

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ (ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ)

ФЕДЕРАЛЬНОЕ АГЕНТСТВО ПО ОБРАЗОВАНИЮ
ГОСУДАРСТВЕННОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ
ВЫСШЕГО ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО ОБРАЗОВАНИЯ
ВОЛГОГРАДСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ТЕХНИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ
КАМЫШИНСКИЙ ТЕХНОЛОГИЧЕСКИЙ ИНСТИТУТ (ФИЛИАЛ)
ВОЛГОГРАДСКОГО ГОСУДАРСТВЕННОГО ТЕХНИЧЕСКОГО УНИВЕРСИТЕТА

Б. А. Карташов, Е. В. Матвеева, Т. А. Смелова, А. Е. Гаврилов

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ (ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ)

Учебное пособие

РПК «Политехник»
Волгоград
2006

ББК 65.264 я 73
Р 95

Авторы: Б. А. Карташов (главы 5, 6); Е. В. Матвеева (главы 1, 2); Т. А. Смелова (глава 3); А. Е. Гаврилов (введение, глава 4).

Рецензенты: д. э. н., профессор Саратовского государственного социально-экономического университета Т. М. Садыкова; руководитель представительства Саратовской государственной академии права С. В. Угроватов

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ (ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ):
Учеб. пособие / Карташов Б. А., Матвеева Е. В., Смелова Т. А., Гаврилов А. Е. / ВолгГТУ, Волгоград, 2006. – 180 с.

ISBN 5-230-04856-5

Рассматриваются фундаментальные понятия рынка ценных бумаг. Содержатся тесты и контрольные вопросы.

Предназначено для студентов направлений 521600 (080100.62) «Экономика», 521500 (080500.62) «Менеджмент», специальностей 060500 (080109.65) «Бухгалтерский учет, анализ и аудит», 061100 (080507.65) «Менеджмент организации», 0602 (080501) «Менеджмент (по отраслям)».

Ил. 10. Табл. 5. Библиогр.: 61 назв.

Печатается по решению редакционно-издательского совета
Волгоградского государственного технического университета

ISBN 5-230-04856-5

© Волгоградский
государственный
технический
университет, 2006

Борис Алексеевич Карташов
Екатерина Викторовна Матвеева
Татьяна Алексеевна Смелова
Андрей Евгеньевич Гаврилов

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ (ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ)

Учебное пособие

Под редакцией авторов
Темплан 2006 г., поз. № 35.
Лицензия ИД № 04790 от 18 мая 2001 г.

Подписано в печать 14. 12. 2006 г. Формат 60×84 ¹/₁₆.

Бумага листовая. Печать ризографическая.

Усл. печ. л. 11,25. Усл. авт. л. 11,06.

Тираж 100 экз. Заказ №

Волгоградский государственный технический университет
400131 Волгоград, просп. им. В. И. Ленина, 28.
РПК «Политехник»
Волгоградского государственного технического университета
400131 Волгоград, ул. Советская, 35.

Введение

В учебном пособии раскрыты основные понятия, связанные с рынком ценных бумаг, дана их классификация, рассмотрен механизм функционирования с учетом существующей законодательной базы.

Подробно изложены методы фундаментального и технического анализа ценных бумаг и исчисления доходности по ним. Особое значение уделено содержанию и организации брокерско-дилерской, расчетно-клиринговой, депозитарной деятельности по управлению ценными бумагами. Раскрыты также проблемы и методы управления инвестиционным портфелем.

Учебное пособие посвящено анализу основных тенденций развития рынка ценных бумаг России. Рассматривается широкий круг вопросов, связанных с выпуском и обращением различных видов ценных бумаг, а также с системой их государственного регулирования. В частности рассмотрена инфраструктура рынка ценных бумаг.

Пособие предназначено для студентов, аспирантов и преподавателей экономических вузов, а также практических работников, занятых в сфере кредита, финансов и ценных бумаг.

1. Фундаментальные понятия рынка ценных бумаг

1.1. История развития рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг в России – это молодой, динамичный рынок с быстро нарастающими объемами операций, со все более разнообразными финансовыми инструментами и диверсифицированной регулятивной и информационной структурой.

Рассматривая развитие рынка ценных бумаг в историческом аспекте можно выделить: дореволюционный (до 1917 г.), советский период (с нэпа и последующие годы) и современный этап, начавшийся с приватизации государственной собственности. Все они имеют свою специфику, связанную с условиями формирования.

Исторической точкой отсчета возникновения Российского фондового рынка можно считать 1769 г., когда в Амстердаме был размещен первый выпуск Российского государственного займа. Собственно на российском рынке государственные долговые бумаги появились лишь в 1809 г.

В 30-х годах на фондовом рынке появляются в обращении акции и облигации частных компаний, выпуск и обращение которых регулировалось принятым в 1836г. Законом о промышленных обществах. Реформы третьей четверти прошлого века создали предпосылки для появления на фондовом рынке долговых обязательств местных органов власти, что было вызвано нехваткой средств для развития местной культурно-хозяйственной жизни.

Международный политический кризис 1914 г., приведший к началу первой мировой войны, вызвал панику на европейских биржах и в течение нескольких дней после объявления войны, прекратили операции с ценными бумагами российские биржи. Но в конце 1916 г. началось некоторое оживление на фондовом рынке и в январе 1917 г. была открыта Петербургская фондовая биржа. Однако после революции рынок ценных бумаг фактически перестал существовать. Декретом советского правительства 23 декабря 1917 г. были запрещены все операции с ценными бумагами и в начале 1918 г. были аннулированы государственные займы. В период нэпа товарные и фондовые отделы при биржах существовали с 1921 по 1930 г. Организация фондовых бирж в СССР была предусмотрена постановлением ВЦИК и СНК о валютных операциях. С переходом к рыночной экономике российское государство стало более активно использовать рынок ценных бумаг. Фактически на период 1992 – 1995 гг. государство почти совсем отказалось от практики размещения займов

среди населения. Лишь с конца 1995 г. в обращение поступили первые выпуски сберегательного займа для продажи населению.

Особенностью российского рынка государственных облигаций является их высокая доходность, позволившая привлечь средства инвесторов с других рынков капиталов. Ядром этого рынка стала Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ), располагающая торговой, расчетной и депозитарной системами. Следует заметить, что российские государственные ценные бумаги обращаются и на зарубежных рынках. Так с конца 80-х годов на международном рынке обращаются несколько облигационных займов, выпущенных в разных европейских валютах.

В отличие от рынка государственных ценных бумаг, который существовал в России на протяжении всего периода ее социалистического развития, рынок негосударственных, или корпоративных ценных бумаг возродился с начала 90-х годов, прежде всего в связи с началом процесса приватизации государственной собственности в 1992г., а раньше – с образованием акционерных коммерческих банков и бирж. Условно современную историю российского рынка корпоративных ценных бумаг можно разделить на три этапа:

1) 1990-1992 гг. - создание предпосылок для развития фондового рынка: образование фондовых бирж и рынка акций коммерческих банков, товарных и фондовых бирж. Здесь началось формирование законодательной базы российского рынка ценных бумаг.

Однако первоначальному этапу создания рынка фондовых ценностей должна была предшествовать более широкая приватизация государственной собственности, что позволило бы создать акционерные общества и таким образом наполнить рынок ценных бумаг акциями и облигациями предприятий. По существу же это накопление осуществлялось в основном за счет акций коммерческих банков и так называемых финансовых инструментов. Торговля ценными бумагами в 1991-1992 гг. не стала основным видом деятельности фондовых бирж Российской Федерации, поскольку ведущее положение на них заняли не акции и облигации предприятий, а финансовые инструменты за счет расширения их номенклатуры. В результате увеличения процентной ставки Центрального Банка на 50%, а затем до 80% повысились процентные ставки коммерческих банков и соответственно за кредитные ресурсы на биржах, но т.к. они носили краткосрочный характер, то заемщики не могли использовать эти средства для долгосрочных инвестиций. Это характерно для всех фондовых бирж Российской Федерации. В основе этих искажений несколько причин:

а) на начальной стадии формирования рынка ценные бумаги и сами акционерные общества не отвечали принятым международным стандар-

там. К концу 1992 г. было зарегистрировано 10 процентов акционерных компаний, а остальные находились на нелегальном положении;

б) 90 процентов акций были выпущены с нарушением закона;

в) в ряде случаев происходило принудительное акционирование, под которое попали и убыточные предприятия.

В результате всех этих факторов доверие инвесторов к выпущенным акциям снизилось, что сказалось на объеме сделок. Кроме того, использование Московской центральной фондовой биржей (МЦФБ) и другими методами листинга вызвало отток акций с рынка. Так на МЦФБ оборот акций в 1991 г. с 400 млн. руб. снизился до 18 млн. руб. в 1992 г. Но с другой стороны это произвело очистительный эффект. Основной поток выпуска акций обеспечивали коммерческие банки, т.к. они раньше других юридических лиц начали осуществлять акционирование. За ними следовали страховые, инвестиционные и торговые компании, а последнее место занимали акционерные производственно-промышленные компании. Положительной стороной становления российского рынка ценных бумаг являются рост профессиональных кадров фондовых бирж и брокерских компаний, улучшение технической оснащенности. Также установление контактов и кооперативных связей российских бирж с крупнейшими фондовыми биржами США, Западной Европы и Азиатско-Тихоокеанского региона. Эти связи использовались для изучения опыта функционирования фондовых бирж этих стран. Сами биржи создали консультативно-координационный орган – Федерацию фондовых бирж, которая объединяет фондовые биржи и фондовые отделы всех регионов Российской Федерации. Но на данном этапе рынок ценных бумаг не превратился в важный инструмент по мобилизации капиталов, необходимый для реорганизации экономики в целом и финансирования предприятий.

2) 1992–1993 гг. - фондовый рынок существует в форме рынка приватизационных чеков. Но эти ценные бумаги не отражали полной стоимости национального имущества, т.к. их выпуск был осуществлен после либерализации цен (1 октября 1992 г.), которая была осуществлена 2 января 1992 г. Это и заставило население не вкладывать чеки в акции, а реализовать их на рынке ниже номинальной цены. Это начало, расцвет и закрытие рынка приватизационных чеков, т.к. произошло обесценение ваучеров вследствие ряда причин: масштабные аукционы по их продаже на фондовых и товарных биржах, неконтролируемый рост цен (в начале 1993 г. переход инфляции в гиперинфляцию), недоработка со стороны Правительства РФ конечного этапа операций с ваучерами и отсутствие подготовительно-разъяснительной работы.

3) 1993 г. – по настоящее время – начало обращения акций российских акционерных обществ; зарождение общепринятого рынка корпора-

тивных ценных бумаг. Для этого этапа характерно появление и бурное развитие инвестиционных фондов, финансово-промышленных компаний и частных пенсионных фондов. 1993 г. характеризовался борьбой за деньги населения, но особо отличились инвестиционные фонды, финансовые компании и коммерческие банки, а в 1994 г. к ним присоединились частные пенсионные фонды. Деятельность фондов позволила скоординировать проведение приватизации около 75 тыс. предприятий.

Происходит дальнейшее развитие законодательной базы рынка, так итогом неурядиц, мошенничества, обмана явилось заявление весной 1993 г. Министерства финансов об осторожности вложений средств населением. Характерно также прекращение и преобразование деятельности чековых инвестиционных фондов; образование крупного вексельного рынка в стране; создание организаций инфраструктуры фондового рынка; создание рынка первых фьючерсных контрактов; увеличение числа участников фондового рынка. Круг профессионалов начал формироваться в конце 1993 – начале 1994 года, который склоняется под воздействием мощного притока портфельных инвестиций, который начался с 1994г. В 1994 г. произошло массовое банкротство мелких инвестиционных фондов, в связи с чем эксперты предполагают, что это ускорит создание финансово-промышленных групп на базе слияния различных финансовых и промышленных компаний, что означает создание олигополии на рынках.

К настоящему времени можно считать, что рынок ценных бумаг в России сформировался и продолжает развиваться. Если в 1991-1992 гг. рынок был представлен фондовыми биржами, то к концу 1994 г. сложился первичный рынок, особенность которого состояла в реализации через метросеть, почту и фондовые магазины выпускаемых ценных бумаг.

Отличительной чертой развивающегося рынка ценных бумаг стало появление новой ценной бумаги – золотого сертификата, содержащего 10 кг золота с пробой 0,9999. Золотой сертификат начало выпускать в 1993 г. Министерство финансов из расчета 40% годовых в валюте. Однако его движение и развитие не были активными из-за высокой номинальной стоимости. С начала октября по конец 1993 г. было продано лишь 10% эмиссии. Основными покупателями стали банки “Менатеп”, “Российский кредит”, “Промстройбанк”, а также Автоваз. Главная цель этого сертификата – получение постоянного дохода государством и покрытие дефицита бюджета, возрастание которого объяснялось либерализацией цен и шоковой терапией.

В последние годы рыночное реформирование российской экономики позволило достичь ряда серьезных успехов. Кардинально снижен уровень инфляции, существенно меньшими стали инфляционные ожидания населения, стабилизировался курс национальной валюты, достигнуты

первые успехи в деле репрофилирования неэффективных производств, заработала процедура банкротства.

На российском рынке ценных бумаг произошел ряд позитивных изменений:

- сложились благоприятные политические условия для развития рынка;
- рынок государственных ценных бумаг позитивно повлиял на формирование инвестиционных портфелей крупных инвестиционных фондов;
- вырос потенциал рынка корпоративных ценных бумаг и увеличилась его капитализация;
- рынок стал более ликвидным и информационно-прозрачным;
- развивалась инфраструктура рынка;
- укрепилась законодательная база рынка.

Важнейшим качественным отличием современного этапа развития РЦБ является также растущее международное признание российского РЦБ, доступ российских эмитентов различного типа к мировым финансовым рынкам.

Среди наиболее важных событий в этой области следует отметить вступление России в Международную организацию комиссий по ценным бумагам (IOSCO), получение одновременно кредитного рейтинга Moody's, Standard&Poog's и IBCA, успешные выпуски еврооблигаций, публикация индекса IFC Global Russia, выпуски ADR/GDR рядом компаний, признание американской SEC российских банков надежным иностранным депозитарием и др.

При этом у российского рынка ценных бумаг существует значительный потенциал дальнейшего развития.

Ключевой задачей, которую должен выполнять рынок ценных бумаг в России, является прежде всего обеспечение гибкого межотраслевого перераспределения инвестиционных ресурсов, максимально возможного притока национальных и зарубежных инвестиций на российские предприятия, формирование необходимых условий для стимулирования накопления и трансформации сбережений в инвестиции.

В силу важности для развития и стабилизации экономики рынок ценных бумаг на сегодняшний день рассматривается как область интенсивного регулирования, то есть расширяется сфера присутствия и степень прямого вмешательства государственных органов в этот сектор экономики. Регулирование дает следующие результаты:

- правила игры для цивилизованной конкуренции между участниками рынка, которая в конечном результате приводит к расширению и улучшению качества предлагаемых инвесторам услуг;
- создает условия, позволяющие населению с уверенностью вкладывать средства, а участникам рынка - безбоязненно расширять свой бизнес;
- обеспечивает высокие стандарты поведения участников, минимизируя риск мошенничества и злоупотреблений.

Этот принцип справедлив и по отношению к политике в области квалификационных требований, целью которой является контроль лиц, работающих на рынке ценных бумаг, их приверженности законодательству, нормам деловой и профессиональной этики.

До настоящего времени наиболее доходными на российском рынке считались операции с ГКО, риск по операциям с государственными ценными бумагами ограничен и вероятность серьезных осложнений финансового состояния банков, связанного с этим видом операций сведена к минимуму. В 1995-1996 гг. на рынке ценных бумаг преобладают государственные ценные бумаги. В перспективе их значение должно возрасти наряду с повышением роли корпоративных ценных бумаг. С 1994г. российский рынок ценных бумаг начал быстро развиваться. Не считая эмитентов с середины 1994г. на рынке ценных бумаг действовало более 300 инвестиционных компаний, а его объем достиг несколько триллионов рублей. Государственные ценные бумаги обеспечили в 1995г. покрытие более 50% дефицита федерального бюджета. Объем операций с ГКО и ОФЗ в конце 1995г. составил 75 трлн. руб., из которых 30 трлн. руб. были привлечены за год в федеральный бюджет. Ежедневный оборот вторичного рынка государственных ценных бумаг достигал в декабре 1995г. – 1,5 – 2 трлн. руб. И в 1995г. была разработана новая система быстрых межрегиональных расчетов по сделкам с ценными бумагами.

Развитие первичного рынка будет возможным при осуществлении следующих условий:

1. Более широкая и активная приватизация предприятий, компаний и ассоциаций приведут к появлению новых видов ценных бумаг, а также дополнительных источников капиталовложений.
2. Развитие таких посреднических институтов, как инвестиционные банки и брокерские фирмы, которые могли бы осуществлять посредническую функцию между эмитентами и покупателями так, как это принято в мировой практике.
3. Фондовые биржи также нуждаются в определенных структурных изменениях. Фондовые биржи имеют несколько рынков. Акции мощных и крупных российских компаний и предприятий будут котироваться на

основном рынке биржи, а ценные бумаги средних и мелких, в зависимости от их финансового состояния - на вторичном и третичном рынках из-за низкой конкурентоспособности этих ценных бумаг.

4. Банковская система сыграла роль движущей силы в создании российского рынка ценных бумаг. Без активного участия российских коммерческих банков было бы невозможно размещение государственных ценных бумаг. Но наблюдается смещенность на рынок государственных ценных бумаг.

1.2. Понятие рынка ценных бумаг

Финансовый рынок – сфера проявления экономических отношений между продавцами и покупателями финансовых ресурсов и инвестиционных ценностей – инструментов образования финансовых ресурсов.

В представлении западных экономистов финансовый рынок – это сфера обращения финансовых активов – специальных соглашений, контрактов, определяющих взаимные обязательства сторон, участвующих в контракте. Эти обязательства, называемые также ценными бумагами, фиксируются на специальных бланках либо с использованием безбумажных (электронных) носителей.

Основное назначение финансового рынка – эффективное распределение накоплений и денежных средств между участниками экономических отношений: государством, предприятиями и организациями, индивидуальными предпринимателями и населением.

Современные финансовые рынки представляют собой развитый механизм торговли финансовыми активами (акциями, облигациями и т.д.), обязательными атрибутами которого являются четкие правила торговли, наличие профессиональных участников рынка и развитой рыночной инфраструктуры, обеспечивающей минимальные издержки и максимальную надежность совершения сделок. Одним из основных предметов делового оборота на финансовых рынках являются ценные бумаги.

