекта – сделать акции более привлекательными для мелких инвесторов. Обычно это происходит тогда, когда курс компании сильно вырос, а также для стимулирования вложений мелких частных инвесторов, готовых инвестировать малые суммы в рискованные активы.

Консолидация акций – их число уменьшается, а стоимость повышается до уровня, приемлемого с точки зрения эмитента. Например, обмен двух «старых» акций на одну «новую», в результате чего возрастает цена акций. Это необходимо потому, что акции, цена которых низка, рассматриваются инвесторами как акции с высоким риском, по которым возможно дальней-

шие падение цены, а, следовательно, потери в инвестициях.

Другой техникой, уменьшающей количество акций, является их скупка. Обычно они скупаются, если у компании имеются свободные средства, и цена акций относительно низка. Помимо того, что скупка акций является хорошей инвестицией, у нее есть дополнительный положительный эффект – увеличивается спрос на акции, что приводит к повышению цен. Эту операцию следует отличать от выкупа. Право требовать выкуп предоставляется лицам, которые на 1 июля 2006 г. совместно со своими аффилированными лицами владели более 95% акций. Цена выкупаемых ценных бумаг не может быть ниже стоимости определенной независимым оценщиком в отчете об оценке ценных бумаг и подтвержденной СРО оценщиков при проведении экспертизы такого отчета.

Эмитент может объявить о *выкупе (отзыве)* своих акций у акционеров, предлагая приемлемую цену. Возврат капитала акционерам может быть вспомогательным действием при консолидации, дроблении или бонусной эмиссии. Причиной для него может служить необходимость изменения структуры капитала с точки зрения соотношения собственных и заемных средств, снижения риска поглощения другой компанией. Хотя используется довольно редко, но, как правило, является плохим знаком для акционеров, сигналом о прекращении роста компании.

6.5. Прочие ценные бумаги

По российскому законодательству к ценным бумагам также относятся депозитные и сберегательные сертификаты, чеки, коносаменты, закладные.

Депозитные и сберегательные сертификаты – ценные бумаги, право выпускать которые предоставлено только коммерческим банкам. **Депозитный (сберегательный) сертификат** – это ценная бумага, удостоверяющая сумму вклада, внесенного в банк, и права вкладчика (держателя сертификата) на получение по истечении установленного срока суммы вклада и процентов по нему в банке, выдавшем сертификат, или в любом филиале этого банка.¹¹ Депозитный сертификат – это сравнительно новый инструмент денежного рынка, приобретаются как финансовыми, так и нефинансовыми фирмами. Они менее надежные инструменты, чем государственные облигации, а потому должны иметь более высокий уровень доходности.

Если в качестве вкладчика выступает юридическое лицо, то оформляется *депозитный* сертификат, если физическое лицо – *сберегательный*. При этом владельцем сертификата могут быть только юридические лица, зарегистрированные на территории РФ или иного государства, использующего рубль в качестве официальной денежной единицы. Условия выпуска и обращения обоих видов сертификатов одинаковы.

¹¹ п. 1 ст.844 гл. 44 Гражданского кодекса РФ

Особенность сертификата как ценной бумаги заключается в том, что он может быть выпущен только в документарной форме, при этом сертификат может быть именованным или на предъявителя.

Депозитный сертификат – это письменное свидетельство банка по выплате размещенных у него юридическими лицами депозитных вкладов, на основании которого права могут переходить от одного лица к другому.

Сберегательный сертификат – это документ, являющийся обязательством банка по выплате размещенных у него физическими лицами сберегательных вкладов, права по которому могут уступаться одним лицом другому. Денежные расчеты по купле - продаже сберегательных сертификатов и выплате сумм по ним осуществляются только в безналичном порядке.

Срок обращения сберегательных сертификатов ограничивается одним годом. Срок обращения депозитных сертификатов ограничивается тремя годами. Банк может предусмотреть возможность досрочного предъявления к оплате срочного сертификата, при этом банк выплачивает владельцу такого сертификата сумму сертификата и процента по пониженной ставке, устанавливаемой банком при выдаче сертификата.

Проценты по сертификатам устанавливаются при выпуске и указываются на бланках в процентном и денежном виде.

Бланк сертификата должен содержать все условия выпуска, оплаты и обращения сертификата (условий и порядка уступки прав, требование по сертификату). Изготовление бланков сберегательных сертификатов, как именных, так и на предъявителя производится только полиграфическими предприятиями, имеющими лицензию на выпуск ценных бумаг.

Бланк сертификата должен содержать обязательные реквизиты: наименование “депозитный” или “сберегательный сертификат”; указание на причину выдачи сертификата (внесение депозита или сберегательного вклада); дата внесения депозита или сберегательного вклада; его размер, (прописью и цифрами); безусловное обязательство банка вернуть сумму, внесенную в депозит или на вклад; дата востребования бенефициаром (вкладчиком) суммы по сертификату; ставка процента за пользование депозитом или вкладом; сумма причитающихся процентов; наименование и адреса банка – эмитента и для именованного сертификата – бенефициара (вкладчика). Подписи двух лиц, уполномоченных банком на подписание такого рода обязательств, скрепленные печатью банка. Отсутствие в тексте бланка сертификата какого-либо из обязательных реквизитов делает этот сертификат недействительным. Выпуск сертификатов может осуществляться как в разовом порядке, так и сериями.

Условия выпуска и обращения сертификатов, описание внешнего вида и образец сертификата утверждаются правлением банка-эмитента. Условия выпуска сертификата должны соответствовать инструкции Минфина РФ «О содержании проспекта дополнительного выпуска ценных бумаг». Сер-

тификиаты, являясь ценными бумагами, не подлежат регистрации, и не требует специального решения об их выпуске со стороны ЦРБ.

Сертификаты выпускаются по срокам от 1 месяца до 3 лет, а по сумме сберегательных сертификатов – от 5 тысяч до 10 млн рублей, депозитных сертификатов от 1 тысяч и свыше 1 млн рублей. Процентные ставки зависят от размера и срока вклада, некоторые банки осуществляют индексацию и ежемесячную выплату прибыли.

Сертификаты имеют существенные преимущества перед срочными вкладами, оформленными простыми депозитными договорами: благодаря большому количеству возможных финансовых посредников в распространении и обращении сертификатов расширяется круг потенциальных инвесторов; благодаря вторичному рынку сертификат может быть досрочно продан владельцем другому лицу, в то время, как досрочное изъятие владельцем срочного вклада, означает для него потерю прибыли, а для банка утрату части ресурсов.

Недостатками сертификатов являются: повышенные расходы банка, связанные с дополнительным выпуском сертификатов, а также то, что доходы по ним являются объектом налогообложения в отличие от счетов до востребования и срочных вкладов. Последняя особенность учитывается банками, поэтому проценты на сертификаты, как правило, выше, чем проценты по срочным вкладам с аналогичными сроками и суммой.

Проценты по сертификатам выплачиваются в конце срока в соответствии с утвержденными процентными ставками. Банк обязан выплатить номинальную сумму депозитного сертификата по первому требованию его владельца, даже до наступления срока возврата депозита, указанного в сертификате. При досрочном погашении банк выплачивает проценты по пониженной ставке.

Сертификаты не могут служить расчетным или платежным средством за проданные товары или оказанные услуги, но могут быть предметом договора купли-продажи ценных бумаг. Для передачи прав требования по именному депозитному сертификату необходимо оформить цессию на оборотной стороне сертификата и акт приема-передачи. Для передачи прав требования по депозитному сертификату на предъявителя достаточно передать сертификат по акту приема-передачи.

Таким образом, депозитный и сберегательный сертификаты представляют собой письменное свидетельство банка о депонировании денежных средств и о праве вкладчика на получение по истечении установленного срока суммы депозита по нему.

Еще одна форма ценных бумаг – чеки, играющие роль кредитных денег и опосредующие обращение товаров в качестве платежного средства. В соответствии с ГК РФ **чеком** признается ценная бумага, содержащая ничем не обусловленное распоряжение чекодателя банку произвести платеж указанной в нем суммы чекодержателю (ст. 877 ГК РФ).

Отличительная черта отношений по расчетам чеками состоит в их особом субъектном составе. В качестве основных участников данных отношений выступают чекодатель, чекодержатель, и плательщик. *Чекодатель* – лицо, выписавшее чек, *чекодержатель* – владелец выписанного чека, *плательщик* – банк, производящий платеж по предъявленному чеку.

В отношениях по расчетам чеками могут также участвовать *индосант* – чекодержатель, передающий чек другому лицу посредством передаточной надписи (индоссамента) и *авалист* – лицо, давшее поручительство за оплату чека, оформляемое гарантийной надписью на нем (аваль). Плательщиком по чеку (в соответствии с Женевской конвенцией) могут быть исключительно банки, в том числе кредитные организации, имеющие лицензию на занятие банковской деятельностью. В отношении конкретного чека плательщиком может быть указан только банк, где имеются средства чекодателя, которыми он вправе распоряжаться путем выставления чеков. Отзыв чека до истечения срока для его предъявления не допускается (п. 2 ст. 877 ГК).