В современной экономике термин **«ценная бумага»** в равной степени относится к любой легальной форме закрепления имущественных прав, как в виде бумажного документа, так и в электронной форме, в том числе в виде записи в реестре собственников или на счете депо в специализированной финансовой организации – **депозитарии**. Это свойство ценных бумаг достаточно точно отражается английским термином *security* – в том смысле, что имущественные права, связанные с владением ценной бумагой, легально закреплены (*secured*).

Согласно законодательству Российской Федерации, под ценной бумагой понимается «документ, удостоверяющий с соблюдением установ-

ленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении» (ст. 142 ГК РФ).

Передача права собственности осуществляется согласно п. 1 – 3 ст. 146:

- по ценной бумаге на предъявителя – ее вручением;
- по именной ценной бумаге – в порядке, установленном для уступки требований (цессии);
- по ордерной ценной бумаге – совершением на этой бумаге передаточной надписи (индоссамента).

Процедура передачи права собственности на ценные бумаги предполагает (п.1, ст. 142), что «с передачей ценной бумаги переходят все удостоверяемые ею права в совокупности».

Однако не все финансовые инвестиции могут быть представлены в виде ценных бумаг, являющихся предметом свободной купли-продажи. Как правило, различают кредитный рынок и собственно рынок ценных бумаг. Кредитный рынок – специфическая сфера экономических отношений, где осуществляется движение денежного ссудного капитала между заемщиками и кредиторами на условиях возвратности, платности и срочности. Кредитный договор представляет собой соглашение об обмене сегодняшней стоимости на будущую, но в отличие от сделок с денными бумагами, обязательства заимодавца перед кредитором не являются предметом свободной купли-продажи.

Дополнительную сложность для четкого определения структуры финансовых рынков вносит различие в сроках выполнения финансовых обязательств. Краткосрочные обязательства, сроком от нескольких дней до нескольких месяцев, обладают высокой ликвидностью и близки по своим свойствам к деньгам. По этой причине рынок краткосрочных финансовых инструментов (кредитных соглашений и ценных бумаг) объединяют понятием денежный рынок, который также включает обращающиеся наличные деньги и краткосрочные платежные средства: векселя, чеки, аккредитивы, денежные требования, денежные поручения, денежные требования-поручения. В отличие от денежного рынка, рынок капиталов охватывает имущественные права, реализация которых осуществляется на протяжении длительного промежутка времени, превышающим один год.

Упрощенное представление структуры финансовых рынков приведено на рис.1. Приведенная классификация важна именно с практической точки зрения, поскольку в экономической теории к категории “ценная бумага” относят все виды финансовых инструментов, как те, которые могут переходить от одного собственника к другому (transferable securities), ак и не подлежащие свободной купле-продаже (non-transferable securities).

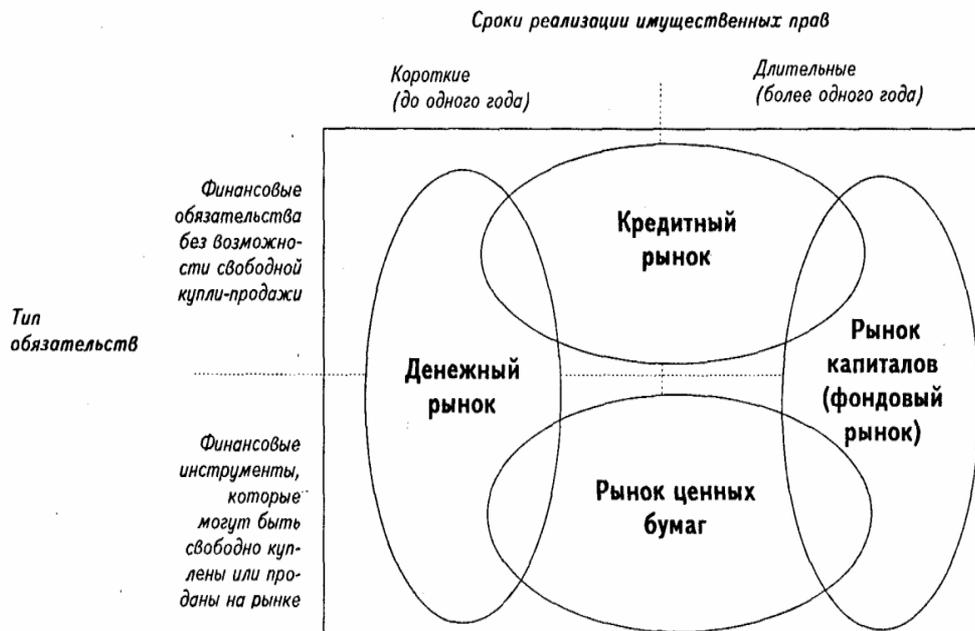


Рис. 1. Структура финансовых рынков

В развитых рыночных экономиках структура финансовых рынков очень сложна и включает большое число разновидностей ценных бумаг. Мы будем придерживаться следующей классификации: финансовый рынок складывается из трех относительно самостоятельных сегментов: обращающихся наличных денег и краткосрочных платежных средств (векселей, чеков и т.д.); ссудного капитала в виде краткосрочных и долгосрочных кредитов, предоставляемых заемщикам финансово-кредитными учреждениями; ценных бумаг различного типа и назначения. В известной работе У. Шарпа рынки краткосрочного и долгосрочного ссудного капитала объединены общим понятием фондовый рынок, при этом денежные рынки (money markets) обычно включают финансовые активы со сроком обращения до одного года, а рынки капитала (capital markets) – прочие активы со сроком обращения более одного года. Например, казначейские векселя обращаются на фондовых рынках краткосрочного капитала, а казначейские облигации (бонды) на фондовых рынках долгосрочного капитала.

Рынок ценных бумаг – часть финансового рынка, на котором происходит обращение, купля-продажа ценных бумаг.

Поскольку не все ценные бумаги ведут свое происхождение от денежных капиталов (например, товарные векселя, коносаменты, простые складские свидетельства, залоговые свидетельства, варранты и др.), по-

стольку рынок ценных бумаг не может быть в полном объеме отнесен к финансовому рынку. В той части, в которой рынок ценных бумаг основывается на капитале, он называется фондовым рынком и в этом качестве является составной частью финансового рынка. Фондовый рынок образует большую часть рынка ценных бумаг. Оставшаяся часть рынка ценных бумаг в силу своих сравнительно небольших размеров не получила специального названия и, поэтому, часто понятия рынок ценных бумаг и фондовый рынок считаются синонимами.

Рынок ценных бумаг является сегментом как денежного рынка, так и рынка капиталов, которые также включают движение прямых банковских кредитов, перераспределение денежных ресурсов через страховую отрасль, внутрифирменные кредиты и т.д. (рис.2.)

Ф.Котлер определил рынок как "сферу потенциальных обменов", К.Р.Макконнелл и С.Л.Брю как "Институт или механизм, сводящий вместе покупателей (предъявителей спроса) и продавцов (поставщиков) отдельных товаров и услуг". В нашем случае этот рынок отличается от всех других прежде всего товаром, который на нем обращается – ценными бумагами. В свою очередь, это определяет состав участников рынка, его местоположение, порядок функционирования и правила регулирования и т.п.

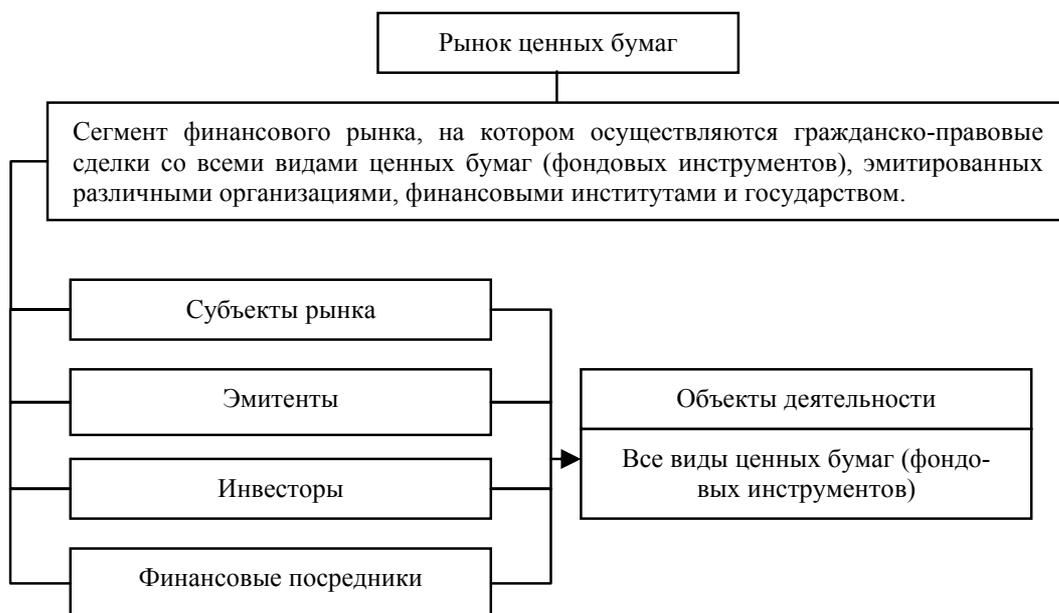


Рис. 2. Понятие рынка ценных бумаг

Из общей картины финансовых рынков можно выделить трех главных участников.

1. Фирмы, которые, в конечном счете являются заемщиками капитала. Они привлекают средства в настоящий момент, чтобы инвестировать их в заводы и оборудование. Прибыль от этих реальных активов обеспечивает доход инвесторам, которые приобретают ценные бумаги, эмитируемые фирмой.

2. Роль домохозяйств обычно сводится в итоге к предоставлению денег. Они приобретают ценные бумаги, эмитируемые фирмами, которые нуждаются в привлечении средств.

3. Правительства могут быть как заемщиками, так и кредиторами, в зависимости от соотношения между налоговыми поступлениями и правительственными расходами.

Финансовые посредники (financial intermediaries) – организации, "соединяющие" финансовые потребности заемщиков и кредиторов посредством размещения у себя средств кредиторов и предоставления их в дальнейшем заемщикам. Финансовыми посредниками являются банки, инвестиционные компании, страховые компании и кредитные союзы. Финансовые посредники эмитируют собственные ценные бумаги, чтобы привлечь средства для приобретения ценных бумаг других компаний.

В посреднической деятельности этих компаний заключены похожие преимущества. Прежде всего, объединив в общий фонд средства многих мелких инвесторов, они получают возможность предоставлять значительные ссуды крупным заемщикам. Во-вторых, предоставляя ссуды большому количеству заемщиков, посредники достигают значительной диверсификации. Таким образом, они могут не отказывать в предоставлении ссуд, которые сами по себе являются слишком рискованными. В-третьих, посредники совершенствуют свое мастерство благодаря объему выполняемых ими деловых операций. Они также могут воспользоваться эффектом роста масштаба производства и появлением новых возможностей для оценки и мониторинга риска.

Инвестиционные компании (investment companies) – компании, управляющие объединенными средствами инвесторов которые объединяют деньги множества инвесторов в общий фонд (пул) и управляют им, также используют эффект роста масштаба бизнеса. К преимуществам взаимных фондов относятся крупномасштабные операции с ценными бумагами и профессиональное управление портфелем активов. Участники взаимного фонда получают их акции в соответствии с долей их вклада в общем размере инвестиций. Эта система даст мелким инвесторам преимущества, за которые они готовы оплачивать услуги компании, управляющей взаимным фондом.

Инвестиционные компании также могут разрабатывать портфели специально для крупных инвесторов, учитывая их индивидуальные цели.

В отличие от них, акции взаимных фондов широкодоступны, и они стараются разнообразить свои инвестиционные стратегии для привлечения большого числа клиентов. Эффект от масштаба операций также объясняет быстрый рост числа аналитических услуг, полезных для инвесторов. Информационные бюллетени, базы данных, исследовательские услуги брокерских контор, – все это используется в исследованиях, результаты которых предлагаются большому числу клиентов.

Инвестиционные банки (investment bankers) – фирмы, которые специализируются на продаже новых выпусков ценных бумаг, обычно путем их подписки (андеррайтинга).

Инвестиционные банки (investment bankers) советуют корпорации, задумавшей осуществить выпуск ценных бумаг, какую цену установить на выпускаемые инструменты, какие процентные ставки назначить и т.д. В конце концов, инвестиционные банки проводят маркетинг по размещению выпуска ценных бумаг среди широкого круга инвесторов.

Понятие «рынок ценных бумаг» является важнейшей составной частью финансовых рынков. Очевидно, что понятие **«финансовые рынки» шире, чем понятие «рынки ценных бумаг»**. Так, например, к финансовым рынкам относятся и прямые банковские кредиты, и внутрифирменные кредиты, и перераспределение финансовых ресурсов через государственные и частные пенсионные системы, и аккумуляция ресурсов в страховом бизнесе. Рынок ценных бумаг в свою очередь является важной составной частью как денежного рынка, так и рынка капиталов, которые в совокупности составляют финансовый рынок.

Таким образом, рынок ценных бумаг входит в структуру финансового рынка как составная часть, объединяя сегменты денежного рынка и рынка капиталов. Порядок их функционирования и взаимодействия определяется правилами российского законодательства, которые отражают объективно действующие закономерности, присущие данным рынкам. Выделяя в структуре финансового рынка, также валютный рынок – сферу функционирования валютных отношений как разновидности денежных отношений, возникающих при функционировании денег в международном обороте (деньги, обслуживающие международные отношения, называются валютой), место и роль рынка ценных бумаг наглядно можно представить в виде схемы, рынок ценных бумаг выступает связующим звеном, объединяющим все сегменты финансового рынка (рис.3.)



Рис. 3. Место рынка ценных бумаг в структуре финансового рынка

Функционирование финансового рынка как единого целого, объясняется тем, что на практике происходит постоянный взаимный перелив капитала из одной формы в другую. Например, краткосрочные вложения трансформируются в средне- и долгосрочные, при этом в ряде случаев используются банковские гарантии; банковские кредиты выдаются под залог ценных бумаг; для привлечения финансовых ресурсов осуществляется эмиссия ценных бумаг вместо получения банковских кредитов; долговые ценные бумаги выпускаются под банковские гарантии; производится кредитование ценными бумагами путем заключения сделок репо.

Рынок ценных бумаг выполняет целый ряд функций, которые условно можно разделить на общерыночные (присущие каждому рынку) и специфические (отличающие данный рынок от всех остальных). **К общерыночным функциям рынка ценных бумаг относятся:**

- интегрирующая – рынок ценных бумаг – это составная часть финансового рынка представляет собой сложную систему, опосредующую аккумуляцию, распределение и перераспределение ссудного капитала в целях непрерывности и рентабельности общественного воспроизводства;

- регулирующая – объединяет и регулирует деятельность различных субъектов рынка путем создания системы инфраструктуры фондового рынка, являвшейся связующим звеном между инвесторами и эмитентами;

- стимулирующая – направляя финансовые потоки на приобретение ценных бумаг эмитентов, дающих наибольшую доходность, фондовый рынок способствует вложению свободных инвестиционных ресурсов в наиболее прибыльные (либо развивающиеся) отрасли экономики;

– ценообразующая – объединение всех участников экономических отношений в единую систему фондового рынка позволяет, используя всю возможную информацию о перспективном спросе на ценную бумагу и доходов по ней, проводить оценку ее инвестиционной стоимости и формировать текущие курсы на конкретные виды ценных бумаг;

– информационная – ситуация на фондовом рынке, представленная в виде курса ценных бумаг, сообщает вкладчикам информацию о состоянии экономической конъюнктуры рынка и дает им ориентиры для наиболее выгодного размещения своих капиталов.

К специфическим функциям рынка ценных бумаг относятся:

– перераспределительная функция, которая в свою очередь может быть разбита на три подфункции: перераспределение денежных средств между отраслями и сферами рыночной деятельности; перевод сбережений (прежде всего населения) из непроизводительной в производительную форму; финансирование дефицита государственного бюджета на неинфляционной основе, т.е. без выпуска в обращение дополнительных денежных средств;

– функция страхования ценовых и финансовых рисков (хеджирование), которая стала возможной благодаря появлению класса производных финансовых инструментов – фьючерсных и опционных контрактов.

Государство активно участвует в перераспределении капитала, выступая через свои кредитные учреждения и как продавец, и как покупатель ценных бумаг. Государство определяет и контролирует правовые основы рыночных отношений, прежде всего, гарантируя права собственности и определяя базовые правила экономических отношений участников финансового рынка.

К сфере государственного регулирования рынка ценных бумаг относятся, помимо законодательного обеспечения, регулирование и определение правил выпуска и обращения ценных бумаг, регистрация новых выпусков, лицензирование профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, защита прав инвесторов, контроль за соблюдением антимонопольного законодательства, контроль системы ценообразования и деятельности профессиональных участников рынка.

Функцию регулирования рынка ценных бумаг в Российской Федерации выполняет специально созданный орган – Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг. К ведению комиссии относятся: формирование и осуществление государственной политики в области развития рынка, контролирование выпуска и обращения ценных бумаг, регистрация новых выпусков, лицензирование профессиональной деятельности др.

Важные вопросы функционирования рынка находятся в ведении:

– Министерства финансов РФ (регистрирует выпуски ценных бумаг корпораций, субъектов федерации и органов местного самоуправления, лицензирует фондовые биржи, инвестиционные компании и фонды, осуществляет выпуск государственных ценных бумаг и регулирует их обращение);

– Центрального банка РФ (регистрирует выпуски ценных бумаг кредитных организаций, осуществляет операции и регулирует порядок осуществления кредитными организациями операций на открытом рынке, устанавливает и контролирует антимонопольные требования к операциям на рынке ценных бумаг и т.д.);

– Министерства по антимонопольной политике (устанавливает антимонопольные правила и осуществляет контроль за их исполнением);

– Департамента страхового надзора Министерства финансов РФ (регулирует особенности деятельности на рынке ценных бумаг страховых компаний).

Помимо государственных органов, важную роль в регулировании деятельности на рынке ценных бумаг играют **саморегулируемые организации участников фондового рынка (СРО)** – некоммерческие, негосударственные организации, создаваемые участниками рынка ценных бумаг на добровольной основе, с целью регулирования отдельных аспектов рынка на основе государственных гарантий поддержки, выразившихся в присвоении им государственного статуса саморегулируемой организации. Основой для создания таких организации служит наличие заинтересованности участников рынка в определении и контроле за соблюдением общих правил поведения на рынке, отстаивании собственных интересов, недопущении недобросовестной конкуренции, организации выполнения специфических функций, в которых заинтересованы многие участники рынка.

Во многих странах государственные органы делегируют саморегулируемым организациям функции по контролю за рынком ценных бумаг. Примером саморегулируемых организаций на российском рынке ценных бумаг можно считать действующие сегодня такие общественные объединения профессиональных участников рынка как Профессиональная ассоциация участников фондового рынка (ПАУФОР), Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфертных агентов и депозитариев (ПАТРАД) в Москве, Комитет профессиональных участников фондового рынка в Санкт-Петербурге, Ассоциация Фондовых дилеров Сибири, в Новосибирске и др.

1.3. Классификация рынка ценных бумаг

Понятие национального рынка охватывает торговлю резидентов между собой (ценными бумагами, выпущенными как резидентами, так и нерезидентами, с номиналами, выраженными как в иностранной, так и в национальной валюте). Движения капиталов между странами на национальных рынках не происходит.

На региональных рынках возникает относительно замкнутый оборот по поставке и потреблению денежных капиталов предприятиями и населением внутри региона. Регионализм присущ, прежде всего, неразвитым рынкам ценных бумаг, с плохими коммуникациями, с отсутствием признанных страновых центров торговли ценными бумагами. Например, в России относительно обособленными являются центральный, уральский, поволжский, северный, сибирский и дальневосточный рынки ценных бумаг, выделяется северокавказский рынок и т.п. По косвенным данным в России 1-е место (наивысший рейтинг) можно присвоить фондовому рынку Центрального экономического района, 2-е место – Уральского, 3-е место – Северного, 4-е место – Поволжского, 5-е место – Дальневосточного экономического района.

По характеру движения ценных бумаг рынки ценных бумаг делят на первичные и вторичные рынки.

Первичный рынок – это рынок первых и повторных эмиссий (выпусков) ценных бумаг, на котором осуществляется их начальное размещение среди инвесторов.

Вторичный рынок – это рынок, на котором обращаются ранее эмитированные на первичном рынке ценные бумаги.

Основное назначение вторичного рынка – свести продавцов и покупателей специфического товара – ценных бумаг, обеспечить, соответственно, свободный и быстрый перелив капиталов в наиболее эффективные сферы деятельности.

Важнейшая черта первичного рынка – это полное раскрытие информации для инвесторов, позволяющее сделать обоснованный выбор ценной бумаги для вложения денежных средств. Раскрытию информации подчинено все, что происходит на первичном рынке: подготовка проспекта эмиссии, его регистрация и контроль государственными органами с позиций полноты представленных данных, публикация проспекта и итогов подписки и т.д.

Важнейшая черта вторичного рынка – это его ликвидность. **Ликвидность рынка** – это возможность успешной и обширной торговли, способность поглощать значительные объемы ценных бумаг в короткое время, при небольших колебаниях курсов и при низких издержках на

реализацию. Сам механизм торговли на вторичном рынке настроен на поддержание стабильного рынка, на ограничение спекуляции.

По видам бумаг, обращающихся, в частности, на российском рынке сегодня выделяются:

- рынок государственных бумаг;
- рынок акций, в котором в свою очередь выделяются три основных сегмента (иногда их называют эшелонами): "голубые фишки" (наиболее ликвидные акции крупнейших российских компаний), акции "второго эшелона", приближающиеся к ним, но еще не достигшие соответствующей ликвидности, и акции предприятий, практически не появляющиеся на рынке;
- рынок ценных бумаг местного значения (в большинстве – муниципальных облигаций или облигаций субъекта федерации);
- рынки векселей разных эмитентов;
- рынки производных ценных бумаг (в основном фьючерсов).

Классификация рынка ценных бумаг **по организации торговли** включает биржевой рынок, внебиржевой (розничный) рынок и электронный рынок.

Биржевой рынок исчерпывается понятием фондовой биржи, как особого, институционально организованного рынка, на котором обращаются ценные бумаги наиболее высокого качества и операции, на котором совершают профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Фондовая биржа должна обеспечить постоянство, ликвидность и регулирование рынка, определение цен, учет рыночной конъюнктуры.

В случае, когда сделки небольшие, их экономически невыгодно исполнять через крупные специализированные торговые системы, покупатель идет непосредственно к дилеру и покупает бумаги прямо у него. Это особый сегмент рынка ценных бумаг. Он называется розничным (внебиржевым) рынком (OTC – market от английского Over the Counter – торговля из-за прилавка).

Внебиржевой рынок охватывает рынок операций с ценными бумагами, совершаемых вне фондовой биржи.

Приведенная характеристика биржевого и внебиржевого рынков точна только в первом приближении. Существуют переходные формы (прибиржевые рынки), которые занимают пограничное положение между указанными рынками. Например, "вторые" и "третьи", "параллельные" рынки, создаваемые фондовыми биржами и находящиеся под их регулирующим воздействием. Как правило, эти рынки имеют более низкие требования к качеству ценных бумаг, включают в себя акции малых и сред-

них компаний и, поддерживая при этом регулярность торговли, котировки, единство правил и т.д.

Электронные рынки ценных бумаг возникли позже бирж – с появлением современных средств связи и информатики. В настоящее время обороты на них сравнимы с биржевыми. В России работает Российская торговая система.

Торговлю в ней осуществляют профессиональные брокеры и дилеры, объединившиеся в ассоциации ПАУФОР (Профессиональная ассоциация участников фондового рынка России) и НАУФОР (Национальная ассоциация участников фондового рынка России). В этих торговых системах происходят торги акциями "голубых фишек" (РТС) и акциями второго эшелона (РТС-2).

Согласно другой классификации выделяют рынки ценных бумаг:

- **по видам сделок** (кассовый рынок, форвардный рынок и т.п.);
- **по эмитентам** (рынок ценных бумаг предприятий, рынок государственных ценных бумаг и т.д.);
- **по инвесторам** (например, рынок ценных бумаг, ориентированных по условиям выпуска на молодежь в качестве инвестора, на людей пенсионного возраста и т.д.);
- **по срокам** (рынок кратко-, средне-, долгосрочных и бессрочных ценных бумаг);
- по территориальному, отраслевому и другим критериям.

Основная цель функционирования рынка ценных бумаг состоит в том, чтобы сформировать механизм для привлечения в экономику инвестиций путем построения взаимоотношений между теми, кто испытывает потребность в средствах, и теми, кто хочет инвестировать избыточный доход.

Контрольные вопросы:

- 1) Перечислите этапы развития рынка ценных бумаг.
- 2) Охарактеризуйте дореволюционный этап развития рынка ценных бумаг.
- 3) Охарактеризуйте советский период развития рынка ценных бумаг.
- 4) Охарактеризуйте современный этап развития рынка ценных бумаг.
- 5) Дайте определение финансового рынка.
- 6) Перечислите определения ценной бумаги, которые Вы знаете, и на их основе выведите свое.
- 7) Какие Вы знаете виды финансовых рынков? Охарактеризуйте их.
- 8) Определите место рынка ценных бумаг в структуре финансового рынка.

- 9) Охарактеризуйте участников рынка ценных бумаг.
- 10) Какие функции выполняет рынок ценных бумаг?
- 11) Какие органы регулирования рынка ценных бумаг Вам знакомы?
- 12) Классификация рынка ценных бумаг.

2. Ценные бумаги. Виды ценных бумаг

2.1. Понятие ценной бумаги

Возникновение ценных бумаг связано с развитием товарно-денежных отношений в человеческом обществе. Прототипы ценных бумаг появились ещё в Древнем мире. Сам термин «ценная бумага» возник благодаря тому, что эти документы получили широкое распространение именно в бумажной форме.

С философской точки зрения ценная бумага почти всегда противопоставляется деньгам. Стоимость ценной бумаги выражается в деньгах (а наоборот - никогда).

В первой части нового Гражданского кодекса РФ (статья 142) дается определение ценной бумаги как документа установленной формы и реквизитов, удостоверяющего имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении.

Таким образом, ценная бумага - это форма фиксации рыночных отношений между участниками рынка, которая сама является объектом этих отношений, т.е. заключение сделки между ее участниками состоит в передаче или купле-продаже ценной бумаги в обмен на деньги или товар.

Ценность же ценной бумаги состоит в тех правах, которые она дает ее владельцу.

Поскольку и деньги, и товар в современных условиях являются разными формами существования капитала, то экономическое определение ценной бумаги можно выразить следующим образом:

Ценная бумага - это форма существования капитала, отличная от его товарной, производительной и денежной форм, которая может передаваться вместо него самого, обращаться на рынке как товар и приносить доход.

Это особая (фиктивная) форма существования капитала наряду с его существованием в рыночной, производительной и товарной формах. Суть ее состоит в том, что у владельца капитала сам капитал отсутствует, но имеются все права на него, которые и зафиксированы в форме ценной

бумаги. Ценная бумага позволяет отделить собственность на капитал от самого капитала и соответственно включить последний в рыночный процесс в таких формах, в каких это необходимо для самой экономики.

Ценная бумага – это особый товар, который обращается на особом, своем собственном рынке – рынке ценных бумаг, но не имеет ни вещественной, ни денежной потребительной стоимости, т.е. не является ни физическим товаром, ни услугой.

В расширенном понимании ценная бумага – это любой документ, который продается и покупается по соответствующей цене.

Подытоживая вышесказанное, можно утверждать, что атрибутами ценной бумаги являются:

- имущественные права, отношения займа, а также некоторые иные права и обязательства;
- способность быть объектом купли-продажи;
- переход вышеозначенных прав и обязательств при купле-продаже ценной бумаги;
- стоимость ценной бумаги, которая оценивается в денежном выражении.

Ценная бумага выполняет ряд общественнозначимых функций:

- перераспределяет денежные средства (капиталы) между: отраслями и сферами экономики; территориями и странами; группами и слоями населения; населением и сферами экономики; населением и государством и т.п.;
- предоставляет определенные дополнительные права ее владельцам, помимо права на капитал. Например, право на участие в управлении, соответствующую информацию, первоочередность в определенных ситуациях и т.п.
- обеспечивает получение дохода на капитал и/или возврат самого капитала и др.

Как любая экономическая категория, ценная бумага имеет соответствующие характеристики:

Временные характеристики:

- срок существования ценной бумаги: когда выпущена в обращение, на какой период времени или бессрочно;
- происхождение: ведет ли ценная бумага начало от своей первичной основы (товар, деньги) или от других ценных бумаг.

Пространственные характеристики:

- форма существования: бумажная или, выражаясь юридически, документарная форма, или безбумажная, бездокументарная форма;

- национальная принадлежность: ценная бумага отечественная или другого государства, т.е. иностранная;
- территориальная принадлежность: в каком регионе страны выпущена данная ценная бумага.

Рыночные характеристики:

- тип актива, лежащего в основе ценной бумаги, или ее исходная основа (товары, деньги, совокупные активы фирмы и др.);
- порядок владения: ценная бумага на предъявителя или на конкретное лицо (юридическое, физическое);
- форма выпуска: эмиссионная, т.е. выпускаемая отдельными сериями, внутри которых все ценные бумаги совершенно одинаковы по своим характеристикам, или неэмиссионная (индивидуальная);
- форма собственности и вид эмитента, т.е. того, кто выпускает на рынок ценную бумагу: государство, корпорации, частные лица;
- характер обращаемости: свободно обращается на рынке или есть ограничения;
- экономическая сущность с точки зрения вида прав, которые предоставляет ценная бумага;
- уровень риска: высокий, низкий и т.п.
- наличие дохода: выплачивается по ценной бумаге какой-то доход или нет;
- форма вложения средств: инвестируются деньги в долг или для приобретения прав собственности.

Переход от бумажной формы ценных бумаг к безбумажной связан, во-первых, с нарастанием количества обращающихся ценных бумаг, прежде всего таких известных их видов, как акции и облигации. По другим ценным бумагам, число которых сравнительно невелико, документарная форма преобладает.

Во-вторых, многие права, которые закрепляются за владельцем ценной бумаги, могут быть реализованы безотносительно к ее форме. Например, выплата дохода по ценной бумаге, ее купля-продажа и т.п. могут производиться без наличия ее самой в качестве материального носителя этих прав.

В-третьих, безбумажная форма ценной бумаги ускоряет, упрощает и удешевляет ее обращение в части расчетов, передачи от одного владельца к другому, хранения и учета, налогообложения и т.п.

В-четвертых, это связано со структурными изменениями на рынке ценных бумаг (в частности, с увеличением числа именных ценных бумаг и снижением доли предъявительских ценных бумаг).

2.2. Классификация ценных бумаг

В Гражданском Кодексе РФ можно найти перечень видов ценных бумаг: государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитные и сберегательные сертификаты, банковские сберегательные книжки на предъявителя, коносаменты, акции, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке отнесены к числу ценных бумаг.

Как мы видим, российское законодательство не даёт закрытого перечня ценных бумаг. Кроме того, под определение Гражданского Кодекса РФ попадают документы, не рассматриваемые в качестве ценных бумаг, а именно: платёжные поручения и требования, аккредитивы, гарантии и поручительства, исполнительные документы судов и нотариальных органов, разнообразные складские документы.

Различают классификации ценных бумаг и классификации видов ценных бумаг.

Классификация ценных бумаг – это деление ценных бумаг на виды по определенным признакам, которые им присущи (рис.4.).

Классификация видов ценных бумаг – это группировка ценных бумаг одного и того же вида; это деление ценных бумаг на подвиды. В свою очередь, подвиды могут в ряде случаев делиться еще дальше. Каждая нижестоящая классификация входит в состав той или иной вышестоящей классификации.

Существующие в современной мировой практике ценные бумаги делятся на два больших класса:

I класс – основные ценные бумаги;

II класс – производные ценные бумаги.

Основные ценные бумаги – это ценные бумаги, в основе которых лежат имущественные права на какой-либо актив, обычно на товар, деньги, капитал, имущество, различного рода ресурсы и др.

Основные ценные бумаги, в свою очередь, можно разделить на две подгруппы: первичные и вторичные ценные бумаги.

Первичные ценные бумаги основаны на активах, в число которых не входят сами ценные бумаги (акции, облигации, векселя, закладные и др.)

Вторичные ценные бумаги – это ценные бумаги, выпускаемые на основе первичных ценных бумаг; это ценные бумаги на сами ценные бумаги: варранты на ценные бумаги, депозитарные расписки и др.

Производная ценная бумага – это бездокументарная форма выражения имущественного права (обязательства), возникающего в связи с изменением цены лежащего в основе данной ценной бумаги биржевого

актива (эту ценную бумагу можно представить как ценную бумагу на какой-либо ценовой актив: на цены товаров (обычно биржевых: зерна, мяса, нефти, золота и т.п.); на цены основных ценных бумаг (обычно на индексы акций, на облигации); на цены кредитного рынка (процентные ставки); на цены валютного рынка (валютные курсы) и т.п.

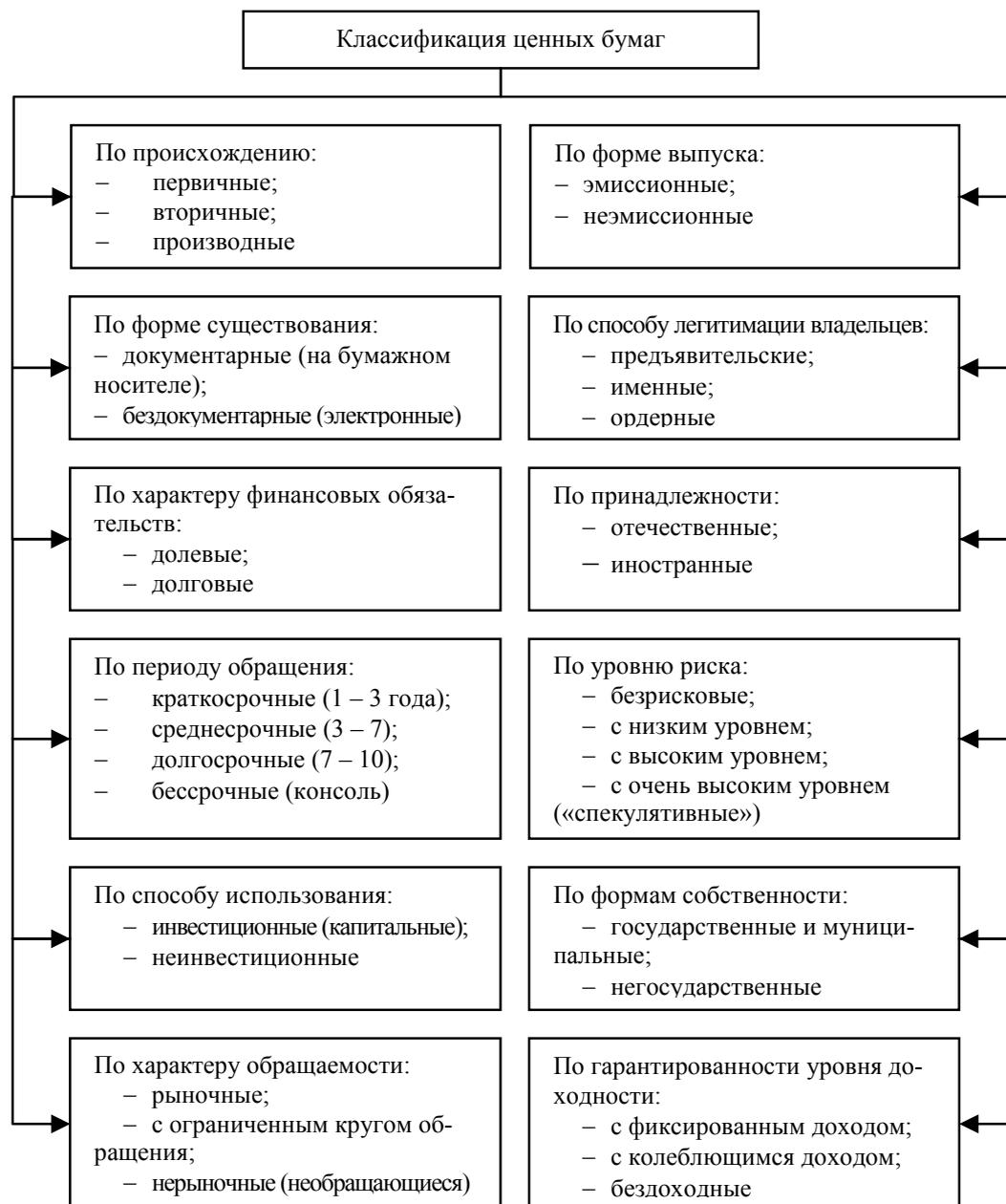


Рис.4. Систематизация ценных бумаг по некоторым признакам

К производным ценным бумагам относятся: фьючерсные контракты (товарные, валютные, процентные, индексные и др.) и свободнообращающиеся опционы.