Для чека принципиальное значение имеют соблюдение его формы и правильность заполнения всех необходимых реквизитов. Он в обязательном порядке должен включать в себя следующие сведения: наименование “чек” в тексте документа; поручение плательщику выплатить определенную сумму; наименование плательщика и указание счета, с которого должен быть произведен платеж; указание валюты платежа; указание даты и места составления чека; подпись чекодателя. Требования к форме чека и порядку его заполнения определяются законом и установленными в соответствии с ним банковскими правилами. Чек оплачивается за счет средств чекодателя плательщиком при условии предъявления его к оплате в установленный срок.

Передача прав по чеку производится в общем порядке, предусмотренном для передачи прав по ценным бумагам. Именной чек не может быть передан другому лицу.

Коносамент – документ, содержащий условия договора морской перевозки груза, удостоверяющий факт наличия договора и служащий доказательством приема перевозчиком груза к перевозке. Коносамент является товарораспорядительным документом (*ценной бумагой*), предоставляющим его держателю право распоряжения грузом.

Формы коносамента: *на предъявителя*, т.е. предъявитель коносамента является владельцем груза; *именной*, т.е. владельцем груза является лицо, поименованное в коносаменте, именной коносамент не подлежит передаче другому лицу; *ордерный*, т.е. передача прав от одного лица к другому осуществляется с помощью индоссамента (самая распространенная форма).

К коносаменту обязательно прилагается страховой полис на груз. Коносамент может сопровождаться различными дополнительными документами, необходимыми для перевозки груза, его хранения и сохранности, для

оформления таможенных процедур и т.п. Коносамент является документом, в котором никакие изменения не возможны. Основные реквизиты коносамента: наименование судна; наименование фирмы – перевозчика; место приема груза; наименование отправителя груза; наименования получателя груза; наименование груза и его главные характеристики; время и место выдачи коносамента; подпись капитана судна.

Таким образом, в соответствии со ст. 143 ГК РФ, применяемый в международной торговле коносамент, признан разновидностью ценных бумаг.

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.¹² Наличие закладной, выданной в установленном законом порядке, подтверждает права её законного владельца без предоставления других доказательств существования этого обязательства.

Закладная служит документом в ипотечных правоотношениях. 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 банк, занимающийся ипотечным кредитованием, ставит обязательным условием перед выдачей кредита составление закладной. После государственной регистрации права собственности и ипотеки банк становится законным владельцем 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.

Закладная составляется банком, а подписывается должником – лицом, которому выдается кредит, в момент получения кредитных средств в банке. Владелец закладной приобретает права на получение исполнения по денежному обязательству, обеспеченному ипотекой.

Являясь ценной бумагой, закладная также может быть самостоятельным объектом гражданских правоотношений, предметом залога или других сделок. Как именная ценная бумага закладная удостоверяет права того лица, чье имя в ней названо. Закон так же позволяет банкам выпускать эмиссионные ценные бумаги, обеспеченные закладными, а значит привлекать средства для ипотеки на открытом рынке.

¹² Статья 13 Федерального закона от 16.07.1998 N 102-ФЗ (ред. от 17.06.2010) "Об ипотеке (залоге недвижимости)" (принят ГД ФС РФ 24.06.1997)

Закладная может быть передана на хранение депозитарию, т.е. профессиональному участнику рынка ценных бумаг. В случае если осуществляется депозитарный учет закладной, на ней должна быть сделана отметка о депозитарном учете, содержащая наименование и место нахождения депозитария, в котором будет осуществляться такой учет. Права владельца на закладную, переданную в депозитарный учет, подтверждается записью по счету депо в системе депозитарного учета.

Тема 7. Рынок производных инструментов

7.1. Особенности производных инструментов

Основные ценные бумаги закрепляют имущественные права на какой-либо актив, а производные финансовые инструменты выпускаются на уже существующий финансовый инструмент. Эти инструменты называются *производными*, потому что их цена зависит от стоимости или других вещей, лежащих в основе контракта (в т.ч. ценных бумаг), т.е. их цена является производной величиной. В качестве базисной переменной могут использоваться товары, финансовые инструменты, индексы, процентные ставки и валютные курсы.

Производные ценные бумаги или деривативы – это ценные бумаги на ценовой актив, которые закрепляют право их владельца на покупку-продажу на определенных условиях в определенное время акций или долговых обязательств. Иногда в качестве базового актива выступает другой дериватив (например, при заключении опциона на фьючерсные контракты).

По российскому законодательству, производный финансовый инструмент – это договор (за исключением договора репо), предусматривающий одну или несколько из следующих обязанностей:

1) обязанность сторон договора периодически или единовременно уплачивать денежные суммы, в том числе в случае предъявления требований другой стороной, в зависимости от изменения цен на базовый актив;

2) обязанность сторон на условиях, определенных договором, в случае предъявления требования другой стороной купить или продать ценные бумаги, валюту или товар либо заключить договор, являющийся производным финансовым инструментом;

3) обязанность одной стороны передать актив в собственность другой стороне не ранее третьего дня после дня заключения договора, обязанность другой стороны принять и оплатить указанное имущество¹³.

Для операций с деривативами требуются относительно небольшие первоначальные инвестиции, и чаще операции с ними производятся не с целью покупки-продажи базового актива, а для получения дохода от разницы в цене либо для страхования рыночного риска. Расчеты осуществляются в будущем относительно момента заключения (создания) дериватива.

¹³ Статья 2 ФЗ «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ

Производная ценная бумага – это форма выражения имущественного права, возникающего в связи с изменением цены лежащего в ее основе биржевого актива.

Основным преимуществом производных инструментов является их низкая стоимость, что позволяет делать инвестиции даже тем инвестором, которые обладают ограниченными средствами. Так как стоимость производной ценной бумаги жестко привязана к курсу базовой ценной бумаги, то инвестор может получить как значительную прибыль, так и потерпеть убытки, но малая стоимость производной ценной бумаги позволяет начинающему игроку на бирже почувствовать смысл работы с ценными бумагами, а квалифицированному инвестору – хеджировать свои риски.

Главные особенности производных финансовых инструментов:

- их цена базируется на цене лежащего в их основе биржевого актива;
- внешняя форма обращения аналогична обращению основных ценных бумаг;
- ограничен временной период существования;
- их купля-продажа позволяет получать прибыль при минимальных инвестициях, поскольку приходится оплачивать не всю стоимость актива, а только гарантированный взнос.

Производные финансовые инструменты обладают значительными спекулятивными возможностями. *Спекуляция* направлена на получение прибыли от разницы цен при покупке и продаже срочных контрактов. Срочный рынок является высокодоходным, хотя и очень рискованным полем инвестирования. Доходность спекулятивных операций с производными инструментами потенциально может достигать нескольких тысяч процентов годовых. Однако сопоставимыми могут оказаться и потери.

Итак, целью производных инструментов является либо страхование (хеджирование) от определенных финансовых рисков, либо получение дохода от торговых (спекулятивных) операций. Таким образом, совершение операций на рынке производных финансовых инструментов одинаково выгодно как для спекулянтов для извлечения прибыли, так и для хеджеров, стремящихся обезопасить себя от неблагоприятного изменения цен на спот-рынке базового актива.

Рынок производных финансовых инструментов в финансовом мире является одним из самых развитых и привлекательных для различных категорий инвесторов. Обороты биржевых торгов по срочным контрактам, как правило, существенно превышают обороты на рынках базовых активов. Деривативы при умелом применении позволяют не только увеличить доходность операций, но и значительно снизить риски, с которыми неминуемо связана деятельность фондового рынка.

В настоящее время на рынке существует несколько основных разновидностей производных финансовых инструментов – депозитарные расписки, фьючерсные контракты, форварды, опционы, и варранты.

Появляются и новые инструменты рынка производных финансовых инструментов. Перспективным направлением является относительно нового вид – *кредитные деривативы* (зарегистрированы Международной ассоциацией деривативов в 1992 г.). Они позволяют банку хеджировать кредитные риски (за счет распределения рисков снижаются суммы обязательного резервирования). Наиболее ликвидный тип кредитных деривативов – своп на кредитный дефолт. Широкое использование кредитных деривативов в России может увеличить стимулы банков в кредитовании промышленных предприятий.

Примером применения кредитных деривативов может служить следующая схема взаимодействия: Промышленная корпорация эмитирует облигации, а входящий в финансово-промышленную группу коммерческий банк выступает гарантом погашения данных облигаций и выпускает кредитные деривативы, связанные с этими облигациями.

Использование производных финансовых инструментов позволяет конструировать сложные стратегии страхования ценовых и процентных рисков и получать дополнительную прибыль на фондовом рынке. Разработка инновационных гибридных финансовых инструментов и новых стратегий хеджирования с помощью производных инструментов получила название *финансовый инжиниринг* – это самое современное направление деятельности на фондовом рынке.