Инвестиционные (капитальные) ценные бумаги – это ценные бумаги, являющиеся объектом для вложения капитала (акции, облигации, фьючерсные контракты и др.)

Неинвестиционные ценные бумаги – это ценные бумаги, которые обслуживают денежные расчеты на товарных или других рынках (векселя, чеки, коносаменты).

Владение ценной бумагой может быть именное или на предъявителя. Предъявительская ценная бумага не фиксирует имя ее владельца, и ее обращение осуществляется путем простой передачи от одного лица к другому. Именная ценная бумага содержит имя ее владельца и, кроме того, регистрируется в специальном реестре.

Если именная ценная бумага передается другому лицу путем совершения на ней передаточной надписи (индоссамента), то она называется ордерной ценной бумагой.

Государственные ценные бумаги – это обычно различного вида облигации. Негосударственные ценные бумаги – это ценные бумаги, которые выпускаются в обращение корпорациями (компаниями, банками, организациями) и даже частными лицами.

Основные виды ценных бумаг являются рыночными, т.е. могут свободно продаваться и покупаться на рынке. Но в ряде случаев обращение ценных бумаг может быть ограничено, и ценную бумагу можно продать только тому, кто ее выпустил, и то через оговоренный срок. Такие бумаги являются нерыночными.

С точки зрения доходности ценные бумаги, как правило, являются доходными, но могут быть и бездоходными, когда при выпуске ценной бумаги не оговаривается размер дохода ее владельца.

Деление ценных бумаг на долговые и владельческие долевые в своей основе отражает два возможных способа использования денежных средств: для приобретения какого-либо актива либо в собственность, либо во временное пользование. Если ценные бумаги выпускаются на ограниченный срок с последующим возвратом вложенных денежных сумм, то они являются долговыми бумагами. Это облигации, банковские сертификаты, векселя и др. Владельческие ценные бумаги дают право собственности на соответствующие активы. Это акции, варранты, коносаменты и др.

По уровню риска виды ценных бумаг располагаются исходя из принципа: чем выше доходность, тем выше риск, и чем выше гарантированность ценной бумаги, тем ниже риск.

Эмиссионные ценные бумаги выпускаются обычно крупными сериями, в больших количествах, и внутри каждой серии все ценные бумаги абсолютно идентичны. Это обычно акции и облигации. Неэмиссионные ценные бумаги выпускаются поштучно или небольшими сериями.

Контрольные вопросы:

- 1) Понятие ценной бумаги в узком и широком смыслах.
- 2) Характеристики ценной бумаги.
- 3) Классификация ценных бумаг.

2.3. Виды ценных бумаг

Акции

Акции появились на заре развития капитализма как свидетельство о внесении денежных средств в уставной капитал предприятия. **Акция** – это обособленный титул собственности. Термин «акция» происходит от латинских слов “activus”, “actum”, “agere” – «деятельный», «действовать», «быть». Это понятие пришло в науку о ценных бумагах из бухгалтерского учёта, где «актив» – это группировка средств, которая показывает, как они действуют, функционируют. Под «активами» подразумевают совокупность денег и материального имущества акционерного общества. Иногда словом «активы» обозначают только лишь ценные бумаги.

В Законе “О рынке ценных бумаг” дается следующее определение: “Акция - эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее держателя (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении и на часть имущества, остающегося после его ликвидации”.

Акция должна иметь обязательные реквизиты. Согласно существующим нормативным документам бланки акций должны содержать следующие реквизиты:

- 1) фирменное наименование акционерного общества и его местонахождение;
- 2) наименование ценной бумаги - “акция”;
- 3) ее порядковый номер;
- 4) дату выпуска;
- 5) вид акции (простая или привилегированная);
- 6) номинальную стоимость;
- 7) имя держателя;
- 8) размер уставного фонда на день выпуска акций;
- 9) количество выпускаемых акций;

10) срок выплаты дивидендов и ставка дивиденда только для привилегированных акций;

11) подпись председателя правления акционерного общества;

12) место печати, предприятие-изготовитель бланков ценных бумаг.

Кроме того, возможно указание регистратора и местонахождение его и банка-агента, производящего выплату дивидендов.

Акция может быть выпущена как в документарной (бумажной, материальной), так и в бездокументарной форме - в виде соответствующих записей на счетах. При документарной форме выпуска акций возможна замена акции сертификатом, который представляет собой свидетельство о владении названным в нем лицом определенным количеством акций. При полной оплате акций акционер получает один сертификат на все количество приобретенных им акций. Сертификат акций должен содержать реквизиты, характерные для акции, а также указание количества акций, принадлежащих владельцу (акционеру).

Выпускать в обращение акции имеют право предприятия, созданные в форме акционерных обществ. Особенностью акционерных обществ является то, что их уставный капитал разделен на части и одна акция соответствует одной части уставного капитала. Количество акций, которыми владеет инвестор, характеризует его вклад в уставный капитал и показывает его долю в имуществе фирмы. Приобретая акции, инвестор становится совладельцем предприятия, разделяет с ним успехи роста и несет риски в случае неудовлетворительной работы компании.

Держателей (акционеров) можно разделить на:

- физических (частных, индивидуальных);
- коллективных (институциональных);
- корпоративных.

Акции обладают следующими свойствами:

- акция – это титул собственности, т.е. держатель акции является совладельцем акционерного общества с вытекающими из этого правами;
- акция не имеет срока существования, т.е. права держателя акции сохраняются до тех пор, пока существует акционерное общество;
- для нее характерна ограниченная ответственность, т.к. акционер не отвечает по обязательствам акционерного общества. Поэтому при банкротстве инвестор не потеряет больше того, что вложил в акцию;
- для акции характерна неделимость, т.е. совместное владение акциями не связано с делением прав между собственниками, все они вместе выступают как одно лицо;
- акции могут расщепляться и консолидироваться. При расщеплении одна акция превращается в несколько. Эмитент может использовать

это свойство акций для уменьшения предложения акций данного вида. Величина уставного капитала при расщеплении не изменяется.

При консолидации число акций уменьшается, что может привести к росту их рыночной цены. Номинальная стоимость акций возрастает, а размер уставного капитала остается прежним. Владельцы акций также получают взамен изымаемых новые сертификаты, в которых будет указано меньшее число новых акций.

Акции широко использовались не только при создании, но и при реорганизации акционерных обществ, а также при их слиянии (merger) и поглощении (take over). Если учредители хотели увеличить уставный капитал, то они могли выпустить новую серию акций. При уменьшении уставного капитала, наоборот, акции выкупались у прежних владельцев. Иногда по желанию учредителей акции дробились (stock split), т.е. одна акция превращалась, например, в две (их номинал также уменьшался в два раза), или наоборот, консолидировались (reverse stock split). Эти операции производились, в основном, для упрощения расчётов между акционерами.

Между компанией и инвесторами складываются различные юридические и имущественные взаимоотношения. При покупке акций инвестор становится акционером, т. е. одним из совладельцев компании и получает определенные права на управление компанией.

Выплата дивидендов по акциям не является жесткой обязанностью компании, так как решение о начислении дивидендов ежегодно принимает общее собрание акционеров, которое может отказаться от дивидендов в пользу инвестирования средств в определенные проекты, обеспечивающие развитие компании.

Кроме того, при ликвидации предприятия первоначально рассчитываются со всеми кредиторами, в том числе и с владельцами облигаций, а потом оставшаяся часть имущества распределяется между акционерами.

За счет эмиссии акций формируется уставный капитал компании. При учреждении акционерного общества определяется величина уставного капитала, количество выпускаемых акций и их номинальная стоимость. В нашей стране законодательство определяет уставный капитал акционерного общества как сумму номинальных стоимостей размещенных акций, т. е. акций, приобретенных акционерами. Учитывая, что в акционерном обществе все обыкновенные акции должны иметь одинаковый номинал, а привилегированные акции могут выпускаться различных номиналов, уставный капитал (УК) определяется следующим образом:

$$УК = H_o \times N_o + \sum H_i \times N_i, \quad (1)$$

где H_o – номинал обыкновенных акций;

N_o – число размещенных обыкновенных акций;

H_i – номинал i – того типа привилегированных акций;

N_i – число размещенных привилегированных акций i – того типа.

Акции являются титулами собственности и дают их владельцам права, связанные с управлением собственностью. Акционер имеет право на участие в управлении акционерным обществом. Это право акционеры реализуют через систему голосования на собрании акционеров, где принимаются важнейшие решения по развитию компании, формированию органов управления, начислению дивидендов и др. Владельцы акций имеют право на получение части прибыли в виде дивидендов на основании решения общего собрания акционеров.

Получая право на управление компанией, акционеры одновременно берут на себя и ответственность за результаты ее деятельности. Это проявляется в том, что размер выплат акционерам определяется конечными результатами деятельности акционерного общества.

Во-первых, дивиденды выплачиваются за счет чистой прибыли компании, т. е. предприятие, получив средства от реализации продукции, должно покрыть все свои затраты, включая и выплаты процентов по облигациям, заплатить налоги и только после этого выплачивать дивиденды. Таким образом, размер оставшейся прибыли во многом определяет величину дивидендов.

Во-вторых, при ликвидации компании продаются все ее активы (здания, машины, оборудование и др.), а полученные средства направляются на выплаты кредиторам и акционерам. При этом первоначально рассчитываются со всеми кредиторами, акционеры получают только ту часть имущества, которая осталась после удовлетворения требований кредиторов.

Виды акций

В зависимости от стадии выпуска акций в обращение и их оплаты различают следующие виды акций:

- объявленные;
- размещенные;
- полностью оплаченные.

Объявленные акции – это предельное число акций соответствующего типа, которые могут быть выпущены компанией дополнительно к уже размещенным акциям. На практике акционерное общество может никогда не выпустить в обращение такого числа акций, которые объявлены в уставе. Количество объявленных акций никак не связано с размером уставного капитала и может быть больше или меньше его величины.

Размещенные акции – это акции, которые приобретены акционерами. В момент учреждения акционерного общества все акции должны

быть размещены между учредителями, т. е. в этот период не может осуществляться открытая продажа акций. При последующих эмиссиях размещенными считаются акции, которые реализованы акционерам.

Полностью оплаченные – это размещенные акции, по которым их владелец произвел 100 %-ную оплату и средства зачислены на счета акционерного общества. Законодательство требует, чтобы в течение трех месяцев со дня регистрации было оплачено не менее 50 % акций, распределенных среди учредителей, т. е. каждый из учредителей должен оплатить не менее 50 % акций, полученных при распределении в момент создания АО. Полная оплата акций должна быть произведена в течение года со дня регистрации. В случае неполной оплаты акций в течение установленного срока право собственности на акции в части неоплаченной суммы переходит к компании.

В акционерном обществе могут выпускаться различные виды и типы акций:

- обыкновенные (common, ordinary stocks – по терминологии, принятой в США, ordinary shares – по терминологии, принятой в Великобритании);
- привилегированные (preference stocks – США, preference shares – Великобритания).

В учредительных документах и проспектах эмиссий ценных бумаг указываются свойства каждой категории акций, права и обязанности владельцев акций различных категорий.

Владельцы обыкновенных акций имеют следующие права и преимущества:

- 1) право на участие в управлении АО через голосование на собраниях акционеров;
- 2) право на получение дивиденда. Размер годовых дивидендов по обыкновенным акциям определяет Совет директоров (наблюдательный совет) АО, который выносит этот вопрос на общее собрание акционеров;
- 3) возможность быстро нарастить вложенный капитал, увеличение которого идет за счет двух факторов: во-первых, за счет начисления дивидендов, во-вторых, за счет роста курсовой стоимости акций;
- 4) возможность достаточно легко продать или купить акции, так как обыкновенные акции по сравнению с привилегированными обладают более высокой рыночностью. Это обусловлено тем, что по количеству обыкновенных акций выпускается значительно больше, чем привилегированных. Соответственно, обыкновенных акций обращается на рынке больше и их легче продать или купить;
- 5) право на получение части имущества АО при его ликвидации, но после удовлетворения требований кредиторов и владельцев привилеги-

рованных акций.

Одна из главных особенностей обыкновенной акции как носителя права собственности заключается в том, что акционер в большинстве случаев не может потребовать у АО вернуть ему внесенную сумму. Именно это позволяет АО свободно распоряжаться своим капиталом, не опасаясь, что часть его придется вернуть акционерам по их запросу. Обыкновенная акция – это бессрочная ценная бумага, она не выпускается на какой-то оговоренный период. Жизнь акции прекращается лишь с прекращением существования АО.

Важнейшее свойство обыкновенных акций – это право голоса при принятии решений на собраниях акционеров. По российскому законодательству обыкновенная акция предоставляет каждому акционеру одинаковый объем прав, в том числе и право голоса.

В последнее время в странах с развитой инфраструктурой фондового рынка появляются различные типы обыкновенных акций, ограничивающие права акционеров. В зависимости от наличия права голоса можно выделить следующие типы ограниченных обыкновенных акций:

– **Неголосующие акции** – эти акции вообще не дают права голоса на собрании акционеров. С точки зрения права голоса данный тип акций приравнен к привилегированным акциям (не голосуют), а с точки зрения получения дивидендов и имущества при ликвидации АО – к обыкновенным (дивиденд не фиксирован, и акционер получает свою долю в имуществе ликвидированного АО в последнюю очередь). К выпуску неголосующих акций могут прибегать компании, которые имеют хорошую историю развития и регулярно выплачивают дивиденды по обыкновенным акциям.

– **Подчиненные акции** – эти акции дают право голоса, но в меньшей степени, чем обыкновенные акции другого типа, выпущенные данным АО. Например, обыкновенные акции типа А и типа В. В условиях выпуска компания может указать, что акции типа А дают один голос на одну акцию на собрании акционеров, а акции типа В – один голос на 10 акций.

– **Акции с ограниченным правом голоса** – это акции, которые дают владельцу право голоса только при наличии у него определенного числа акций. В Российской Федерации выпуск обыкновенных с ограниченным правом голоса акций фактически запрещен, так как законодательство предусматривает, что все владельцы обыкновенных акций имеют равные права.

«Золотая акция» предоставляет ее владельцу на срок до трех лет право «вето» при принятии собранием акционеров решений о:

- 1) внесении изменений и дополнений в устав АО;

- 2) реорганизации или ликвидации АО;
- 3) его участия в других предприятиях;
- 4) продаже или отчуждении имущества иными способами.

Решения, принимаемые собранием акционеров в отсутствие владельца «золотой акции», являются недействительными.

«Золотая акция» в большинстве случаев находится в государственной собственности. Ее передача в залог или траст не допускается. Продажа и отчуждение «золотой акции» иными способами до истечения срока ее действия допускается только по решению органа, принявшего решение о ее выпуске при учреждении акционерного общества. При продаже и отчуждении «золотой акции» она конвертируется в обыкновенную и особые права, предоставленные ее первому владельцу, прекращаются.

Выпуская привилегированные акции, компания преследует цель привлечения дополнительного капитала, который в учете отражается как собственный капитал. Привилегированные акции в соответствии с российским законодательством наряду с обыкновенными акциями образуют уставный капитал акционерного общества. Особенностью привилегированных акций является то, что эти ценные бумаги одновременно имеют черты, присущие и облигациям, и акциям.

Владелец привилегированных акций, так же как и держатель облигаций, имеет право на приоритетное получение дохода по сравнению с лицами, обладающими обыкновенными акциями. Порядок выплаты дивидендов по привилегированным акциям определяется уставом фирмы и предусматривает определенные гарантии в получении дохода, что делает привилегированную акцию похожей на облигацию. Кроме того, владельцы привилегированных акций, как правило, не имеют голоса на собрании акционеров. И в этом тоже проявляется сходство данного типа акций с облигациями.

Несмотря на отдельное сходство с облигациями, привилегированные акции имеют принципиальные отличия от них. Владелец привилегированной акции – это совладелец предприятия, в то время как собственник облигации – это кредитор.

В то же время привилегированная акция – это долевая ценная бумага. Владелец привилегированных акций, имеют свою долю в уставном капитале, обладают правом участия в общем собрании акционеров, получают долю имущества при ликвидации фирмы пропорционально имеющимся у них акциям и др. В обмен на большие гарантии в получении дивидендов владельцы привилегированных акций, как правило, не имеют права голоса на собрании акционеров.

Имущественные интересы владельцев привилегированных акций защищены в большей степени, чем владельцев обыкновенных акций. Во-первых, в уставе должен быть определен размер дивиденда по привилегированным акциям. Однако дивиденды не гарантированы, так как решение о начислении дивидендов принимает общее собрание акционеров.

По российскому законодательству, компания не вправе принимать решения о выплате дивидендов по обыкновенным акциям, если не принято решения о выплате в полном размере дивидендов по всем типам привилегированных акций.

Во – вторых, в уставе акционерного общества указывается ликвидационная стоимость привилегированных акций, т. е. сумма, которую получают их владельцы при ликвидации компании. Если предприятие будет ликвидироваться, то после удовлетворения требований всех кредиторов производятся выплаты владельцам привилегированных акций, а затем рассчитываются с собственниками обыкновенных акций.

Акционерное общество имеет право выпускать несколько типов привилегированных акций, которые могут различаться номинальной стоимостью, доходностью, сроками выплаты дивидендов и др. Если эмитируются различные типы привилегированных акций, то в учредительных документах должна быть установлена очередность выплаты дивидендов по каждому виду акций и оговорены права владельцев каждого типа акций.

Привилегированные акции, как правило, не дают права голоса на собрании акционеров, за исключением принципиальных вопросов, которые выносятся на общее собрание акционеров: ликвидация и реорганизация акционерного общества.

Кроме того, право голоса получают владельцы привилегированных акций определенного типа, если на собрании рассматривается вопрос об ограничении их прав.

Существенным фактором, побуждающим компанию в ряде случаев отдавать предпочтение эмиссии привилегированных акций, является стремление поддержать на приемлемом уровне соотношение между заемным и собственным капиталом, не увеличивая при этом числа акционеров, обладающих правом голоса по всем вопросам повестки дня на собрании акционеров. Законом предусмотрено, что держатели привилегированных акций не голосуют до тех пор, пока им выплачивают дивиденды.

Российское законодательство ограничивает предельное число привилегированных акций, которое может выпустить акционерное общество. Доля привилегированных акций по их номинальной стоимости не может превышать 25 % уставного капитала.

Привилегированные акции могут выпускаться различных типов, основными из которых являются следующие.

По возможности накопления невыплаченных дивидендов различают кумулятивные и некумулятивные привилегированные акции.

– Кумулятивные (cumulative) привилегированные акции предполагают, что если из-за тяжелого финансового положения или каких-либо других факторов дивиденды не выплачены в текущем году, то они накапливаются в арриях (dividend arrearage) и будут выплачены в последующие годы. Как правило, срок накопления дивидендов не превышает трех лет. Все аррии должны быть выплачены до выплаты дивидендов по обыкновенным акциям.

– Некумулятивные (noncumulative) привилегированные акции, по которым в случае невыплаты дивидендов за текущий год их накопление не производится, и держатели этих акций не могут рассчитывать на их получение в последующие годы. Таким образом, фирма может выплачивать дивиденды по обыкновенным акциям, несмотря на то, что в предыдущие годы дивиденды по привилегированным акциям не выплачивались. Для инвестора некумулятивные привилегированные акции представляют небольшой интерес.

По стабильности выплачиваемых дивидендов различают:

- акции с фиксированным дивидендом;
- акции с дополнительным дивидендом.

По привилегированным акциям с фиксированным дивидендом при выпуске устанавливается размер дивиденда, который остается неизменным в течение всего периода.

Акция является бессрочной ценной бумагой. В этой связи и эмитент, и инвестор несут риск процентных ставок. Если в последующие периоды процентные ставки будут снижаться, то эмитенту придется по привилегированным акциям выплачивать повышенный дивиденд, установленный в момент выпуска, когда ставки процента были достаточно высоки. Если ставки будут расти, то риск перекладывается на инвестора, который станет получать фиксированный дивиденд, не отражающий реальную ситуацию на рынке.

Для того чтобы уменьшить процентный риск, выпускаются привилегированные акции с корректируемой ставкой дивиденда. Размер квартального дивиденда, выплачиваемого по привилегированным акциям, привязывается к уровню доходности по государственным ценным бумагам. Величина дивиденда ежеквартально меняется, отражая изменение доходности на рынке государственных ценных бумаг.

В российской практике широко применяется выпуск привилегированных акций, размер по которым не фиксирован. В частности, при при-

ватизации государственных и муниципальных предприятий в акционерных обществах выпускались акции типа А. Размер дивиденда по этим акциям не фиксирован, а определяется по следующей формуле:

$$D_a = \frac{10 \times \Pi}{25 \times УК} \times 100, \quad (2)$$

где D_a – дивиденд по акциям типа А (в процентах к номинальной стоимости акций);

Π – чистая прибыль акционерного общества;

$УК$ – уставный капитал акционерного общества.

В последнее время стали применяться привилегированные акции с правом на получение дополнительного дивиденда, которые иногда называют акции «с участием» (participating). По таким акциям устанавливается нижняя граница дивиденда, который компания обязуется выплачивать регулярно, и оговариваются условия выплаты дополнительных дивидендов. Например, если дивиденд по обыкновенным акциям выше, чем по привилегированным, то по последним выплачивается дополнительный дивиденд до уровня обыкновенных.

Выпуск привилегированных акций предполагает серьезные бессрочные обязательства АО производить выплаты инвесторам, а это возможно, если предприятие уверено в устойчивости своего финансового положения, поэтому компании оговаривают свое право отозвать по истечении определенного периода весь выпуск или конвертировать его в обыкновенные акции. Формально привилегированные акции с правом отзыва считаются бессрочными, но эмитент может погасить их. Поэтому данные акции называют отзывными (redeemable).

Для повышения привлекательности отзывных привилегированных акций в ряде случаев выпускаются ретрекативные акции, право погашения по которым принадлежит инвестору.

В ряде случаев фирмы прибегают к эмиссии конвертируемых (convertible) привилегированных акций, в условиях выпуска которых предусмотрена возможность их обмена на обыкновенные акции.

Оценка акций

Для принятия инвестиционных решений в процессе анализа рынка ценных бумаг используются различные стоимостные оценки акций. В практической деятельности различают следующие виды стоимостных оценок акций:

- номинальная стоимость;
- эмиссионная стоимость (цена размещения);
- рыночная (курсовая) стоимость;
- бухгалтерская (балансовая, книжная стоимость);

– ликвидационная стоимость привилегированных акций.

Номинал акции – это то, что указано на ее лицевой стороне, поэтому иногда эту стоимость называют лицевой, или нарицательной. Номинальная стоимость всех обыкновенных акций общества должна быть одинаковой и обеспечивать всем держателям акций этого общества равный объем прав.

По Федеральному закону РФ “Об акционерных обществах” уставной капитал общества составляется из номинальной стоимости акций общества, приобретенных акционерами, иначе говоря, равен сумме номиналов акций в обращении.

Цена, по которой реализуются акции нового выпуска, называется **ценой размещения (эмиссионной ценой)**. По российскому законодательству размещение акций должно осуществляться по рыночной цене, которая может быть выше номинальной стоимости. Если рыночная цена больше номинальной, то их разница называется **ажю** (agio). Если наоборот, то **дизажю** (disagio).

Рыночная (курсовая) цена – это цена, по которой акция продается и покупается на вторичном рынке.

Рыночная цена обычно устанавливается на торгах на фондовой бирже и отражает действительную цену акции при условии большого объема сделок. Биржевой курс как результат биржевой котировки определяется равновесным соотношением спроса и предложения. **Цену предложения** устанавливает продавец, **цену спроса** – покупатель.

Котировка предполагает наличие двух цен.

1) цена приобретения, по которой покупатель выражает желание приобрести акцию, или цена спроса (bid price) – цена бид;

2) цена предложения, по которой владелец или эмитент акции желает ее продать, (offer price) – оферта.

Как правило, между ними находится цена исполнения сделки, т.е. цена реальной продажи акций, называемая курсовой (рыночной) ценой.

Рыночная стоимость акций является основой для исчисления капитализации компаний, которая определяется умножением числа акций, находящихся в обращении, на их рыночную стоимость. В настоящее время показатель капитализации является основным измерителем ценности компании на рынке. Мировые аналитические агентства ежегодно публикуют списки крупнейших компаний мира по уровню капитализации.

Американский журнал Forbes опубликовал список 2000 крупнейших мировых компаний на 04.04.2005. Во внимание принимали доход, прибыль, активы и капитализацию компании. В него вошли 13 российских. В глобальном рейтинге лидирует американская банковская корпорация

Citigroup. Самое высокое среди компаний Российской Федерации место занял "Газпром" – 67 место.

Вся первая четверка рейтинга – из Америки. За банкирами следует многопрофильная General Electric, затем страховая AIG и Bank of America. Американские компании доминируют в списке, занимая 711 из 2000 мест.

В российской "чертовой дюжине", помимо "Газпрома", нефтяная компания "Лукойл" (161-е место), РАО "ЕЭС России" (252), "Сургутнефтегаз"(360), Сбербанк (409), "Сибнефть" (452), "Норильский никель" (504), МТС (759), "Татнефть" (938), "Северсталь" (1091), "Вымпелком" (1468), "АвтоВАЗ" (1836), и Стальная группа "Мечел" - (1985). ЮКОС из числа крупнейших российских компаний выпал, а "АвтоВАЗ" и "Мечел" смогли пробиться в 2000 крупнейших компаний.

Наиболее известные рейтинги крупнейших компаний составляют: по рыночной капитализации – газета Financial Times (500 мировых компаний), по доходам – журнал Fortune (500 компаний США). Журнал The Banker рейтингует 1000 мировых банков по капиталу и активам.

Эти данные подчеркивают очень низкую стоимость российских акций, которые оцениваются рынком значительно ниже, чем акции аналогичных зарубежных компаний.

Ликвидационная стоимость показывает величину денежных средств в расчете на одну акцию, которую получит владелец привилегированных акций в случае ликвидации компании. В соответствии с российским законодательством в уставе АО должна быть указана ликвидационная стоимость привилегированной акции или дана методика определения этой стоимости. По обыкновенным акциям ликвидационная стоимость не указывается. Владельцы обыкновенных акций получают остаточную стоимость компании после расчетов с кредиторами и владельцами привилегированных акций.

Бухгалтерская (балансовая) стоимость акций рассчитывается по формуле:

$$S_{\sigma} = \frac{S_{ca} - S_{л}}{N_{oa}}, \quad (3)$$

где S_{σ} — балансовая стоимость обыкновенной акции;

S_{ca} — стоимость чистых активов компании;

$S_{л}$ — ликвидационная стоимость привилегированных акций;

N_{oa} — число размещенных обыкновенных акций.

Чистые активы представляют собой стоимостную оценку всего имущества предприятия за вычетом обязательств, которые имеет предприятие перед кредиторами. Если предприятие погасит все свои долги

(перед бюджетом, рабочими, банками и др.), то оставшаяся часть имущества и представляет собой чистые активы, которые могут быть распределены между акционерами. Однако сначала рассчитаются с привилегированными акционерами, выплатив им ликвидационную стоимость акций, а оставшаяся часть будет распределена между владельцами обыкновенных акций.

Определенный интерес представляет рассмотрение соотношения между бухгалтерской и рыночной стоимостью обыкновенных акций.

Во-первых, в балансе не находит отражения целый ряд важнейших параметров деятельности предприятия, в частности квалификация рабочих и управляющих.

Во-вторых, инвесторы готовы переплачивать за акции по сравнению с их бухгалтерской стоимостью за то, что они покупают акции работающего предприятия.

В-третьих, приобретая акции, инвесторы ожидают получить на них соответствующую прибыль в будущем. В связи с тем, что эффективно работающее предприятие способно генерировать прибыль, инвесторы ожидают будущих денежных потоков и готовы покупать акции этих прибыльных компаний.

Доходность акций

Инвестиции в акции являются разновидностью финансовых инвестиций, т.е. вложением денег в финансовые активы с целью получения дохода. Доходными считаются вложения в акции, которые способны обеспечить доход выше среднерыночного.

К основным факторам, влияющим на доходность акций, можно отнести:

- размер дивидендных выплат;
- колебания рыночных цен;
- уровень инфляции;
- налоговый климат.

На отечественном рынке достаточно трудно определить доходность по факторам производства, а затем курсовую цену, исходя из полученной прибыли и выплаченного дивиденда.

Оценивая акции с точки зрения их доходности, разделим их на категории:

- акции, обладающие высокой ликвидностью, по которым проходят активные сделки, позволяющие получить доход даже от небольшого колебания цен;
- акции, являющиеся лидерами по росту курсовой стоимости, имеющие максимальную разницу между ценой спроса и предложения, они называются “премиальными”;

- «обаятельные» акции – акции молодых компаний, активно повышающиеся в цене;
- акции, не имеющие колебания рыночных цен, однако их характеризует стабильный дивиденд;
- акции, доходность по которым меняется синхронно деловой активности. Такие акции носят название «циклических». К ним относятся акции тяжелой промышленности;
- «спящие» акции – неактивные, не имеющие своей доли рынка, но обладающие большим потенциалом роста;
- «дутые» акции, т.е. переоцененные, с искусственно вздутой курсовой стоимостью.
- спекулятивные акции – акции, доходность которых труднопрогнозируема, недавно вышедшие на рынок и имеющие крайне короткую историю котировок, выплаты дивидендов;
- неактивные акции, неликвидные, не интересные с точки зрения инвестора.

Текущая доходность характеризуется размером годовых дивидендных выплат, отнесенных к цене акции.

Дивидендная доходность является одним из показателей, характеризующих финансовые результаты деятельности компании, который учитывают инвесторы при принятии решения о покупке акций.

Но получаемые дивиденды – это только часть дохода от владения акциями, причем зачастую не самая большая. Большую часть дохода составляет прирост курсовой стоимости акций.

За акциями стоят реальные активы фирмы, что отражается на их рыночной цене. В случае успешного развития предприятия увеличиваются его активы и растет стоимость акций. Поэтому инвестор, вкладывая свои средства в акции, рассчитывает не столько на получение текущего дохода, сколько на получение совокупного дохода, учитывающего рост курсовой стоимости акций.

Полная доходность характеризуется размером выплачиваемых дивидендов и приростом цены акций по отношению к вложенному капиталу. Полную годовую доходность можно определить по формуле:

$$r_n = \frac{d_1 + (P_1 - P_0)}{P_0}, \quad (4)$$

где P_0 – средняя цена акции;

P_1 – ожидаемая цена акции за год;

d – дивиденды

r – годовая доходность.

При определении доходности по акциям необходимо различать номинальную и реальную доходность. Номинальная доходность определяется на основе реально полученного дохода за счет дивидендных выплат и прироста курсовой стоимости акций. При расчете номинальной доходности не учитывается инфляционная составляющая. Поэтому, чтобы определить действительную доходность, рассчитывают реальную доходность по акциям как разницу между номинальной доходностью и темпами инфляции.

Стоимость акций

Принимая решение о целесообразности приобретения акций той или иной компании, инвестор должен определить для себя приемлемую цену акций, которую он готов заплатить за ценные бумаги. Большинство методов определения цены акций базируется на ожидаемых денежных потоках по акции, которые приводятся к текущему моменту времени. Для определения текущей цены акций инвестор должен сделать прогноз будущей стоимости акций и ожидаемых дивидендов.

В общем виде формулу расчета стоимости акций в настоящий момент можно представить так:

$$P_0 = \frac{d_1}{1+r} + \frac{d_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{d_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{d_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}, \quad (5)$$

где d_t – дивиденды в t -том году;

P_n – цена акции в году n ;

r – ставка дисконтирования.

$t=1, 2, \dots, n$ – порядковый номер года.

На неограниченном временном горизонте, так как компания в идеале может существовать вечно, приведенная стоимость акции стремится к

нулю. Действительно, выражение $\frac{P_n}{(1+r)^n}$ при $n \rightarrow \infty$ будет бесконечно малой величиной, которой можно пренебречь. В этом случае формулу определения текущей цены акции мы можем записать в следующем виде:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d_t}{(1+r)^t}, \quad (6)$$

Реинвестируемая прибыль обеспечивает развитие компании и в определенной степени устанавливает темпы роста активов фирмы. Однако темп роста компании будет зависеть от эффективности использования реинвестируемых средств. При наличии у фирмы высокоэффективных проектов темп роста будет выше. Поэтому в модель оценки акций вместо

показателя темпа роста дивидендных выплат вводят коэффициент, учитывающий эффективность реинвестирования, который определяется по формуле:

$$K_s = b \times r, \quad (7)$$

где b – доля прибыли, направленная на реинвестирование;

r – доходность вложений в развитие фирмы.

В этом случае модифицированная модель оценки акций имеет следующий вид:

$$P_a = \frac{P_1 \times (1 - b)}{K - b \times r}, \quad (8)$$

где P_1 – ожидаемая прибыль будущего года.

Контрольные вопросы:

- 1) Понятие акции.
- 2) Какова взаимосвязь стоимости акций с уставным капиталом и активами компании?
- 3) Перечислите формы выпуска акций.
- 4) Основные держатели акций.
- 5) Свойства акций.
- 6) Какие права акция предоставляет своему владельцу?
- 7) Классификация акций.
- 8) Права владельцев обыкновенных акций.
- 9) Особенности привилегированных акций.
- 10) Какие стоимостные оценки акций используют для принятия инвестиционных решений в процессе анализа рынка ценных бумаг?
- 11) Факторы, оказывающие влияние на доходность акций.
- 12) Виды акций с точки зрения их доходности.

Облигации

Облигации появились в конце Средних веков, в период становления капитализма. Термин «облигация» происходит от латинского “oblige”, что значит «обязывать».

Если попытаться дать краткое определение облигации, то можно отметить, что **облигация** – это долговая эмиссионная ценная бумага, отражающая отношения займа между инвестором и эмитентом. **Инвесторы**, приобретающие облигации, являются кредиторами. **Эмитенты** – это предприятия, банки, органы государственного управления, выпускающие облигации, – являются заемщиками.

Согласно Гражданскому кодексу РФ облигация – ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента (ст. 816, часть II). Облигация предоставляет ее держателю также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права.

Таким образом, **облигация** – это долговое свидетельство, которое непременно включает два главных элемента:

- обязательство эмитента вернуть держателю облигации по истечении оговоренного срока сумму, указанную на титуле (лицевой стороне) облигации;
- обязательство эмитента выплачивать держателю облигации фиксированный доход в виде процента от номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента.

Облигации выступают главным инструментом мобилизации средств правительствами, различными государственными органами и муниципалитетами. К организации и размещению облигационных займов прибегают и компании, когда у них возникает потребность в дополнительных финансовых средствах.

Выпуск облигаций содержит ряд привлекательных черт для компании-эмитента: посредством их размещения хозяйственная организация может мобилизовать дополнительные ресурсы без угрозы вмешательства их держателей-кредиторов в управление финансово-хозяйственной деятельностью заемщика. Поскольку облигационный займ выражает отношения по поводу возвратного движения ссуженной стоимости, то он по своей сути и назначению схож с банковской ссудой. В этой связи следует заметить, что право на эмиссию облигаций может быть предоставлено только компаниям, отвечающим требованиям кредитоспособности.

При выпуске облигаций эмитент определяет **параметры выпуска**, основные из которых – следующие:

- объем выпуска облигационного займа;
- номинальная стоимость облигации;
- величина выплачиваемого по облигации дохода;
- периодичность выплат дохода;
- срок до погашения облигации.

Эти параметры наряду с другими показателями указываются в проспекте эмиссии, а также на бланке, если облигации выпускаются в документарной форме.

Исходя из того, что при выпуске облигаций возникают отношения займа, можно выделить следующие фундаментальные свойства облигаций:

1) наличие конечного срока действия облигации. При выпуске облигаций эмитент в проспекте эмиссии указывает срок погашения облигации, при наступлении которого предприятие выкупает свои облигации у инвесторов, выплачивая им номинальную стоимость облигации.

2) владельцы облигаций, как кредиторы, имеют приоритет в получении дохода. При выпуске облигаций эмитент определяет величину и периодичность выплат дохода. Размер дохода устанавливается в процентах от номинальной стоимости облигации и показывает годовую доходность. Приоритет владельцев облигаций во-первых, в том, что выплаты в пределах установленного норматива являются частью издержек предприятия и включаются в себестоимость. По облигациям эмитент даже при отсутствии прибыли обязан выплачивать доход. Во-вторых, выплаты по облигациям являются обязанностью эмитента, которую он принял на себя, выпустив облигации в обращение. По облигациям выплата процентов является обязательной.