На сегодня ведущей площадкой по торговле производными финансовыми инструментами в России и странах Восточной Европы является рынок фьючерсов и опционов *FORTS*. Он сочетает в себе развитую инфраструктуру, надежность и гарантии ОАО ММВБ-РТС, а также самые современные технологии торговли фьючерсами и опционами.

В настоящий момент на срочном рынке *FORTS* обращаются производные финансовые инструменты, базовыми активами которых являются: Индекс РТС, Индекс ММВБ, Российский индекс волатильности, отраслевые индексы, акции, облигации федерального займа, иностранная валюта, ставка трёхмесячного кредита *MosPrime* и товары.

Традиционно операции на срочном рынке являются более выгодными по сравнению с операциями на рынке базового актива. Это связано не только с "эффектом плеча", но и с отсутствием транзакционных издержек, возникающих при проведении операций на рынке базового актива (плата за использование кредитных ресурсов и оплата депозитарных и расчетных услуг). Биржевые сборы по операциям с фьючерсами и опционами в *FORTS* существенно ниже аналогичных на рынке ценных бумаг.

7.2. Механизм обращения и виды депозитарных расписок

Законодательство многих стран запрещает свободное хождение в стране ценных бумаг иностранных фирм, поэтому покупка инвесторами ценных бумаг нерезидентов производится при помощи *депозитарных расписок* – свободно обращающихся на фондовом рынке вторичных ценных

бумаг. Депозитарная расписка представляет собой ценную бумагу, дающую право пользования акциями иностранного эмитента, которые лежат в ее основе. Фактически, депозитарная расписка является классическим примером производной ценной бумаги.

Депозитарные расписки представляют собой инвестиционный инструмент международного фондового рынка. Рынок депозитарных расписок начал активно развиваться в 70 – 80-е гг. XX в. вслед за интеграцией мирового капитала.

Депозитарная расписка – это производная ценная бумага, выпущенная в форме сертификата депозитарным банком мирового значения на акции иностранного эмитента и свидетельствующая о владении определенным количеством акций иностранной компании, депонированных в стране нахождения этой компании, оборот которых осуществляется в другой.

Депозитарные расписки появились в 1927 г. в ответ на закон, принятый в Великобритании, о запрете английским компаниям регистрировать свои акции за рубежом. Депозитарные расписки подтверждают владение ценными бумагами иностранного эмитента и предоставляют их собственникам те же права, что владельцам акций. Депозитарная расписка служит эквивалентом определенного числа акций иностранного эмитента, находящихся в депозитарии кастодиального банка в стране эмитента и формально принадлежит ему. Депозитарные расписки котируются и торгуются на бирже и ЭБС по тем же стандартам, что и акции. Владелец АДР (ГДР) дивиденды причитаются в том же объеме, как и другим акционерам. Деньги поступают в той валюте, в которой номинирована расписка.

Механизм выпуска и обращения депозитарных расписок заключается в следующем. Для того чтобы выпустить депозитарные расписки, *компания - эмитент* выбирает *банк-депозитарий*, с которым заключает депозитарное соглашение. Банк-депозитарий производит непосредственно выпуск депозитарных расписок, выбирает *кастодиальный банк* в стране эмитента, в котором будут депонированы акции на счете банка-депозитария. Депозитарные расписки продаются брокерам и попадают на вторичный рынок ценных бумаг. Банк-депозитарий производит расчеты с компанией-эмитентом, а также с брокерами и владельцами депозитарных расписок по выплате дивидендов.

Банк-кастоди выполняет следующие функции: учет и перерегистрация владельцев акций, на которые депозитарный банк выпустил АДР; участие в переводе дивидендов; регистрация себя самого в реестре акционерного общества в качестве *номинального держателя* (держит акции от своего имени, не являясь их собственником) по акциям, на которые выпущены депозитарные расписки.

На общее количество акций, находящихся на ответственном хранении, банк-депозитарий получает глобальный сертификат АДР, на основании которого выпускаются депозитарные расписки для продажи инвесторам.

Функции банка-депозитария:

выпускает депозитарные расписки на депонированные ценные бумаги иностранного эмитента, в случае необходимости их аннулирует;

выступает агентом и регистратором: оформляет операции по депозитарным распискам, ведет реестр номинальных и реальных владельцев, выплачивает дивиденды, выступает агентом по доверенности;

оказывает помощь иностранной компании-эмитенту в подготовке документов для SEC при регистрации выпуска депозитарных расписок, а также при предоставлении в SEC форм регулярной финансовой отчетности;

осуществляет информирование участников рынка ценных бумаг о начале выпуска депозитарных расписок;

направляет результаты голосования держателей ADR эмитенту;

осуществляет консультирование.

Лидерами на мировом рынке в области предоставления депозитарных услуг по программам ADR являются коммерческий банк США Банк оф Нью-Йорк (*Bank of New York*), Ситибанк (*Citibank*) и Морган Стенли (*Morgan Stanley*).

За каждой размещенной депозитарной распиской стоит определенное количество зарезервированных у ответственного хранителя (банка-кастоди) акций компании. Количество акций, включенных в одну депозитарную расписку, фиксируется в договоре, заключаемом между компанией-эмитентом и банком-депозитарием (например, одна депозитарная расписка, выпущенная на акции АО «Сургутнефтегаз», включает 50 обыкновенных акций этой компании).

Процесс продажи ADR, которые обращаются на американском фондовом рынке, предполагает два варианта реализации ADR:

путем прямой продажи депозитарных расписок на вторичном рынке в США;

путем конвертации депозитарных расписок в акции и продажи этих акций на рынке страны компании-эмитента.

Депозитарные расписки должны торговаться, обращаться в соответствии с правилами регулирующих органов, той страны, на рынке которой они обращаются. В соответствии с этим выделяют 2 основных вида депозитарных расписок:

американские депозитарные расписки (ADR – *American Depositary Receipt*), которые допущены к обращению на американском фондовом рынке. Хотя из названия следует, что они ориентированы на США, однако на практике география их обращения значительно шире, включая Франкфуртскую, Берлинскую Лондонскую и Мюнхенскую фондовые биржи;

глобальные депозитарные расписки (ГДР – *Global Depositary Receipt*), которые могут торговаться на рынках 2-х или более стран.

По американскому законодательству ADR – сертификат, который не является ценной бумагой, но удостоверяет право на ценную бумагу. Сер-

тификат должен содержать информацию о депозитарии и краткое описание депонированных ценных бумаг, полномочий по голосованию (в том числе по доверенности), распределению дивидендов, размеры оплаты услуг депозитария. В сертификате должно быть указано, что эмитент подпадает под требования Закона 1934 г., что означает возможность для любого инвестора получить информацию об эмитенте в Комиссии США по ценным бумагам и биржам (*Securities and Exchange Commission – SEC*).

Американские депозитарные расписки, в свою очередь делятся на спонсируемые, неспонсируемые и частного размещения.

Неспонсируемые АДР (non-sponsored ADR) выпускаются банками-депозитариями по инициативе инвесторов, интересующихся акциями определенной иностранной компании. Их выпуск никак не может контролироваться эмитентом. Выпуск неспонсируемых АДР могут осуществлять сразу несколько банков-депозитариев; такие расписки обращаются исключительно на внебиржевом рынке.

В последние годы наметилась твердая тенденция к снижению выпуска неспонсируемых расписок и роста *спонсируемых АДР (sponsored ADR)*, размещаемых по инициативе компании-эмитента. Они могут быть выпущены только одним депозитарным банком, подписание специального договора с которым является обязательным условием регистрации в SEC.

Разрабатывая программу выпуска АДР, ГДР компании преследуют достижение следующих целей:

- привлечение дополнительного капитала для реализации инвестиционных проектов;

- создание имиджа, привлекательного для иностранных и отечественных инвесторов;

- рост курсовой стоимости акций на внутреннем рынке в результате возрастания спроса на эти акции;

- расширение круга инвесторов, привлечение зарубежных портфельных инвесторов.

Выпуск депозитарных расписок является весьма привлекательным и для инвесторов. Привлекательность АДР (GDR) для инвесторов, как показывает мировой опыт, состоит в возможности:

- более глубокой диверсификации портфеля ценных бумаг;

- доступа через депозитарные расписки к акциям зарубежных компаний;

- получения высокого дохода на росте курсовой стоимости акций компаний из развивающихся стран;

- снижения рисков инвестирования в связи с несинхронным развитием фондовых рынков в различных странах.

В зависимости от требований, предъявляемых к компании-эмитенту, различают четыре уровня спонсируемых АДР: первого, второго, третьего и четвертого. Следует отметить, что первые два выпускаются на уже суще-

ствующие на вторичном рынке акции, а выпуск ADR третьего и четвертого уровней предполагается за счет новой эмиссии.