3) наличие у владельцев облигаций права на первоочередное удовлетворение их требований по сравнению с акционерами при ликвидации предприятия. Если у предприятия не хватает средств на расчетном счете для удовлетворения всех требований кредиторов, то продаются активы компании (здания, машины, оборудование и т. п.). За счет вырученных средств компания гасит свои обязательства.

Исходя из описанных выше свойств, можно сказать, что облигация является «старшей ценной бумагой» по отношению к акции, т. е. она более надежна как с точки зрения получения текущего дохода в виде периодических выплат, так и получения основной суммы долга в виде номинальной стоимости.

К приобретению облигаций прибегают, как правило, осторожные инвесторы, не стремящиеся к сверхвысоким доходам, которые можно получить от прироста курсовой стоимости акций, приобретая облигации, отдается предпочтение надежности по отношению к доходности.

Фирмы прибегают к эмиссии облигаций для того, чтобы получить заемный капитал. В отличие от банковского кредита облигационные займы обеспечивают привлечение кредитных ресурсов на более длительные сроки. В индустриально развитых странах обычным является выпуск облигации со сроком обращения 10 – 15 лет.

Следует учитывать также, что, эмитируя облигации, фирма не увеличивает свой уставный капитал. У фирмы не появляются новые совладельцы в лице акционеров. Инвесторы, приобретшие облигации, не яв-

ляются акционерами и, следовательно, не участвуют в управлении предприятием.

Эмитенты выпускают разнообразные виды и типы облигаций, каждый из которых обладает специфическими свойствами. Для изучения и характеристики тех или иных типов облигаций все их многообразие можно представить в виде отдельных групп.

Можно предложить следующую классификацию:

1) В зависимости от эмитента различают облигации:

- государственные;
- муниципальные;
- корпораций;
- иностранные.

Если облигацию выпускает государство, то такая облигация называется государственной. Если органы местного самоуправления – то муниципальной (municipal bond, “muni”). Облигации могут выпускать органы региональной власти (например, в России – субъекты федерации). Юридические лица (entities) также выпускают облигации: банки – банковские облигации, остальные компании – корпоративные. Физические лица облигаций не выпускают.

2) В зависимости от сроков, на которые выпускается займ, все многообразие облигаций условно можно разделить на две большие группы:

2.1) облигации с некоторой оговоренной датой погашения, которые, в свою очередь, делятся на:

- краткосрочные;
- среднесрочные;
- долгосрочные.

2.2) облигации без фиксированного срока погашения включают в себя:

- бессрочные, или непогашаемые;
- отзывные облигации могут быть востребованы (отозваны) эмитентом до наступления срока погашения. Еще при выпуске облигаций эмитент устанавливает условия такого востребования: по номиналу или с премией;

- облигации с правом погашения предоставляют право инвестору на возврат облигации эмитенту до наступления срока погашения и получения за нее номинальной стоимости;

- продлеваемые облигации предоставляют инвестору право продлить срок погашения и продолжать получать проценты в течение этого срока;

– отсроченные облигации дают эмитенту право на отсрочку погашения.

3) В зависимости от порядка владения облигации могут быть:

– именные, права владения которыми подтверждаются внесением имени владельца в текст облигации и в книгу регистрации, которую ведет эмитент;

– на предъявителя, права владения которыми подтверждаются простым предъявлением облигации.

4) По целям облигационного займа облигации подразделяются на:

– обычные, выпускаемые для рефинансирования имеющейся у эмитента задолженности или для привлечения дополнительных финансовых ресурсов, которые будут использоваться на различные многочисленные мероприятия;

– целевые, средства от продажи которых направляются на финансирование конкретных инвестиционных проектов или конкретных мероприятий.

5) По способу размещения различают:

– свободно размещаемые облигационные займы;

– займы, предполагающие принудительный порядок размещения. Принудительно размещаемыми чаще всего являются государственные облигации (например, государственные облигационные займы СССР 40-50-х гг.).

6) В зависимости от формы, в которой возмещается позаимствованная сумма, облигации делятся на:

– с возмещением в денежной форме;

– натуральные, погашаемые в натуре. Примером натуральных облигаций являются облигации хлебных займов СССР 20-х гг., облигации АвтоВАЗа, выпущенные в 1993 году.

7) По методу погашения номинала могут быть:

– облигации, погашение номинала которых производится разовым платежом;

– облигации с распределенным по времени погашением, когда за определенный отрезок времени погашается некоторая доля номинала;

– облигации с последовательным погашением фиксированной доли общего количества облигаций (лотерейные или тиражные займы).

8) В зависимости от того, какие выплаты производятся эмитентом по облигационному займу, различают:

– облигации, по которым производится выплата только процентов, а капитал не возвращается, точнее, эмитент указывает на возможность их выкупа, не связывая себя конкретным сроком. К этой группе об-

лигаций бессрочного займа относятся, например, английские консоли, выпущенные еще в середине XVIII в. и обращающиеся до настоящего времени;

- облигации, по которым возвращается лишь капитал по номинальной стоимости, но не выплачивается процент. Это так называемые облигации с нулевым купоном;

- облигации, по которым проценты не выплачиваются до момента погашения облигации, а при погашении инвестор получает номинальную стоимость и совокупный процентный доход. К таким облигациям можно отнести сберегательные сертификаты серии E, выпускаемые в США;

- облигации, по которым капитал возвращается по номинальной стоимости, а выплата процентов не гарантируется и находится в прямой зависимости от результатов деятельности компании-эмитента, т.е. от того, получает компания прибыль или нет. Такие облигации называют доходными или реорганизационными, т.е. они выпускаются, как правило, компаниями, которым грозит банкротство;

- облигации, дающие право их владельцам на получение периодически выплачиваемого фиксированного дохода и номинальной стоимости облигации в будущем, при ее погашении. Этот вид облигаций наиболее распространен в современной практике во всех странах.

9) **В зависимости от способа получения дохода** различают:

- купонные облигации;

- дисконтные облигации (coupon and zero-coupon bonds).

Обычно, выпуская облигации, эмитент устанавливает ставку доходности в процентах к номинальной стоимости. Исторически сложилось, что при эмиссии облигаций к ним прилагались купоны с указанием на них процента доходности и даты выплаты дохода. Купон – отрывная часть облигационного сертификата, дающая владельцу право на получение процентного дохода по облигации, размер и сроки получения которого обозначены на купоне.

Владелец облигации предъявлял облигацию с купонами для получения дохода. Облигационеру выплачивался причитающийся ему доход, а купон отрезался (гасился). Отсюда и пошел термин «стрижка купонов». Примером таких долговых обязательств могут служить облигации российского четырехпроцентного золотого займа 1889 г., выпущенного в обращение сроком на 81 год с ежеквартальной выплатой купонного дохода. Купонный лист прикладывался к облигации. По купонным облигациям с началом купонного периода идет накопление денежных средств, которые затем выплачиваются владельцам облигаций.

10) **По способам выплаты купонного дохода** облигации могут быть:

- с фиксированной ставкой;
- с плавающей купонной ставкой (размер процента по облигациям зависит от уровня ссудного процента);
- с равномерно возрастающей купонной ставкой (она может быть увязана с уровнем инфляции);
- с нулевым купоном (бескупонные, или дисконтные облигации – эмиссионный курс облигации устанавливается ниже номинальной стоимости, разница образует доход инвестора, который выплачивается при погашении облигации; проценты по облигации не выплачиваются);
- с оплатой по выбору (в виде купонного дохода или облигации нового выпуска);
- смешанного типа (последовательное получение части дохода по фиксированной купонной ставке и по плавающей).

Облигации могут не иметь купонов. Это дисконтные облигации (облигациями с нулевым купоном), т. е. процент по ним не выплачивается, а владелец облигации получает доход за счет того, что облигация продается с дисконтом (discount), т. е. по цене ниже номинала.

11) **По характеру обращения** облигации бывают:

- неконвертируемые.
- конвертируемые, предоставляющие их владельцу право обменивать их на акции того же эмитента (как на обыкновенные, так и на привилегированные). Важное значение для держателей конвертируемых облигаций имеют конверсионный коэффициент и конверсионная цена. Конверсионный коэффициент показывает, какое количество акций можно получить в обмен на такую облигацию.

12) **В зависимости от обеспечения** облигации делятся на два класса:

- обеспеченные;
- необеспеченные облигации.

По методу обеспечения облигаций конкретным имуществом фирмы они подразделяются на залладные и беззалладные.

Залладные (обеспеченные) облигации выпускаются предприятием под залог конкретного имущества, имеющегося на данном предприятии (здания, машины, оборудование и т. д.). Выпуская залладные облигации, компания стремится повысить степень доверия инвесторов к своим ценным бумагам. Поэтому залладные облигации являются привлекательным финансовым инструментом для инвесторов.

Беззакладные (необеспеченные) облигации – это прямые долговые обязательства компании, которые не обеспечены никаким залогом. Для выпуска закладных облигаций компания подписывает договор с инвестиционной компанией, в котором фиксируются условия выпуска, стоимость заложенного имущества, порядок взаимодействия предприятия с инвестиционной компанией и владельцами облигаций, накладываемые на предприятие ограничения и др.

Как правило, к выпуску необеспеченных облигаций прибегают крупные и известные компании, имеющие высокий рейтинг и хорошую кредитную историю. Имя этих компаний уже служит гарантом возврата денежных средств.

Необеспеченные облигации пониженного статуса – это долговые обязательства фирмы, которые по своим правам уступают другим долговым обязательствам, т. е. требования по ним удовлетворяются в последнюю очередь по сравнению с другими кредиторами, но до удовлетворения прав владельцев привилегированных и обыкновенных акций. Вследствие этого данные облигации должны иметь более высокую доходность относительно других долговых инструментов, чтобы быть привлекательными для инвесторов и компенсировать риск вложений в данные облигации.

Необеспеченные залогом облигации включают следующие разновидности:

– *Облигации, не обеспеченные какими-либо материальными активами.* Они подкрепляются “добросовестностью” компании-эмитента, т.е. обещанием этой компании выплатить проценты и возместить всю сумму займа по наступлении срока погашения.

– *Облигации под конкретный вид доходов эмитента.* По этим облигациям эмитент обязуется выплачивать проценты и погашать займ за счет каких-либо доходов.

– *Облигации под конкретный инвестиционный проект.* Средства, полученные от реализации данных облигаций, направляются эмитентом на финансирование какого-либо инвестиционного проекта. Доходы, полученные от реализации этого проекта, эмитент использует на погашение займа и выплату процентов.

– *Гарантированные облигации.* Облигации не обеспечены залогом, но выполнение обязательств по займу гарантируется не компанией-эмитентом, а другими компаниями. Чаще всего гарантом является более сильная с экономической точки зрения компания, что делает данные облигации более надежными.

– *Облигации с распределенной или переданной ответственностью.* По этим облигациям обязательства по данному займу либо распределяются между некоторым числом компаний, включая эмитента, либо целиком принимаются на себя другими компаниями, исключая эмитента.

– *Застрахованные облигации.* Данный облигационный займ компания-эмитент страхует на случай возникновения затруднений по выполнению обязательств.

Стоимость передаваемых в залог активов должна превышать стоимость облигационного выпуска, чтобы у залогодержателя был определенный резерв, обеспечивающий безопасность облигационеров. Величина дисконта обычно составляет 25 – 30%, а в ряде случаев достигает 50%. Размер дисконта определяется качеством и надежностью заложенного имущества.

В зависимости от вида обеспечения различают несколько типов заложных облигаций (рис.5.)

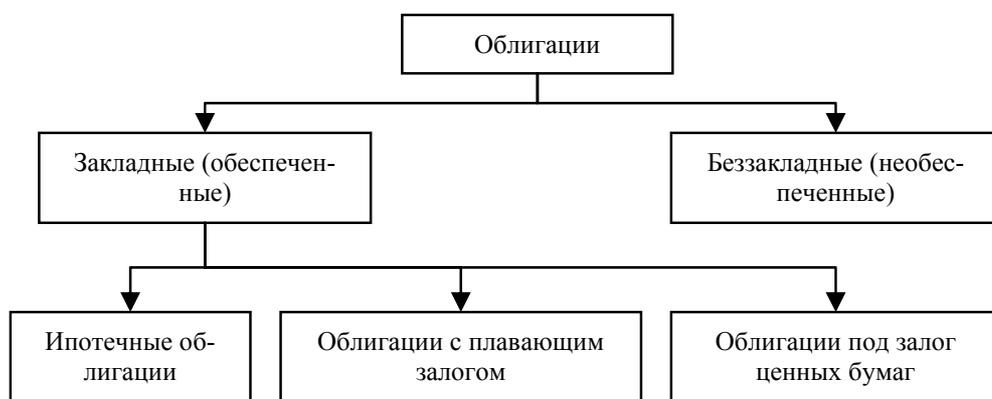


Рис.5. Классификация облигаций по виду обеспечения

Ипотечными называют облигации с залогом пула заложных (ипотек). Такие же облигации выпускаются кредитором, на обеспечении у которого находится пул ипотек под выданные им ссуды под недвижимость. Поступление платежей по этим ссудам является источником погашения и выплаты процентов по облигационному займу, обеспеченному пулом заложных.

По облигациям с переменным (плавающим) залогом в качестве обеспечения выступают машины, оборудование, материалы. Термин «переменный» (плавающий) залог подчеркивает, что стоимость заложенного имущества подвержена значительно большим колебаниям, чем земля или недвижимость.

Облигации под залог ценных бумаг обеспечены акциями, облигациями и другими ценными бумагами, которые принадлежат эмитенту. Стоимость залога определяется рыночной ценой данных ценных бумаг.

В некоторых случаях также рассматриваются облигации под залог физических активов (как в виде вещного имущества, так и в виде оборудования). К ним относят облигации под первый заклад; второзакладные облигации, или облигации под второй заклад.

13) В зависимости от степени защищенности вложения инвесторов различают:

– облигации, достойные инвестиций, – надежные облигации, выпускаемые компаниями с твердой репутацией; они имеют хорошее обеспечение;

– макулатурные облигации, носящие спекулятивный характер. Вложения в такие облигации всегда сопряжены с высоким риском.

14) Для привлечения капитала зарубежных инвесторов предприятия выходят на международные рынки облигаций. На мировых рынках обращаются различные типы облигаций. В основном среди них можно выделить две группы: иностранные и еврооблигации.

Иностранная облигация – это облигация, выпущенная зарубежной компанией на рынке другой страны в валюте этой страны. Наиболее привлекательными для эмитентов являются рынки США, Великобритании и Японии, где сосредоточены колоссальные финансовые ресурсы. Если эмитент из другой страны хочет привлечь капитал на рынке США, то он выпускает облигации в долларах США, регистрирует проспект эмиссии в соответствии с американским законодательством и размещает облигации на американском рынке. Очень часто иностранные облигации получают броские названия, отражающие национальные признаки страны, в которой они размещаются (табл. 1.)

Таблица 1

Названия иностранных облигаций

Страна размещения	Эмитент	Название
США	Неамериканская компания	Янки
Великобритания	Неанглийская компания	Бульдог
Япония	Неяпонская компания	Самурай
Испания	Неиспанская компания	Матадор

Еврооблигации – это облигации, которые одновременно размещаются на рынках нескольких европейских стран.

Характерными признаками рынка еврооблигаций, отличающими его от других международных облигационных рынков, являются:

- еврооблигации одновременно размещаются на рынках нескольких стран, в результате чего они не подвержены системам национального регулирования;
- отсутствуют ограничения по объемам заимствования;
- еврооблигации являются не обеспеченными ценными бумагами;
- стоимость облигаций выражается в любой валюте по выбору эмитента. При этом валюта необязательно является денежной единицей страны регистрации эмитента или страны размещения облигационного займа. Наибольшей популярностью пользуются четыре валюты, в частности валюты стран: США, Великобритании, Японии, а также облигации, номинированные в евро. На долю этих валют приходится более 70% от общего объема выпусков еврооблигаций;
- размещение еврооблигаций осуществляется при помощи специально создаваемых эмиссионных синдикатов, в которые входят несколько банков из различных стран. Если российская компания хочет выпустить еврооблигации, то она обращается к эмиссионному синдикату, который выступает консультантом и организатором выпуска облигаций.

Отличительной чертой рынка еврооблигаций является то, что в качестве эмитентов выступают надежные заемщики, чья репутация и кредитоспособность не вызывают сомнений.

Данные по наиболее распространенным еврооблигациям российских компаний на 26 мая 2006 г. представлены ниже (табл.2.).

Таблица 2

Еврооблигации российских компаний

Выпуск	Объем, млн.	Дата по- гаш.	Купон	Bid	Ask	Тек. дох-ть, %	Мод. дю- рац.
Нефть и газ							
Газпром 07	\$500	25.04.2007	9,125	102,50	102,88	8,89	0,85
Роснефть 06	\$150	20.11.2006	12,75	103,03	103,10	12,37	0,46
Сибнефть 07	\$400	13.02.2007	11,50	103,40	103,58	11,11	0,66
ТНК 07	\$700	06.11.2007	11,00	106,50	106,50	10,33	1,31
ТМТ							
МТС 08	\$400	30.01.2008	9,75	104,12	104,88	9,33	1,47
Вымпелком 09	\$450	16.06.2009	10,00	106,75	107,75	9,32	2,49
Мегафон 09	\$375	10.12.2009	8,00	100,75	101,75	7,90	2,89
Ситроникс 09	\$200	02.03.2009	7,88	99,25	99,50	7,92	2,37
Гэллери 13	\$175	15.05.2010	10,125	98,25	98,75	10,28	3,14
Металлы и добыча							
Северсталь 09	\$325	24.02.2009	8,625	102,00	102,75	8,42	2,33
Евразхолдинг 09	\$300	03.08.2009	10,875	109,25	109,25	9,95	2,58
Норникель 09	\$500	30.09.2009	7,125	100,50	101,50	7,05	2,87
Гос.банки							

Продолжение табл. 2

Сбербанк 13	\$500	15.05.2013	6,48	99,11	99,36	6,53	5,44
ВТБ 08	\$550	11.12.2008	6,88	101,35	101,85	6,77	2,21
РСХБ 10	\$350	27.11.2010	6,875	99,75	99,75	6,89	3,64
РБР 08	\$375	10.12.2009	8,00	100,75	101,75	7,90	2,89
Газпромбанк 08	\$1050	30.10.2008	7,25	102,00	102,50	7,09	2,16
Частные банки							
Абсолют Банк 09	\$200	07.04.2009	8,75	98,85	99,10	8,84	2,42
Альфа Банк 07	\$150	09.02.2007	7,75	100,50	101,00	7,69	0,65
БИН Банк 09	\$200	18.05.2009	9,50	99,92	100,06	9,50	2,50
Финанс 08	\$250	12.12.2008	7,90	100,86	101,11	7,82	2,16
ХКФ 08	\$150	04.02.2008	9,13	101,25	102,25	8,97	1,48
МБРР 08	\$150	03.03.2008	8,63	100,25	101,25	8,56	1,56
МДМ 06	\$200	23.09.2006	9,38	100,70	100,78	9,31	0,31
Никойл 07	\$150	19.03.2007	9,00	100,86	100,98	8,92	0,75
НОМОС 07	\$125	13.02.2007	9,13	100,87	101,37	9,02	0,66
Петрокоммерц 07	\$120	09.02.2007	9,00	101,34	101,51	8,87	0,65
Промсвязьбанк 10	\$200	04.10.2010	8,50	98,48	98,73	8,62	3,48
Росбанк 09	\$225	24.09.2009	9,75	103,75	104,75	9,35	1,55
СибАкадембанк 09	\$350,933	12.05.2009	9,00	99,53	99,78	9,03	2,50
Уралсиб 06	\$140	06.07.2006	8,88	100,08	100,11	8,87	0,11
Зенит 06	\$125	12.06.2006	9,25	100,00	100,25	9,24	0,04
Суверенные							
Россия 2007	\$2400	26.06.2007	10,00	104,38	104,38	9,58	0,97
ОВВЗ VIII	\$1322	14.11.2007	3,00	97,25	97,25	3,08	0,93
Arges 09	€1000	25.10.2009	7,75	111,13	111,50	6,96	2,93

Стоимость облигаций

Осуществляя выпуск облигаций, компания должна определить, по какой цене она сможет их реализовать. По сути дела, цена продажи облигаций определяет объем средств, которые могут быть привлечены для целей развития компании.