ADR первого уровня могут выпускаться только на уже находящиеся в обращении акции. Торговля ADR первого уровня осуществляется на внебиржевом рынке. К ADR 1-го уровня применяется упрощенная процедура регистрации на фондовых биржах, компании не требуется представлять бухгалтерской отчетности в соответствии с GAAP, а также полностью раскрывать информацию о компании. За счет выпуска ADR первого уровня расширяют круг акционеров.

Выпуск *ADR второго уровня* требует предоставления в Комиссию части финансовой отчетности эмитента по стандартам, принятым в США. ADR 2-го уровня допускаются на биржевые рынки NYSE, AMEX и NASDAQ.

ADR третьего уровня выпускаются на акции при их первичном размещении (IPO). Этот уровень имеет самые высокие регистрационные требования и затраты на организацию выпуска. Данный уровень депозитарных расписок позволяет иностранным компаниям привлекать капитал на американском фондовом рынке, и потому представляет для эмитентов наибольший интерес.

К компаниям, эмитирующим ADR второго и третьего уровней, предъявляются те же требования по регистрации и раскрытию информации, что и к американским корпорациям. Бухгалтерская отчетность предоставляется в соответствии с GAAP. Раскрытие информации компаниями-эмитентами ADR второго и третьего уровней регулируется требованиями законодательства об обороте ценных бумаг США.

Иностранный эмитент также может провести *частное размещение ADR*. В этом случае к ним предъявляются минимальные требования. Данные ADR размещаются среди ограниченного круга инвесторов.

ADR четвертого уровня – ограниченные ADR, позволяющие привлекать дополнительный капитал, без предоставления в Комиссию по биржам и ценным бумагам финансовой отчетности, составленной в соответствии со стандартами, принятыми в США. Расписки данного типа могут иметь хождение лишь среди квалифицированных инвесторов, аналитические службы которых в состоянии самостоятельно провести исследование того или иного эмитента (такие инвесторы имеют статус *QIB – Qualified Institutional Buyer*). Эти инвесторы осуществляют сделки через компьютерную сеть *PORTAL*, созданную национальной ассоциацией дилеров фондового рынка специально для обеспечения торговли ограниченными ADR.

Выпуск *ADR по правилу 144A* (ADR 4-го уровня) – публичное размещение только среди квалифицированных институциональных инвесторов (юридические лица, владеющие ценными бумагами на сумму в 100 млн долл.). Обращение ADR на вторичном рынке ограничивается: они не могут быть объектом свободной купли-продажи в США в течение трех лет после

первого выпуска; по ним запрещены открытые предложения, подача заявок или их рекламирование.

АДР по правилу «Registration S» (АДР 4-го уровня) – выпуск зарегистрированных в США расписок для торговли на неамериканских рынках. Регистрационные требования к эмитентам минимальны. Все АДР 4-го уровня выпускаются на основе депонирования акций новой эмиссии.

Российские компании заинтересованы в выходе на мировые фондовые рынки с целью привлечения инвестиций для развития производства. Поэтому они активно используют возможности АDR и GDR для проникновения на американский и европейский фондовые рынки. Однако на настоящем этапе развития фондового рынка в России отечественным фирмам-эмитентам доступны АДР первого либо третьего уровня. Обусловлено это тем, что финансовая отчетность должна быть составлена в соответствии с международными стандартами, а этим требованиям значительное число российских эмитентов не соответствует.

Российская депозитарная расписка (РДР) – это именная эмиссионная ценная бумага, не имеющая номинальной стоимости, удостоверяющая право собственности на определенное количество акций или облигаций иностранного эмитента и закрепляющая право ее владельца требовать от эмитента расписок получения взамен РДР соответствующего количества представляемых ценных бумаг.

Эмитентом РДР может быть только депозитарий, отвечающий определенным требованиям: созданный в соответствии с законодательством РФ; с размером собственного капитала – не менее 200 млн руб.; ведение депозитарной деятельности не менее трех лет.

Процедура эмиссии РДР включает в себя: утверждение уполномоченным органом депозитария-эмитента решения об их выпуске, государственную регистрацию выпуска и размещение РДР. Особенность выпуска РДР – не требуется государственной регистрации отчета об итогах их выпуска.

Следует помнить, что покупка депозитарных расписок сопряжена дополнительно с такими видами риска, как *страновой* и *валютный*. Влияние странового риска обусловлено привязкой стоимости расписок к политическим и экономическим рискам в другой стране, а валютного – с изменением курса валют. В частности, АДР, номинированные в долларах, предлагают инвесторам более высокую доходность в периоды, когда курс доллара снижается и более низкую, когда он растет.

7.2. Срочные контракты

Большинство производных инструментов представляют собой договоры (контракты или соглашения) на поставку актива в будущем по заранее согласованной цене, то есть это срочные контракты, инструменты срочного рынка, которые «привязаны» к стоимости более надежных ценных бумаг.

При покупке производной ценной бумаги владелец не становится полноправным собственником основной акции или облигации, он получает лишь право купить или продать базовую ценную бумагу в фиксированный промежуток времени по фиксированной цене. К таким инструментам относят фьючерсные и форвардные контракты, опционы.

В общем виде фьючерсные контракты представляют собой договора о поставке товара в будущем по заранее оговоренной цене.

Фьючерсный контракт – это обязательство купить или продать:

- определенное, стандартное количество товара;
- по определенной, заранее оговоренной цене;
- поставить товар, как и оплатить его в строго определенное время;
- гарантировать исполнение депозитом денежных средств инициатором сделки.

На биржах заключаемые фьючерсные сделки строго стандартизированы, формализованы и определены не изменяющимися до дня использования контракта условиями. Обычно стандартизируют:

- сроки исполнения условий контрактов;
- условия по оплате и поставке товара;
- величину депозита, гарантирующего использование своих обязательств лицами, заключившими фьючерсный контракт.

Участниками торговли фьючерсов являются: инвесторы, торгующие за счет собственных средств; брокеры, которые заключают сделки как в качестве посредников (на средства клиентов), так и конечных инвесторов (на свои средства); биржи. Биржи (их клиринговые палаты) гарантируют внесение залоговых средств, исполнение сделок и осуществляют расчеты взаимных требований и обязательств участников рынка. После заключения фьючерсного контракта продавец и покупатель больше не работают друг с другом, и контрагентом для каждого является расчетная палата биржи. Для гарантий исполнения сделки биржей взимается *маржа*.

Предметом фьючерсных сделок (базисным активом) могут служить различные типы природных ресурсов (нефть, газ, драгоценные металлы), все типы облигаций, валюты, а также фондовые индексы и сельскохозяйственные товары.

Фьючерсы могут обращаться только на биржах, все условия сделки, качество и количество товара и даже способ его поставки определяет биржа. Таким образом, происходит стандартизация условий сделки по определенным товарным группам и, как следствие, фьючерсные контракты имеют развитый вторичный рынок.

Цена фьючерсного контракта зависит от многих экономических факторов: дополнительных затрат, стоимости заемного капитала, процессов, происходящих с базовым инструментом. Хотя в таком контракте определяется цена покупки, но актив до даты поставки не оплачивается. Участники сделки несут ответственность за обязательное выполнение условий кон-

тракта.

Помимо традиционной формы фьючерсов, предполагающих поставку товара в день исполнения контрактов, бывают фьючерсы на курсы или финансовые фьючерсы. *Финансовыми фьючерсами* называются фьючерсы, базисным активом в которых выступают специфические финансовые инструменты (казначейские обязательства, депозиты, валюта и индексы). Они выполняют две основные функции: страхование рисков и спекуляции, а физическая поставка в большинстве случаев даже не предусмотрена (осуществляется крайне редко), а производится расчет наличными. Разность фьючерсной цены и цены базисного актива называется *базисом* (может быть отрицательным или положительным, а на день поставки всегда равен нулю). К наиболее популярным финансовым фьючерсам относятся:

индексные фьючерсы – базируются на пунктах индекса, а расчет производится наличными. Значение индекса корректируется на множитель, указанный в спецификации, в результате получается сумма контракта, который можно купить или продать;

валютные фьючерсы – подразумевают обмен одной валюты на другую в заранее известном количестве по оговоренному курсу;

краткосрочные процентные фьючерсы - могут в качестве базисного актива использовать банковские срочные депозиты - одни из самых необычных фьючерсов со сложной системой установления зависимости цен и текущих процентных ставок, а также казначейские векселя;

долгосрочные процентные фьючерсы – базируются на долгосрочных банковских процентных ставках.

С развитием рынка фьючерсных контрактов значительно расширились возможности инвестирования и спекуляций, так как исчезла необходимость покупать и продавать товары в физической выражении.

Причина популярности рынка фьючерсов – открывающиеся для инвесторов широкие возможности для достижения конкретной цели, и то, что операции на этом рынке гораздо более доходны, чем операции с базисными активами (требуется гораздо меньшая сумма для получения той же суммы прибыли) и позволяют зарабатывать как на росте, так и на падении рынка.