В общем виде текущую цену облигации можно представить как стоимость ожидаемого денежного потока, приведенного к текущему моменту времени. Денежный поток состоит из двух компонентов: купонных выплат и номинала облигации, выплачиваемого при ее погашении.

Цена облигации определяется по формуле:

$$P_{obl} = \frac{C}{(1+r)} + \frac{C}{(1+r)^2} + \frac{C}{(1+r)^3} + \dots + \frac{C}{(1+r)^n} + \frac{H}{(1+r)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{H}{(1+r)^n}, \quad (9)$$

где C – сумма купонных выплат;

r – доходность к погашению (ставка дисконтирования);

H – номинальная стоимость облигации;

n – число лет до погашения облигации.

Купонные выплаты могут производиться несколько раз в течение года (ежеквартально или по полугодиям). Если выплаты осуществляются несколько раз в году, то вышеприведенная формула несколько модифицируется и будет иметь следующий вид:

$$P_{обл} = \frac{C/m}{(1+r/m)} + \frac{C/m}{(1+r/m)^2} + \dots + \frac{C/m}{(1+r/m)^{n*m}} + \frac{H}{(1+r)^n}, \quad (10)$$

где m – количество купонных выплат в течение года.

После размещения облигации продаются на вторичном рынке. При этом их цены весьма подвижны, они претерпевают постоянные изменения. Рассмотрим основные факторы, влияющие на них.

Во-первых, цена облигации во многом зависит от установленного при ее выпуске купонного дохода, рассчитанного в процентах к номинальной стоимости облигации, и сложившегося (ожидаемого) уровня доходности на финансовом рынке.

Зависимость цены облигации (P) от соотношения купонной ставки (C) и рыночной доходности (r) можно представить в виде следующих уравнений:

если $C_k < r$, то $P < H$;

если $C_k = r$, то $P = H$;

если $C_k > r$, то $P > H$.

Во-вторых, цена облигации зависит от длительности периода до погашения. Если рыночная процентная ставка ниже купонного дохода, то облигация продается с премией, т. е. по цене выше номинальной стоимости. При сокращении сроков погашения снижается цена облигации, которая обеспечивает более высокий купонный доход, чем рыночная процентная ставка.

В-третьих, при превышении ставки ссудного процента (требуемой доходности) над уровнем процента, выплачиваемого по купону, цена облигации будет ниже номинала, и она будет тем ниже, чем больше срок до погашения облигации. При этом предполагается, что рыночная процентная ставка (требуемая доходность) в течение всего срока до погашения облигации остается без изменения.

В-четвертых, цена облигации с премией будет уменьшаться, а цена облигации с дисконтом будет возрастать тем быстрее, чем меньше срок, оставшийся до погашения.

В-пятых, на динамику цен облигаций существенное влияние оказывают изменения рыночных процентных ставок. При росте процентных ставок цена облигации снижается, а при понижении рыночного уровня доходности цены облигаций растут.

При этом выявляется следующая закономерность: при повышении рыночных процентных ставок цена облигации снизится на меньшую величину, чем соответствующее повышение цен при аналогичном снижении процентных ставок.

В–шестых, при определении стоимости облигаций необходимо учитывать финансовое состояние эмитента и его способность выполнить свои обязательства по текущим процентным выплатам и возврату основной суммы долга (номинальной стоимости облигаций).

При покупке облигаций следует учитывать и такой фактор, как «экз-дивидендную» дату, которая определяет получателя купонного дохода. Во многих странах действует правило, согласно которому доход по облигации получает тот, кто владел облигацией в день, объявленный экз-дивидендной датой. Необходимость введения такой даты обусловлена тем, что для расчета и перечисления владельцам облигаций купонного дохода необходимо определенное время. Поэтому, как правило, за несколько дней до установленной даты выплаты дохода фиксируется состав владельцев облигаций, которые и получают причитающиеся по облигациям проценты. При котировках облигаций, которые находятся в экз-дивидендном периоде делаются специальные отметки, чтобы участники фондового рынка могли сориентироваться в динамике цен.

На финансовых рынках процентные ставки не остаются постоянными, они меняются в зависимости от экономической ситуации. В благоприятных экономических условиях процентные ставки понижаются, при негативных экономических явлениях процентные ставки имеют тенденцию к росту. В связи с изменением процентных ставок соответственно меняются представления инвесторов о требуемой доходности, что существенно сказывается на цене облигаций. В этой связи можно говорить о том, что есть более чувствительные облигации, по которым цена изменяется существенно при повышении (понижении) ставки процента, и есть менее чувствительные облигации, которые в незначительной степени реагируют на такие изменения.

Исследования показали, что чувствительность (изменчивость) цены облигации определяется двумя факторами: сроком, оставшимся до погашения облигации, и величиной установленного купонного дохода. Общей закономерностью является то, что более чувствительными являются:

- долгосрочные облигации по сравнению с краткосрочными;
- облигации с низким купоном по сравнению с облигациями, имеющими высокий купон.

Таким образом, наиболее чувствительными являются долгосрочные облигации с низким купонным доходом, а наименьшей чувствительностью обладают краткосрочные облигации с высоким купоном.

Недостаток показателя «срок до погашения» заключается в том, что он не принимает в расчет все потоки денежных средств по облигации. Для устранения этого недостатка используется показатель дюрации (устойчивость, длительность), который рассчитывается как средневзвешенный срок до погашения, где в качестве весов используется удельный вес приведенной стоимости потоков денежных средств относительно рыночного курса облигации. Показатель дюрации рассчитывается по следующей формуле:

$$D = \frac{\sum_{t=1}^T PV(C_t) \times t}{P_0}, \quad (11)$$

где $PV(C_t)$ – приведенная стоимость платежей, которые будут получены в момент времени t ;

P_0 – текущий рыночный курс облигации (цена облигации);

t – срок до наступления платежа;

T – срок до погашения облигации.

Рассчитанный таким образом показатель называют **дюрацией Маколея**, по имени ученого Фредерика Маколея, который в 1938 г. ввел эту характеристику для измерения средневзвешенного срока инвестирования средств в облигации вместо срока до погашения.

Показатель дюрации выражает средневзвешенный срок поступлений от облигации в поток наличности, включая купонные платежи и выплаты номинала.

Следует отметить, что по бескупонным облигациям дюрация всегда равна сроку погашения, так как по этим облигациям нет купонных выплат, а текущая цена облигации представляет собой приведенную стоимость получаемой при погашении суммы, равной номиналу.

Для любой купонной облигации дюрация всегда меньше срока до погашения, так как имеются промежуточные платежи, которые обеспечивают возмещение определенной доли текущей цены облигации. При этом, чем выше купон, тем меньше будет отношение показателя дюрации к сроку погашения.

Показатель дюрации используется для приблизительной оценки изменения цены облигации при изменении процентных ставок. Для того

чтобы измерить чувствительность облигаций, применяют показатель модифицированной дюрации, который рассчитывается по формуле:

$$D_M = \frac{D}{1+r}, \quad (12)$$

где D – дюрация Маколея.

Показатель модифицированной дюрации определяет, на сколько процентов изменится цена облигации при изменении рыночной процентной ставки на 1 %. Для измерения относительного изменения цены облигации в результате изменения процентных ставок применяют следующую формулу:

$$\Delta P_{обл} = -D_M \times \Delta r, \quad (13)$$

где $\Delta P_{обл}$ – изменение цены облигации (в %);

D_M – модифицированная дюрация;

Δr – изменение рыночных процентных ставок (в %).

Перед формулой стоит знак «минус», показывающий, что между курсом облигаций и процентными ставками существует обратная зависимость. Если процентные ставки растут, то цена облигаций снижается, и наоборот.

Показатель дюрации используется не только для определения риска конкретной облигации, но и для измерения риска портфеля, состоящего из нескольких облигаций. Дюрация портфеля определяется по формуле:

$$D_{\Pi} = \sum_{i=1}^n D_i \times K_i, \quad (14)$$

где D_i – дюрация i -того вида облигаций по их рыночной стоимости;

K_i – доля i -того вида облигаций по их рыночной стоимости в общей стоимости портфеля. Сумма всех $K_i = 1$;

$i = 1, 2, 3 \dots n$ – вид облигации, имеющейся в портфеле.

Прогноз рыночных процентных ставок и показатели модифицированной дюрации служат основой для принятия решений по управлению портфелем облигаций. Если прогнозируется падение процентных ставок, то цены на облигации возрастут, при этом в большей степени будут расти цены на облигации, имеющие большой показатель дюрации. В этих условиях целесообразно произвести реструктуризацию портфеля, уменьшив долю облигаций с низкой дюрацией и соответственно увеличив удельный вес облигаций с более высокой дюрацией.

Доходность облигации

Инвесторы приобретают тот или иной финансовый инструмент в надежде получить купонный доход от вложенного капитала. Для этого рассчитываются показатели доходности. Доходность облигаций вычисляется на основе данных о денежных потоках (купонных платежах и суммы погашения), сроках их осуществления и цены облигации.

По бескупонным облигациям инвестор получает доход как разницу между номинальной стоимостью облигации и ценой покупки.

Если он сохранит облигацию до срока погашения, то компания выплачивает ему номинальную стоимость облигации. Вычислить показатель доходности по бескупонным облигациям можно на основе формулы расчета ее стоимости. Ранее приведенная формула расчета цены бескупонной облигации имеет следующий вид:

$$P = \frac{H}{(1+r)^n}, \quad (15)$$

Если мы купим облигацию и дождемся срока погашения и получим номинальную стоимость облигации, то какова же доходность наших вложений?

Для этого нам необходимо определить значение доходности к погашению из данной формулы:

$$r_n = \left[\sqrt[n]{\frac{H}{P}} - 1 \right] \times 100, \quad (16)$$

где r_n – доходность к погашению;

H – номинальная стоимость облигации, руб.;

P – цена облигации, руб.;

t – количество дней от даты покупки до даты погашения облигации;

365 – количество дней в году.

$$\frac{H - P}{P}$$

Первый множитель $\frac{H - P}{P}$ показывает реальную доходность, которую получит инвестор за период владения облигацией. При помощи

$$\frac{365}{t}$$

второго множителя t фактически полученная доходность приводится к годовой размерности.

Рассчитанный таким образом показатель называют эффективной доходностью.

Приобретая бескупонную облигацию, инвестор не обязан держать ее до погашения. Если ему потребуются средства, то он может продать облигацию на вторичном рынке. В этом случае доходность его вложений за период владения облигацией определяется по формуле:

$$r_{\text{в}} = \frac{P_{\text{np}} - P_n}{P_n} \times \frac{365}{t_{\text{вл}}} \times 100, \quad (17)$$

где P_n – цена покупки облигации;

P_{np} – цена продажи облигации;

$t_{\text{вл}}$ – число дней от даты покупки до даты продажи.

По купонным облигациям различают два показателя доходности: текущую (купонную) и полную. Текущая доходность определяется по формуле:

$$r_{\text{тек}} = \frac{C_{\text{год}}}{P_{\text{тек}}} \times 100, \quad (18)$$

где $C_{\text{год}}$ – годовая сумма купонных выплат;

$P_{\text{тек}}$ – текущая рыночная цена облигаций.

Кроме того, на рынке облигаций рассчитывают полную доходность, т. е. доходность, которую получит инвестор, если сохранит облигацию до даты погашения. В связи с тем, что облигации на рынке котируются по цене, отличающейся от номинала, а при погашении облигации инвестор получает номинал, то полная доходность отличается от текущей.

В ряде случаев полную доходность определяют по упрощенной формуле. В этом случае рассчитанная доходность является ориентировочной. Расчет ориентировочной доходности осуществляется по формуле:

$$D_{\text{ор}} = \frac{\frac{H - P}{2} + C_{\text{год}}}{\frac{H + P}{2}} \times 100, \quad (19)$$

где H – номинальная стоимость облигации;

P – цена облигации;

n – число лет до погашения;

$C_{\text{год}}$ – годовая сумма купонных выплат.

От показателя ориентировочной доходности можно перейти к показателю точной доходности.

Для этого следует воспользоваться формулой:

$$r_{\text{точ}} = r_1 + (r_2 - r_1) \times \frac{P_1 - P}{P_1 - P_2}, \quad (20)$$

где r_1 – показатель доходности ниже ориентировочной доходности;

r_2 – показатель доходности выше ориентировочной доходности;

P_1 – цена облигации, рассчитанная для r_1 ;

P_2 – цена облигации, рассчитанная для r_2 .

Рейтинг облигаций

Вопросу надежности облигаций, или их качеству, уделяется очень большое внимание, что непосредственно связано с их движением на фондовом рынке. Если облигации, выпущенные государственными органами, обеспечиваются достаточно надежно его финансовыми ресурсами, то для владельцев корпорационных облигаций требуется достаточно полная информация об эмитентах и их облигациях. Поэтому во всех странах с рыночной экономикой разработаны и действуют различные системы оценки и шкалы для обозначения качества облигаций. Перемещение ценных бумаг с одного рейтинга на другой (особенно с высокого на низкий) обычно оказывает заметное влияние на их рыночные цены.

Например, «Кэнэдиен бонд рейтинг сервис» выставляет такие **оценки корпоративным облигациям:**

– А+ + – высшее качество. Этот рейтинг распространяется на ценные бумаги выдающихся свойств. Они дают максимальную безопасность как по самому долгу, так и по проценту. Таким рейтингом обычно обладают ценные бумаги крупных национальных и транснациональных компаний, выпускающих ходовую продукцию и являющихся признанными лидерами в своих отраслях. Эти компании продемонстрировали способность противостоять перепадам конъюнктуры и имеют долгую историю безупречного выполнения обязательств перед кредиторами и доказательство того, что так будет впредь;

– А+ – очень хорошее качество. Облигации с таким рейтингом сходны по своим характеристикам с облигациями высшего качества. Их эмитенты имеют долгую историю удовлетворительного развития и соблюдения своих обязательств. Но отношение активов или выручки к долгу у них ниже, чем у компаний с облигациями высшего рейтинга. В обоих случаях, однако, характер и качество долга важнее, чем численные показатели;

– А – хорошее качество. Облигации с таким рейтингом имеют благоприятные характеристики, делающие их объектом долгосрочных инвестиций. Их эмитентов отличает от предыдущих компаний уязвимость от перепадов конъюнктуры. Но во всех случаях эти компании поддержива-

ют достаточно высокое отношение активов и выручки к долгу, хотя наблюдаются элементы, способные ослабить эту поддержку в будущем. Нет 100%-ной уверенности в том, что нынешнее финансовое положение компаний сохранится;

- В++ – среднее качество. Облигации считаются инвестиционным товаром среднего качества. Во всех случаях владельцы облигаций защищены, но компания требует пристального внимания, ибо есть факторы внутри или вне компании, которые способны ослабить эту защиту;

- В+ – качество ниже среднего. Инвестиционное значение облигаций с таким рейтингом ограничено. Покрытие долга активом и выручкой – скромное и нестабильное. При ухудшении экономической ситуации может произойти резкое ослабление защиты владельца облигаций;

- В – плохое качество. Облигации не имеют свойств, делающих их объектом долгосрочных инвестиций. Покрытие долга ниже минимального уровня, нет стабильности развития и уверенности, что покрытие улучшится;

- С – спекулятивные облигации. Компании молоды во многих отношениях и нет уверенности в непрерывном адекватном покрытии на будущее;

- D – дефолт. Выплата процента прекращена из-за несоблюдения условий траст-договора. Компания может быть в процессе ликвидации;

- \S\ — рейтинг изъят. Компании, облигации которых лишаются рейтинга, испытывают серьезные финансовые или оперативные проблемы и их будущее под вопросом. Есть сомнения, что долг будет погашен.

В американских агентствах приняты следующие системы оценки качества корпорационных облигаций, которые за небольшими различиями можно объединить:

- Aaa\AAA – максимальное качество. Оценка облигации на рынке определяется исключительно ставкой ссудного процента;

- Aa\AA – высшее качество, но цена более низкая, котировка по тому же признаку;

- A\A – наилучшие облигации среднего качества. На цене начинает сказываться конъюнктура рынка;

- Baa\BBB – среднее качество. Рыночная цена в большей мере определяется особенностями состояния рынка, чем ставкой ссудного процента. Облигации до этого уровня рассматриваются как безопасные;

- Ba\BB – наихудшие для инвестора облигации среднего класса. Проявляется элемент спекулятивности. Низкий показатель доходности. Процент выплачивается систематически, но возможны перебои;

– В\В – отсутствуют черты желательных инвестиций. Облигации носят спекулятивный характер. В плохих экономических условиях процент невыплачивается;

– Саа\ССС – низкое качество. Процент не выплачивается.