Форвардные сделки представляют собой внебиржевые эквиваленты фьючерсов, и являются нестандартными контрактами (свойства зависят только от пожеланий покупателя и продавца).

Форвард – это твердое, безусловное обязательство как минимум двух лиц купить (продать) определенное количество товара по истечении определенного срока за определенную цену. Поставка товара и его оплата осуществляется в один и тот же день.

Товаром в форвардных сделках могут служить практически все: природные ресурсы, ценные бумаги, иностранная валюта, любой продукт человеческого труда. Длительность временного промежутка между заключением и реализации сделки обычно не превышает 12 месяцев. Сроки в 1, 2,

3, 6, 9, 12 месяцев по форвардам является общепринятым. Однако существуют и так называемые *ломанные форварды*, которые могут быть исполнены через 9 – 40 дней.

В форвардном контракте оговаривается качество и количество товара, его стоимость и условия поставки. Основное отличие форварда от фьючерса заключается в том, что форвардные сделки являются внебиржевыми, то есть их основные условия устанавливаются по договорённости сторон сделки и, как правило, не являются универсальными. По этой причине, обращение форвардных контрактов на вторичном рынке существенно ограничено.

Основной особенностью этого типа контрактов является то, что он не может быть аннулирован. Поэтому стремятся разными способами снизить риск подобной сделки – *уравновесить форвард (закрыть форвардную позицию)*. Самым простым, но и самым дорогим способом, уравнивания является покупка или продажа оговоренного сделкой количества товара по текущему курсу с тем, чтобы перепродать его по курсу, установленным форвардным контрактом. Еще одним способом уравнивания форварда является покупка фьючерса или опциона, противоположного форварду.

Опцион – это стандартный биржевой договор, который дает право покупателю опциона в течение строго определенного времени купить (*call-option/колл-опцион*) или продать (*put-option/пут-опцион*) определенное стандартное количество товара. За это право покупатель опциона платит определенную денежную сумму, которая называется *опционной премией*.

Опцион – всегда двусторонний контракт. Покупатель опциона – *держатель*. Противоположная сторона (продавец опциона) – *надписатель*, обязуется продать или купить товар по цене определенной договором. Опционная премия означает для покупателя максимально возможный убыток, а для продавца – максимально возможную прибыль. Так как прибыль покупателя теоретически не ограничена, то потенциальный убыток продавца выше.

Обязательство по выполнению опциона накладывается только на продавца, при этом возможный убыток покупателя опциона ограничен размером премии. С другой стороны, и прибыль при покупке опциона меньше на величину премии, выплачиваемой продавцу. Премия в этом случае может быть рассмотрена как плата за страховку.

В качестве товара в опционном договоре может выступать биржевой актив или фьючерсный контракт.

По срокам исполнения опционы бывают двух видов: *американские* – покупатель опциона может осуществить свое право на покупку или продажу товара в течение всего срока контракта, до последнего дня включительно; *европейские* – предполагают исполнение контракта только по истечении его срока и ни днем раньше.

Из-за возможного значительного колебания курса на товар в течение

срока действия контракта американский опцион является с точки зрения покупателя более выгодным, однако премия по такому виду опционов обычно несколько выше.

Сроком опциона называется момент времени, по истечении которого покупатель опциона не обладает более правом на покупку или продажу товара, а продавец опциона освобождается от своих обязанностей по условиям контракта.

Опционы можно классифицировать в зависимости от соотношения цены исполнения опциона (*страйк*) и цены базового актива:

кнок-ин (knock-in) опционы – имеют специальный уровень цены базового актива, при достижении которого опционный контракт начинает действовать. Если данный уровень цен не достигается, то опцион не исполняется;

кик-аут (kick-out) опционы – при достижении цены базового актива определенного уровня опционный контракт перестает существовать;

кик-инто форвард (kick-into forward) – устанавливается некоторый критический уровень цены, при котором опцион будет преобразован в форвардный контракт. Если критическая цена достигнута, то стороны обязаны исполнить свои обязательства по цене равной цене исполнения опциона.

Сделки с опционами характеризуется асимметричным распределением рисков: держатель опциона может потерять только величину премии, отказавшись от исполнения сделки при неблагоприятной конъюнктуре, а убытки надписателя опциона, наоборот, не ограничены ничем, а прибыль не может превышать величину премии опциона. В свою очередь, любая сторона может заключить *оффсетную* (противоположную) сделку, и тогда результат опционных сделок будет определяться разницей в стоимости опциона при открытии и закрытии позиции. Поэтому работа с опционами требует применения точных математических расчетов и основывается на сложных прогнозах.

Опционы и фьючерсные контракты являются основным инструментом хеджирования рисков, позволяя ограничить или свести на нет риск операций на кассовом (спот) рынке. Суть *хеджирования* состоит в том, что участник срочной сделки может застраховать свои риски на рынке акций. Для этого ему необходимо реализовать некоторое количество фьючерсных контрактов. При этом, в случае падения цен на рынке акций он терпит убыток, который покрывается за счёт прибыли от операций с фьючерсными контрактами на срочном рынке. Хеджевые операции с фьючерсами и опционами и другие стратегии хеджирования подробно рассмотрены в 1-ой части учебного пособия «Финансы» Е.В.Востокова.

7.3. Варранты

Варранты (*warrants*) по механизму действия и по своему экономическому содержанию весьма близки к правам. **Варрант** – это производная

ценная бумага, дающая ее владельцу право приобрести в течение установленного периода времени определенное число обыкновенных акций по заранее фиксированной цене (*цене подписки*). Также **варрантом** называют свидетельство товарного склада о приеме на хранение товара (товарораспределительный документ). Выдача варранта подтверждает факт поступления товара на склад, с указанием количества и качества товара. Передача варранта означает передачу права собственности на имущества.

Варрант в качестве производного инструмента представляет собой подписку на покупку акций по фиксированной цене. Как правило, варрант предоставляется старым акционерам, у которых несколько уменьшается доля в общем количестве акций предприятия, что может произойти в результате дополнительной эмиссии.

Отличие варранта от права заключается в периоде действия. Если право – это краткосрочная ценная бумага, которая функционирует на рынке 3 – 4 недели, то варрант действует в течение 3 – 5 и более лет.

Варрант похож и на опцион колл. Он дает право (не обязанность) приобрести базовый инструмент по заранее оговоренной цене. Отличается от опциона тем, что варрант выпускается определенной компанией с целью в дальнейшем продать свои акции, а опционы создаются сторонами сделки.

Как правило, варранты выпускаются вместе с облигациями и акциями, с тем, чтобы сделать ценные бумаги более привлекательными для инвесторов. Варрант выпускается как самостоятельная ценная бумага и может продаваться и покупаться отдельно от облигации или акции, к которой он прилагается. Варранты могут выпускаться как спекулятивными компаниями, так и «голубыми фишками». Они привязаны к выпуску новых акций, вносятся в перечень ценных бумаг, как и акции.

Торговля варрантами происходит на биржах, продажа возможна неограниченное количество раз. Особенностью варранта является разрыв в сроках между приобретением сертификата и приобретения базового актива.

Цена варранта определяется прогнозной ценой базового актива, она выплачивается сразу при его покупке, базовый актив оплачивается позднее. Цена варранта (премия) состоит из двух компонентов:

скрытая цена – разность между рыночной ценой актива и исполнительной ценой, по которой можно приобрести его на основании варранта. Например, один варрант дает право приобрести одну обыкновенную акцию. Рыночная цена акции равна 25 руб. Исполнительная цена варранта равна 20 руб. Следовательно, скрытая цена варранта составляет $25 - 20 = 5$ руб. Варрант не имеет скрытой цены, если его исполнительная цена выше рыночной цены стоящих за ним обыкновенных акций;

временная цена – это разница между будущей ценой актива и рыночной ценой.

Фактическая цена варранта находится рядом с теоретической, в зависимости от спроса, предложения и рыночной конъюнктуры. Если рыночная

цена акции ниже, чем исполнительная цена по варранту, то варрант не имеет скрытой цены.

Варрант обладает большим спекулятивным потенциалом, чем его базисный актив, что привлекает к нему внимание участников фондового рынка, но в случае убытка при одинаковом снижении цены относительная убыточность варранта намного выше. Высокая доходность (убыточность) – главное свойство варранта, в экономике называемое «эффектом рычага».

Операции с варрантами совершаются с целью: получения дохода за счет эффекта рычага; гарантии покупки базисного актива по фиксированной цене; снижения риска при формировании контрольного пакета акций; получение дохода за счет разницы цен варранта и акций и использование средств на финансовом рынке до момента приобретения акций.

В настоящее время рынок производных инструментов активно развивается, основными причинами его бурного развития является плавающий курс большинства мировых валют, высокий уровень развития информационных технологий, а также глобализация мировых финансовых рынков.

Тема 8. Фондовая биржа

8.1. Понятие, и виды бирж

Биржа представляет собой организационно оформленный рынок оптовой торговли, где совершаются сделки с определенного вида товарами. Товарами могут выступать реальные товары, валюта, ценные бумаги и производные финансовые инструменты. Биржа выступает посредником между покупателями и продавцами и контролирует совершаемые ими операции на предмет законности и исполнения обязательств.

Раньше биржей называли место или здание, где собирались в определённые часы торговцы и посредники для заключения сделок с ценными бумагами или товарами.

Сейчас торги большей частью проходят в электронном виде с использованием специализированных программ. Брокеры в своих интересах или интересах клиентов выставляют в торговые системы заявки на покупку или продажу ценной бумаги (валюты, товара). Эти заявки удовлетворяются встречными заявками других торговцев. Биржа ведёт учет исполненных сделок, реализует, организует и гарантирует расчёты по ним.

История возникновения бирж относится к XIII—XV вв. Название биржа происходит от «*Borsa*» (биржа), что означает «кошелёк». На площади в Брюгге, где проходили собрания купцов, стоял дом старинного семейства «*van der Burse*», на гербе которого были изображены три кожаных мешка (кошелька). Именно там, на территории современной Бельгии в XV в. (1406 г.) была основана первая биржа.

В России первая биржа появилась в Санкт-Петербурге в 1703 г., однако современные биржи России были зарегистрированы только в 1990 году. За прошедшее время биржевая деятельность в России получила значитель-

ное развитие, и сейчас биржи заняли свое закономерное место в процессе регулирования и стабилизации экономики страны, многократно увеличив обороты капитала и получив международное признание.

Различают несколько видов бирж. Обычно разделение на виды осуществляется по объекту торговли или по роду деятельности биржи. В зависимости от торгуемых активов (инструментов) биржи подразделяются на:

фондовые – осуществляют операции с ценными бумагами;

товарные – для осуществления купли-продажи массовых товаров. Товарные биржи также можно разделять на подвиды по конкретным товарам (сырьевая биржа, биржа металлов);

валютные – осуществляет операции купли-продажи больших партий валют, а также драгоценных металлов. Как правило, валютные биржи действуют при фондовых или товарных биржах.

Биржи также могут классифицироваться по другим признакам, например, по региональному признаку или по способу организации.

Универсальные биржи – биржи, совмещающие организацию торгов различными инструментами в рамках одной организационной структуры (зачастую в разных секциях).

8.2. Фондовая биржа и ее задачи

По российскому законодательству, *фондовой биржей* признается организатор торговли на рынке ценных бумаг, отвечающий требованиям, установленным законом «О рынке ценных бумаг».

Фондовой биржей может быть юридическое лицо в форме некоммерческого партнерства или акционерного общества.

Членами фондовой биржи, являющейся некоммерческим партнерством, могут быть только профессиональные участники рынка ценных бумаг. Порядок вступления в члены фондовой биржи, выхода и исключения из ее членов определяется фондовой биржей самостоятельно на основании ее внутренних документов.

Фондовая биржа не вправе совмещать деятельность организатора торговли с иными видами деятельности, за исключением деятельности валютной или товарной биржи, клиринговой деятельности, деятельности по распространению информации, издательской деятельности, а также с осуществлением деятельности по сдаче имущества в аренду.

Участниками торгов на фондовой бирже могут быть только брокеры, дилеры, управляющие, лица, осуществляющие функции центрального контрагента, и ЦБ РФ. Иные лица могут совершать операции на фондовой бирже исключительно при посредничестве брокеров, являющихся участниками торгов.

Участниками торгов на фондовой бирже, созданной в форме некоммерческого партнерства, могут быть только члены такой биржи.

Порядок допуска к участию в торгах и исключения из числа участников торгов определяется правилами, устанавливаемыми фондовой биржей
Фондовая биржа утверждает:

- правила допуска к участию в торгах на фондовой бирже;
- правила проведения торгов на фондовой бирже (совершение и регистрации сделок, меры, направленные на предотвращение использования инсайдерской информации и (или) манипулирования рынком);
- правила листинга (делистинга) ценных бумаг и (или) правила допуска ценных бумаг к торгам без прохождения процедуры листинга;
- спецификации договоров, являющихся производными финансовыми инструментами.

Задачи фондовой биржи:

1. Создание постоянно действующего рынка ценных бумаг.
2. Определение биржевой цены на бумаги, условий их обращения и распространение информации о финансовых инструментах.
3. Мобилизация временно свободных финансовых ресурсов и денежных средств и содействие передачи прав собственности.
4. Обеспечение гласности, открытости биржевых торгов.
5. Обеспечение гарантий исполнения, заключенных на бирже соглашений.
6. Разработка этических стандартов, кодекса поведения участников биржевой торговли.

8.3. Организационная структура фондовой биржи

По организационной форме чаще всего биржи являются акционерным обществом закрытого типа (ЗАО). Их акции не подлежат свободной продаже. При организации биржи могут вводиться дополнительные ограничения, направленные на недопущение возможности установления контроля над биржей одним из учредителей, а также на максимальную надежность заключения сделок и обеспечение безупречной репутации биржи.

Главным органом управления биржей, представляющей собой акционерное общество, является собрание акционеров. Оно проводится ежегодно, и в его обязанности входит формирование прочих органов управления биржей. Фактическое управление биржей осуществляет избираемый на собрании акционеров Совет директоров или Биржевой совет, а повседневные рабочие вопросы решает Правление биржи, возглавляемое исполнительным директором. Также за деятельностью биржи и за соблюдением установленных правил следят многочисленные комитеты, состоящие из членов биржи.

Высшим исполнительным органом биржи является биржевой совет, именуемый также советом директоров (управляющих). Численность и персональный состав биржевого совета определяется общим собранием членов (акционеров) биржи. Биржевой совет собирается обычно не менее одного

раза в месяц или даже еженедельно. Это контрольно-распорядительный орган, осуществляющий текущее управление делами биржи. Он имеет право решать любой вопрос, не входящий в исключительную компетенцию общего собрания, представляет и охраняет интересы всех биржи.

К числу функций, выполняемых биржевым советом, относятся: подготовка материалов к проведению общего собрания членов биржи, руководство работой исполнительный дирекции, регулирование финансовых дел, установление временного режима работы биржи, проведение торгов, наблюдение за котировкой цен, организация отбора и регистрации брокеров и т. д.

Непосредственное осуществление операций купли-продажи на бирже могут осуществлять только ее члены. Стать членом биржи после ее формирования можно только путем покупки членства, прохождения ряда проверок и получения разрешения Биржевого совета. При этом членство на бирже может быть как постоянным, так и временным (на период не больше года). Возможна также покупка разового членства на участие в торгах в течение одного биржевого дня, однако разовое членство налагает определенные ограничения при проведении торгов.

Деятельность биржи финансируется за счет вступительных и ежегодных взносов членов биржи, ежегодных взносов предприятий, котирующих на бирже свои ценные бумаги, сборов от биржевых операций и прочих выплат участниками биржи и клиентуры (плата за выдачу справок, регистрацию биржевых сделок, за оказание подразделениями биржи консультативных, посреднических, информационных, юридических и прочих видов услуг). Практически все поступающие средства направляются на развитие предоставляемых услуг, поэтому биржи имеют некоторые налоговые и прочие льготы, например, биржи, зарегистрированные как акционерные общества, освобождены от выплаты дивидендов своим акционерам.

До 2011 года в России функционировали две крупнейшие конкурирующие площадки – биржи РТС и ММВБ.

Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ) – универсальная российская биржа, основанная в 1992 году. Основные направления деятельности – операции на фондовом и валютном рынке. Была ведущей российской фондовой биржей, на которой производилось более 90% российского биржевого оборота торгов акциями отечественных компаний.

Фондовая биржа РТС – российская торговая система, проводящая торги на рынке акций, а также производных финансовых инструментов, основанная в 1995 году. Индексы РТС являются одним из важнейших показателей состояния рынка ценных бумаг России.

Специалисты ММВБ и РТС разработали и внедрили производительные и надежные системы торгов, клиринга, риск-менеджмента и расчетов, которые позволяют предоставлять российским и зарубежным инвесторам полный комплекс современных услуг по торговле биржевыми инструмен-

тами. Суммарный объем торгов двух бирж по итогам 2010 года достиг рекордных 3,5 трлн долларов США.

В 2011 г. обе биржи ММВБ и РТС, спустя почти два десятка лет самостоятельного развития, были объединены в единую фондовую биржу ОАО «ММВБ-РТС». Слияние произвели с тем, чтобы создать интегрированную биржевую инфраструктуру, сократить издержки участников на управление позициями, сделать прозрачной систему управления рисками и заложить основу для развития центра ликвидности и способствовать становлению в Москве международного финансового центра. На сегодня это крупнейшая в России по объёму торгов и по количеству клиентов биржа. Торговля происходит акциями, корпоративными, муниципальными и государственными облигациями, производными инструментами и валютой. ММВБ-РТС как некоммерческое партнерство имеет сложную структуру (см. рис. 7).

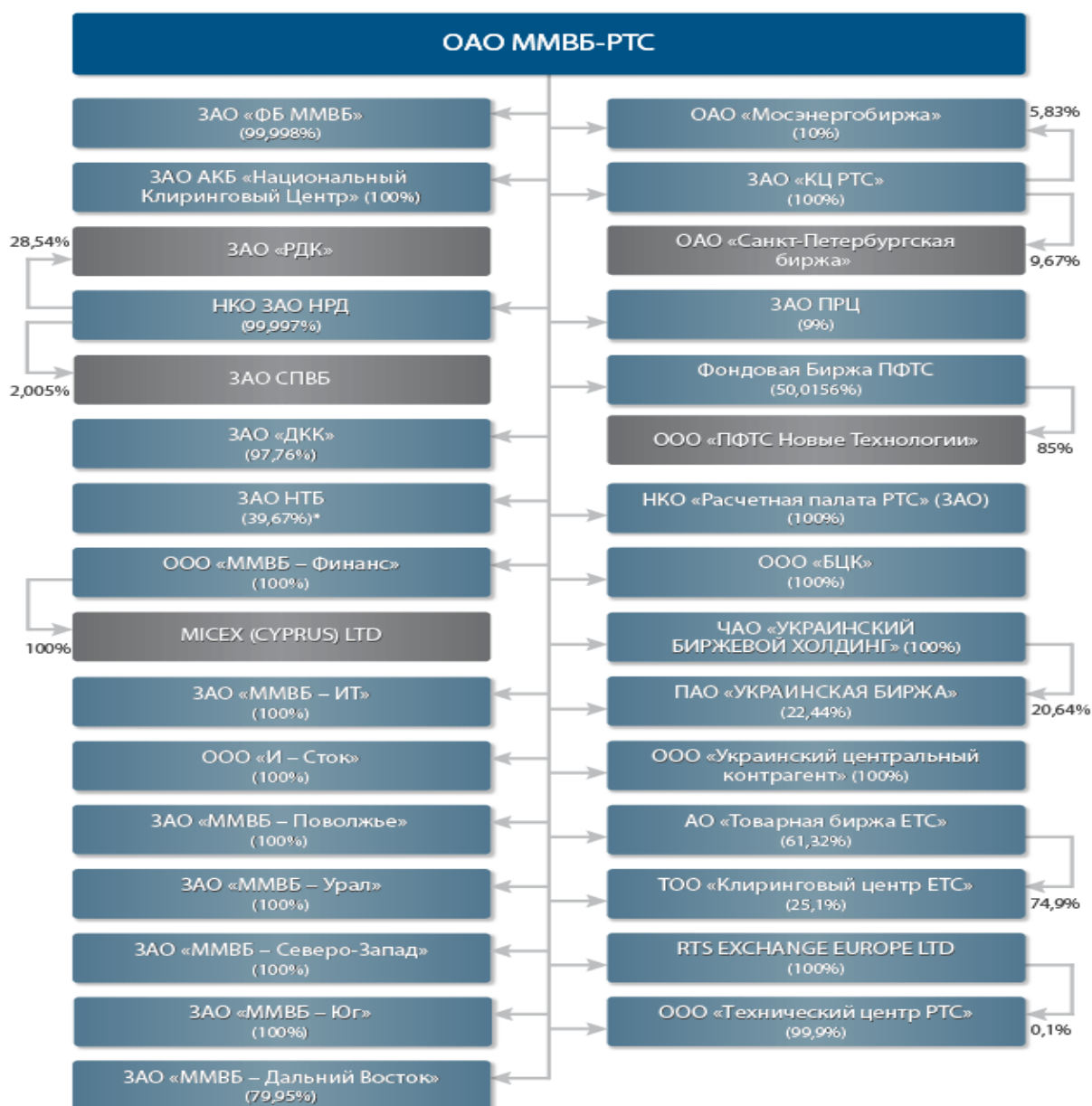


Рис. 7. Структура ОАО ММВБ – РТС

ММВБ-РТС представляет собой рыночный институт, организующий торговлю на различных рынках: фондовом, срочном, валютном, денежном, товарном, внебиржевом.

Фондовый рынок ММВБ-РТС включает в себя три сектора рынка (рис.8):

1. *Основной рынок* – наиболее ликвидный биржевой рынок с Центральным контрагентом и полным предварительным депонированием. В этом секторе ведутся торги с акциями, облигациями, депозитарными расписками и паями. Включает в себя различные режимы торгов, в том числе Режим основных торгов (анонимные безадресные сделки), Режим перегово-

ворных сделок, режимы сделок РЕПО, режимы размещения и выкупа ценных бумаг, а также ряд специальных режимов.

2. *Standard* – биржевой рынок акций и паев.

3. *Classica* – классический адресный рынок акций, без 100% предварительного депонирования бумаг и возможностью расчетов по сделкам в долларах США.

	Основной рынок	Сектор Standard	Сектор Classica
Организатор торгов	ЗАО "Фондовая биржа ММВБ"		
Депонирование средств • По рублям • По ценным Бумагам • По валюте	НРД НРД (еврооблигации)	КЦ РТС ДКК	DVP в ДКК
Клиринг	НКЦ (ССР)	КЦ РТС (ССР)	ДКК (DVP)
Расчеты • По рублям • По ценным Бумагам • По валюте	НРД НРД (еврооблигации)	РП РТС ДКК	В любом банке при использовании "свободной поставки", при использовании DVP -J.P. Morgan Chase Bank;Citibank (NY) или РП РТС
Системы отчета внебиржевых сделок	ССВС, ЭДО ММВБ, ЭДО РТС, ТС ПЛАЗА (по выбору участника торгов)		

Рис. 8.Схема расчетно-клиринговой инфраструктуры фондового рынка ММВБ-РТС

8.4. Фондовые индексы как индикаторы конъюнктуры фондового рынка

Поскольку на бирже котируется одновременно большое количество акций и других ценных бумаг, цены на которых в целом движутся в разных направлениях, для оценки среднего изменения цен применяются обобщающие индексы. На сегодняшний день рассчитывается большое количество разных индексов, позволяющих анализировать состояние фондового рынка, выявлять определенные тенденции развития. На основе биржевых индексов можно судить также о состоянии экономики всей страны. Инвесторам биржевые индексы позволяют оценить состояние собственного портфеля ценных бумаг.

Индекс ММВБ – ценовой, взвешенный по рыночной капитализации (*free-float*) композитный индекс российского фондового рынка, включающий 30 наиболее ликвидных акций крупнейших и динамично развивающихся российских эмитентов, виды экономической деятельности которых относятся к основным секторам экономики, представленных в ЗАО "Фондовая биржа ММВБ".

Индекс ММВБ рассчитывается с 22 сентября 1997 года, расчет индекса производится в режиме реального времени *в рублях*. Начальное значение индекса на 22 сентября 1997 года установлено равным 100 пунктам.

Правилами расчета Индекса ММВБ предусмотрен четкий и прозрачный механизм формирования базы расчета индекса, в том числе включающий ежеквартальную публикацию листов ожидания, представляющих собой список ценных бумаг-кандидатов на включение в индекс при очередном пересмотре базы расчета индекса. Отбор акций для включения в Индекс ММВБ осуществляется при участии Индексного комитета ЗАО "Фондовая биржа ММВБ".

Индекс ММВБ является фондовым индексом, используемым в целях приостановления торгов акциями на бирже

Индекс РТС – ценовой, взвешенный по рыночной капитализации индекс широкого рынка акций России, включающий 50 наиболее ликвидных акций крупнейших и динамично развивающихся российских эмитентов, виды экономической деятельности которых относятся к основным секторам экономики, представленных в ЗАО "Фондовая биржа ММВБ".

Индекс РТС рассчитывается с 01 сентября 1995 года, расчет индекса производится в режиме реального времени *в долларах*.

Отбор акций для включения в Индекс РТС осуществляется при участии Индексного комитета ЗАО "Фондовая биржа ММВБ" – совещательного органа, в состав которого входят ведущие аналитики российского финансового рынка и представители профессионального сообщества

Капитализационные индексы – ценовые взвешенные по рыночной капитализации индексы наиболее ликвидных акций российских эмитентов, допущенных к обращению в ЗАО "Фондовая биржа ММВБ".

MICEX LC (MICEX Large Cap Index) – индекс акций компаний высокой капитализации.

MICEX MC (MICEX Mid Cap Index) – индекс акций компаний стандартной капитализации.

MICEX SC (MICEX Start Cap Index) – индекс акций компаний базовой капитализации.

Начальное значение этих индексов составляет 1000 пунктов (на 31 декабря 2004 года).

Капитализационные индексы пересчитываются в реальном времени при совершении в режиме основных торгов каждой сделки с акциями, включенными в базу расчета соответствующего индекса. Публикация значений индексов осуществляется с периодичностью один раз в 5 секунд, если произошло изменение значения соответствующего индекса. Пересмотр состава баз расчета индексов осуществляется один раз в квартал.

Отраслевые индексы – ценовые взвешенные по рыночной капитализации индексы наиболее ликвидных акций российских эмитентов, допущенных к обращению в ЗАО "Фондовая биржа ММВБ".

Правилами биржи предусмотрен расчет значений отраслевых индексов в рублях и в долларах США. При этом в качестве "рублевой истории" значений индексов используются значения отраслевых индексов ММВБ, а "валютной истории" – отраслевые индексы РТС. Пересчитываются в реальном времени с периодичностью один раз в 5 секунд, если произошло изменение значения соответствующего индекса – один раз в 15 секунд. Пересмотр состава баз расчета отраслевых индексов осуществляется ежеквартально, с 16 числа последнего месяца квартала.

MICEX O&G (RTSog – валютное значение) – индекс акций компаний нефтегазовой отрасли

MICEX PWR (RTSeu – валютное значение) – индекс акций компаний энергетической отрасли

MICEX TLC (RTStl – валютное значение) – индекс акций телекоммуникационных компаний

MICEX M&M (RTSmm – валютное значение) – индекс акций компаний металлургической и горнодобывающей отраслей

MICEX MNF (RTSin – валютное значение) – индекс акций компаний машиностроительной отрасли

MICEX FNL (RTSfn – валютное значение) – индекс акций компаний финансово-банковской отрасли

MICEX CGS (RTScr – валютное значение) – индекс акций компаний потребительского сектора

MICEX CHM – индекс акций компаний химической и нефтехимической отрасли

ММВБ10 – индекс "голубых фишек" (начальное значение индекса на 30 декабря 1997 г. составляет 100 пунктов) представляет собой ценовой, не взвешенный индекс, рассчитываемый как среднее арифметическое изменения цен 10 наиболее ликвидных акций, допущенных к обращению в ЗАО "ФБ ММВБ".

Индекс отражает в режиме реального времени прирост стоимости портфеля, состоящего из 10 акций, веса которых в составе портфеля в начальный момент времени одинаковы. Данный индикатор позволяет отслеживать малейшие колебания цен основных финансовых инструментов. Это первый биржевой индекс в России, методика которого не предусматривает временного усреднения цен, а пересчет значений индекса производится после каждой сделки, заключенной с любой из 10 выбранных акций в основном режиме торгов.

Состав корзины индекса определяется один раз в квартал на основании 4 показателей ликвидности.

Индекс РТС Стандарт – индекс "голубых фишек" рынка акций России, который рассчитывается на основе 15 наиболее капитализированных и ликвидных акций.

Рассчитывается с 23 апреля 2009 г в режиме реального времени в рублях. Начальное значение индекса 6 285,76. База расчета индекса пересматривается ежеквартально. Отбор акций для включения в индекс РТС осуществляется при участии Индексного комитета.

Индекс РТС-2 – индекс акций "второго эшелона" России. Список акций корзины формируется на основе показателей ликвидности и капитализации. В список не включаются наиболее ликвидные и капитализированные акции, а также акции, имеющие недостаточные для корректного определения цены показатели. При формировании списка учитывается также экспертная оценка рыночных перспектив акций.

Индекс РТС-2 рассчитывается с 31 декабря 2003 г., расчет индекса производится в режиме реального времени в долларах каждые 15 секунд. Начальное значение индекса 567,25 пунктов.

Для оценки облигационного рынка рассчитываются **облигационные индексы ММВБ**: *индекс государственных облигаций RGBI (Russian Government Bond Index); индекс корпоративных облигаций MICEX CBI (MICEX Corporate Bond Index); индекс муниципальных облигаций MICEX MBI (MICEX Municipal Bond Index).*

Индексы денежного рынка являются индикаторами, отражающими конъюнктуру денежно-кредитного рынка. К ним относятся: *индикаторы ставок репо и кривая бескупонной доходности государственных ценных бумаг (КБД).*

В зависимости от сроков исполнения сделок РЕПО рассчитываются однодневные индикаторы репо "overnight", индикаторы "1 неделя" и "2 недели". В расчет принимаются сделки, совершаемые с акциями, включенными в базу расчета индекса ММВБ, а также сделки с облигациями, включенными в ломбардный список Банка России. Значение индикаторов ставки РЕПО представляет собой среднее значение ставок РЕПО, взвешенное по сумме РЕПО и по количеству участников торгов (дилеров).

КБД определяется на основании сделок с облигациями на рынке ГКО-ОФЗ и является эталонным индикатором стоимости безрисковых заимствований на российском долговом рынке. КБД является непрерывным представлением процентных ставок в зависимости от срока и применяется при ценообразовании долговых инструментов, а также управлении процентными рисками. Расчет КБД осуществляется непрерывно в режиме реального времени в ходе торгов по мере совершения сделок с облигациями, включенными в базу расчета.

Для оценки состояния срочного рынка **рассчитывается российский индекс волатильности**, который рассчитывается на основе волатильности

цен ближайшей и следующей серий опционов на фьючерс на индекс РТС. Он рассчитывается с 7 декабря 2010 г.

Заключение.

В современных условиях финансовые рынки становятся основным структурообразующим фактором финансового сектора экономики. Мировой тенденцией становится сокращение доли коммерческих банков в финансовых активах и рост доли средств, перераспределяемых через финансовые рынки.

Одновременно с этим нарастают масштабы компьютеризации и глобального технологического перевооружения финансовых рынков на основе современных электронных технологий. Компьютеризация стала фундаментом появления все новых финансовых инструментов, новых систем торговли ценными бумагами.

Новыми инструментами рынка ценных бумаг стали многочисленные виды производных инструментов, причем процесс создания ценных бумаг, их видов и разновидностей продолжается. Получили широкое распространение всевозможные формы финансовых инноваций – опционы, процентные фьючерсы, долговые свопы, ипотечные сертификаты и т.д.

Новые системы торговли – это системы, основанные на использовании компьютерной техники и современных средств коммуникаций, позволяющие осуществлять торговлю в полностью автоматическом режиме, без прямых контактов между продавцами и покупателями.

Одна из ключевых тенденций развития рынка ценных бумаг на современном этапе связана с процессом *секьюритизации* – перехода денежных средств из своих традиционных форм (сбережения, наличность, депозиты и т.п.) в форму ценных бумаг.

В результате секьюритизации в промышленно развитых странах значительная часть свободного капитала вкладывается непосредственно в покупку ценных бумаг. Более того, благодаря компьютеризации, развитию современных средств коммуникаций и применению Интернет-технологий рынок ценных бумаг принимает глобальный характер, когда национальные рынки рассматриваются как составные части единого всемирного рынка ценных бумаг.

В условиях глобализации мировой экономики и стремительного распространения новых технологий в функционировании финансовых рынков можно ожидать, что использование всеми экономическими субъектами и государственными структурами инвестиционных возможностей, предоставляемых мировыми и национальными финансовыми рынками, будет играть значимую роль для обеспечения экономического роста.

Список литературы

Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (в редакции последующих изменений и дополнений).

Федеральный закон от 29.07.1998 № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» (в редакции последующих изменений).

Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (в редакции последующих изменений и дополнений).

Федеральный закон от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» (в редакции последующих изменений и дополнений).

Федеральный закон от 08.08.2001 № 128-ФЗ «О лицензировании отдельных видов деятельности» (в редакции с последующими изменениями).

Федеральный закон от 02.12.1990 № 395-1 «О банках и банковской деятельности» (в редакции с последующими изменениями).

Федеральный закон от 11.03.1997 № 48-ФЗ «О переводном и простом векселе».

Федеральный закон от 07.05.1998 № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» (в редакции с последующими изменениями).

Основная:

Алексеева И.А. Организация деятельности на рынке ценных бумаг: Курс лекций. – Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2004. – 160 с.

Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг: Учебное пособие для студентов вузов, обучающихся по специальности «Финансы и кредит». – М.: Юнити-ДАНА, 2004. – 461 с.

Маренков Н.А. Ценные бумаги. Серия «Высшее образование». – М.: Московский экономико-финансовый институт; Ростов-на-Дону: Изд-во «Феникс», 2003. – 608 с.

Востоков Е.В. Финансы. Часть 1. Денежное обращение и финансовые рынки. 2007. СПб, Издательство Линк, 2008. – 424 с.

Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, Финансовая академия при правительстве РФ, 2002. – 623.

Рынок ценных бумаг: Учебное пособие / Под ред. Галанова В.А., Басова А.И. – М.: Финансы и статистика, 2002.

Дополнительная:

1. Иванов А. П. Инвестиционная привлекательность акций. – М.: Издательский Центр «Акционер», 2002. – 192 с.

2. Мировой фондовый рынок и интересы России. Отв. Ред. Смыслов Д.В. М.: Наука, 2006 - 358 с.

3. Буренин А. Форварды, фьючерсы, опционы, экзотические и погодные производные изд 2-е, М: 2007 512 с.