Важно подчеркнуть, что чем выше качество корпоративной облигации, тем меньше, как правило, величина процента, выплачиваемого по ней. Однако гарантии выплаты процента в зависимости от рейтинга облигации повышаются. Если облигация не прошла процедуру оценки и для нее не указан рейтинг, ее не будут покупать индивидуальные инвесторы, а другие инвесторы по закону не имеют права совершать такие покупки. В ряде стран законодательно устанавливается самый низкий допустимый рейтинг облигаций, приобретение которых разрешается конкретным инвесторам.

Контрольные вопросы:

- 1) Понятие облигации.
- 2) В каких случаях предприятия прибегают к эмиссии облигаций?
- 3) Параметры выпуска облигационного займа.
- 4) Каковы фундаментальные свойства облигаций.
- 5) Классификация облигаций.
- 6) Факторы, оказывающие влияние на стоимость облигаций.
- 7) Какие из облигаций являются наиболее чувствительными?
- 8) Как измеряется дюрация облигаций чем она отличается от срока до погашения?

Векселя

Ещё одной ценной бумагой, без которой невозможно представить себе нормальное функционирование экономики, является вексель.

Вексель – это ценная бумага, представляющая собой обязательство одной стороны заплатить некоторую сумму денег другой стороне по достижении определённой даты в будущем.

Вексель – древнейшая разновидность ценной бумаги. Само слово «вексель» происходит от немецкого “Wechsel”, что значит «обмен». Интересно, что по латински “vexillum” – это «знамя», «значок», «кусочек ткани». Пробразом векселя является обыкновенная долговая расписка (promissory note). Долговая расписка не имела строго формализованной формы, но, по сути, отражала долговые обязательства одного лица перед другим с указанием суммы долга и срока расчетов.

В настоящее время вексельное обращение регулируется Федеральным законом «О переводном и простом векселе» от 11.03.97 г., который

базируется на Единообразном вексельном законе, принятом Женевской вексельной конвенцией в 1930 г.

Вексель является:

- 1) кредитной формой денег и средством платежа;
- 2) средством обеспечения сделок и кредитов;
- 3) ускорителем расчётов между субъектами производственно-хозяйственной деятельности и банками;
- 4) инструментом планирования и перераспределения денежных потоков во времени;
- 5) инструментом перевода денег из одной местности в другую;
- 6) инструментом расшивки неплатежей.

Основными характерными признаками векселя являются:

– безусловный характер денежного обязательства, т.е. принятое векселедателем на себя обязательство уплатить определенную сумму или приказ оплатить вексельную сумму третьему лицу не могут быть ограничены никакими условиями;

– абстрактный характер обязательства, т. е. в тексте векселя не допускаются ссылки, на основании какой сделки он выдан;

– строго формализованная процедура заполнения данного документа, т. е. форма векселя должна содержать все необходимые реквизиты, так как отсутствие хотя бы одного из них делает вексель ничтожным;

– вексельная строгость предусматривает особую процедуру взыскания вексельных долгов, которая намного быстрее и проще традиционных способов взимания задолженности;

– обращаемость векселя предусматривает возможность многократной передачи векселя от одного лица к другому путем совершения передаточной надписи (индоссамента), что позволяет использовать вексель как средство расчетов вместо денег;

– денежная форма расчетов, т. е. предметом обязательства могут быть только денежные средства.

Виды векселей

В практической деятельности различают следующие виды векселей:

Товарный (коммерческий) вексель. Данный вид векселя опосредует коммерческую сделку. При помощи товарного векселя предприятие – продавец предоставляет покупателю коммерческий кредит, принимая от него в уплату товара вексель, подлежащий оплате в течение определенного периода времени. Коммерческий вексель выполняет две основные функции. Во – первых, это безусловное долговое обязательство, во – вторых, он выполняет функцию средства платежа, так как владелец векселя может им расплачиваться со своими поставщиками за товары, рабо-

ты, услуги.

Финансовый вексель – в основе данной ценной бумаги лежит финансовая операция, не связанная с совершением товарной сделки. Финансовый вексель опосредует финансовую сделку, связанную с получением кредита. Между кредитором и заемщиком не составляется кредитный договор, а заемщик продает инвестору вексель, привлекая тем самым финансовые ресурсы.

В России широкое распространение получили банковские векселя как разновидность финансовых векселей. При помощи данных векселей оформляются депозитные операции банков. Вексель удостоверяет, что предприятие внесло в банк указанную в векселе сумму, а банк обязуется в течение определенного срока этот вексель погасить с уплатой процентного дохода. Фактически вексель играет роль депозитного сертификата.

Дружеский вексель. Эти векселя выдают друг другу лица на одинаковую сумму и на один и тот же срок. За дружескими векселями не стоит никакой реальной операции. Целью выпуска данных векселей является оказание помощи одному из участников вексельного обращения, испытывающему финансовые затруднения. Дружеские векселя имеют очень большую степень риска.

Бронзовый (дугый) вексель. Этот вексель выпускается с целью совершения мошеннических операций. Бронзовый вексель не опосредует ни коммерческую сделку, ни финансовую операцию. Как правило, хотя бы одно лицо, участвующее в вексельном обращении, является вымышленным. Цель эмиссии бронзового векселя – получить в банке кредит под залог векселя или расплатиться векселем за товарные сделки или по финансовым обязательствам.

В России выпуск дружеских и бронзовых векселей запрещен. Все выпускаемые векселя делятся на две большие группы: простые и переводные.

Простой вексель (соло-вексель) – это безусловное долговое обязательство должника (векселедателя) уплатить кредитору (векселедержателю) определенную сумму денежных средств в определенном месте и в установленные сроки или по приказу кредитора перечислить средства третьему лицу.

Отличительной чертой простого векселя является то, что должником всегда является лицо, выписавшее вексель, т. е. векселедатель. Держатель векселя может использовать его в расчетах со своими контрагентами, переводя свою задолженность на векселедателя.

Лицо, выписывающее простой вексель называется векселедателем.

Лицо, получающее простой вексель называется векселедержателем.

На рис. 6. представлена схема движения простого векселя, обслуживающего коммерческую сделку.

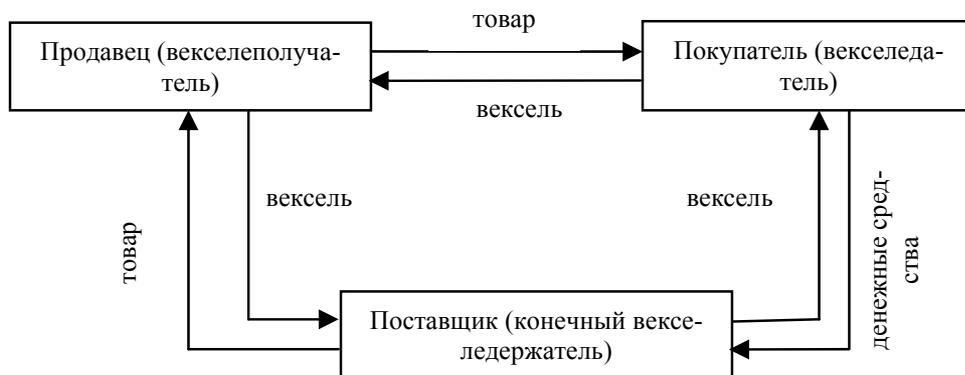


Рис.6. Схема движения простого векселя, обслуживающего коммерческую сделку.

Переводной вексель (тратта) (bill of exchange) – это поручение (приказ) кредитора (векселедателя), обязывающее должника (трассата) оплатить обозначенную в векселе сумму в указанный срок третьему лицу (ремитенту).

Лицо, выписавшее переводной вексель, называется векселедателем или трассантом.

Лицо, получающее переводной вексель называется ремитентом.

Лицо, которое платит по переводному векселю называется трассатом.

Особенностью выпуска и обращения переводного векселя является то, что он не может служить простым средством платежа. Ремитент, получая вексель, не уверен, что указанный в нем трассат произведет оплату. Поэтому первоначально необходимо убедиться, что должник согласен оплатить вексельную сумму. Для этого вексель направляется трассату для акцепта. **Акцепт** (acceptance) – это письменное согласие на выполнение обязательств по векселю. Свое согласие трассат подтверждает надписью на лицевой стороне векселя. Следует отметить, что владелец векселя может передать его другому лицу и без акцепта плательщика. Однако неакцептованный вексель пользуется значительно меньшей популярностью по сравнению с векселями, по которым получен акцепт плательщика.

Акцепт может быть полным или частичным.

Полный акцепт означает, что трассат полностью выплатит указанную в векселе сумму в установленные сроки.

Частичный акцепт означает, что должник согласен выплатить только часть суммы. Следовательно, другая часть суммы платежа остается неакцептованной. Векселедержатель должен согласиться с частичным акцеп-

том и направить протест против неакцептованной суммы. Таким образом, векселедержатель имеет право предъявить регрессивные требования ко всем обязанным по векселю лицам. Данный порядок предусмотрен Женевской конвенцией, к которой присоединилась Россия.

Вексель может быть предъявлен к акцепту в любое время, начиная со дня его выдачи и до даты наступления платежа. Допускается предъявление векселя к акцепту и после истечения срока платежа. Должник отвечает по векселю точно так же, как принял бы вексель до наступления срока платежа.

В случае отказа плательщика от акцепта предъявленного векселя или отказа от осуществления платежа уже акцептованного векселя векселедержатель имеет право опротестовать вексель, т. е. предъявить регрессивные требования к предыдущим владельцам векселя, чьи подписи стоят на индоссаментах. На рис. 7. представлена схема движения переводного векселя.



Рис. 7. Укрупненная схема движения переводного векселя

- 1,5 – поставка товаров;
- 2 – акцептованный вексель;
- 3 – направление векселя на акцепт;
- 4 – возврат акцептованного векселя;
- 6 – передача акцептованного векселя за получаемый товар;
- 7 – предъявление векселя к оплате; 8 – получение денежных средств.

Обращение векселей

Векселедатель и векселедержатель (в случае простого векселя), а также трассант, ремитент и трассат (в случае переводного векселя) являются субъектами вексельного обращения.

Переход векселя от одного лица к другому осуществляется путем совершения на оборотной стороне векселя передаточной надписи, которая называется индоссаментом. Лицо, совершающее передаточную надпись, называют индоссантом, а лицо, получившее в результате этой надписи вексель в свое пользование – индоссатом.

В зависимости от объема сведений, содержащихся в передаточной надписи, различают несколько видов индоссаментов.

Во-первых, индоссамент может быть полным или частичным. Полный индоссамент переносит на индоссата все права по векселю. Частичный индоссамент переносит только часть прав. По российскому законодательству частичный индоссамент запрещен.

Во-вторых, индоссамент может быть бланковым, именным или препоручительным. При бланковом индоссаменте в передаточной надписи не указывается лицо, по приказу которого должен быть совершен платеж. В этом случае вексель считается выданным на предъявителя. Индоссант подписывает вексель и передает его новому владельцу. Если происходит дальнейшая передача векселя, то переход осуществляется путем простого вручения без новой передаточной надписи. Вексель на предъявителя можно сделать именованным, если в передаточной надписи указать лицо, по приказу которого совершается платеж.

Именной (полный) индоссамент означает, что при совершении передаточной надписи в векселе указано лицо, которому он передается.

Препоручительный индоссамент совершается с целью доверить лицу, указанному в передаточной надписи, произвести определенные операции. Обычно поручение дается банку на получение денежных средств от плательщика, на осуществление протеста при неплатеже, на передачу векселя в залог и т.д. Получатель векселя по препоручительному индоссаменту не становится собственником векселя, он только выполняет указанное в передаточной надписи поручение. Все дальнейшие индоссаменты на векселе тоже могут быть только препоручительными.

В – третьих, индоссамент может быть оборотным и безоборотным. Совершая оборотный индоссамент, векселедержатель не делает никаких оговорок по поводу векселя. Это означает, что в случае регресса он полностью отвечает по вексельным обязательствам.

Безоборотный индоссамент совершается с определенной оговоркой: «Без оборота на меня», т. е. в случае неакцепта или неуплаты должником вексельной суммы лицо, совершившее безоборотный индоссамент, снимает с себя ответственность по вексельным обязательствам. В этом случае солидарную ответственность по векселю несут все лица, сделавшие оборотный индоссамент.

Передаточная надпись обычно делается на оборотной стороне векселя. В ряде случаев, если предполагается, что вексель будет иметь много передаточных надписей, для индоссаментов делается дополнительный лист, который называется аллонжем.

В целях повышения надежности векселя и повышения гарантии проведения платежа осуществляется авалирование векселя третьими лицами.

Аваль – это поручительство юридического лица, гарантирующее полную или частичную оплату векселя в случае невыполнения должником своих обязательств. При авалировании на лицевой стороне векселя делается надпись: «Считать за аваль». Аваль может выдаваться за любое ответственное по векселю лицо. В этой связи авалист должен указать лицо, за которое он поручается. Если такое указание отсутствует, считается, что аваль выдан за векселедателя.

Вексель должен иметь строго определённую законом форму. Так, например, переводной вексель, содержит следующие обязательные реквизиты (рис.8.).

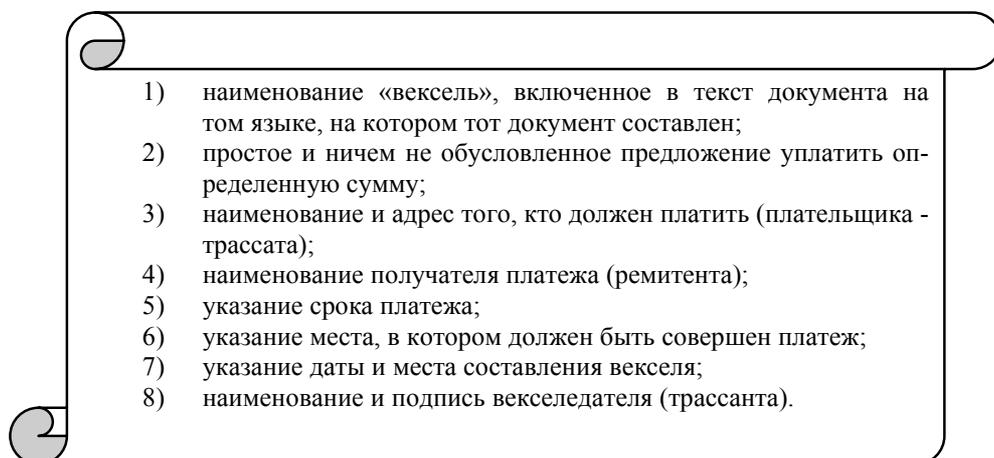
- 
- 1) наименование «вексель», включенное в текст документа на том языке, на котором тот документ составлен;
 - 2) простое и ничем не обусловленное предложение уплатить определенную сумму;
 - 3) наименование и адрес того, кто должен платить (плательщика - трассата);
 - 4) наименование получателя платежа (ремитента);
 - 5) указание срока платежа;
 - 6) указание места, в котором должен быть совершен платеж;
 - 7) указание даты и места составления векселя;
 - 8) наименование и подпись векселедателя (трассанта).

Рис.8. Реквизиты переводного векселя.

У простого векселя пункт 3 отсутствует. Кроме того, согласно действующему в России приложению к постановлению ЦИК СССР и СНК СССР №104/1341 от 07.08.1937 исключение составляют следующие моменты:

- если срок платежа по простому векселю не указан, вексель рассматривается как подлежащий оплате по предъявлении;
- при отсутствии особого указания место составления векселя считается местом платежа (и вместе с тем местом жительства векселедателя);
- если не указано место составления векселя, он рассматривается как подписанный в месте, обозначенном рядом с наименованием векселедателя.

Обязательным реквизитом векселя является указание срока платежа. В зависимости от финансового состояния векселедателя или трассата могут быть указаны различные варианты определения даты платежа. В практике вексельного обращения применяют следующие сроки платежа:

1) Срок платежа не фиксирован, а определяется по предъявлении векселя. В этом случае в векселе должно быть указано: «Оплатите по предъявлении». В ряде случаев устанавливают временной интервал, в течение которого вексель может быть предъявлен к оплате. На векселе указывают, что он может быть предъявлен не ранее какой-то конкретной даты. Если интервал не задан, то вексель предъявляется к оплате в любое время, но не позднее одного года со дня его выставления.

2) Срок оплаты устанавливается в течение определенного количества дней от даты предъявления векселя. Данный вариант установления сроков платежа сопровождается надписью, например: «Платите через 30 дней после предъявления».

3) Срок оплаты устанавливается в течение определенного периода времени со дня составления. При таких условиях вексель должен содержать фразу: «Оплатите через столько-то дней со дня выставления». Таким образом, вексель может быть предъявлен к оплате буквально на следующий день после составления. Однако трассат может оплатить вексель в последний день указанного периода.

4) Оплата в определенный день. В векселе в этом случае указывается конкретная дата платежа.

Учет векселей

Под учетом векселя понимается его передача векселедержателем банку для получения вексельной суммы до наступления даты платежа. За учет векселя банк взимает плату, возмещая векселедержателю сумму, указанную в векселе, за вычетом учетного процента (дисконта). Векселя бывают двух типов:

1) вексель, в котором указана абсолютная сумма, подлежащая выплате должником;

2) вексель, в котором кроме абсолютной суммы долга предусмотрено начисление процентов на указанную сумму.

По векселям, в которых указана только сумма долга без начисления процентов, величина дисконта определяется по формуле:

$$D = \frac{B \times T \times I}{100 \times 365}, \quad (21)$$

где D – сумма дисконта;

T – срок от даты учета векселя до даты погашения;

B – вексельная сумма;

I – учетная ставка банка.

Размер учетной ставки определяется в договоре между векселедержателем и банком.

Сумма, которую получит векселедержатель, определяется по формуле:

$$B'' = B - D = B - \frac{B \times T \times I}{100 \times 365} = B \left(1 - \frac{T \times I}{100 \times 365} \right), \quad (22)$$

где B'' – сумма, которую получит векселедержатель.

По векселям, по которым предусмотрено начисление процентов на сумму долга, векселедержателю необходимо оценить выгодность учета векселя в банке.

Сумма, которую получит векселедержатель по процентному векселю при его учете в банке, определяется по формуле:

$$B'' = B \left(1 + \frac{T_g \times C_g}{100 \times 365} \right) \left(1 - \frac{T \times I}{100 \times 365} \right), \quad (23)$$

где C_g – вексельная процентная ставка;

T_g – период обращения векселя от дня выдачи до дня предъявления к погашению.

Из приведенных расчетов можно заметить, что между учетной ставкой, по которой учитывается вексель, и кредитной ставкой, по которой банк выдает кредит, существует определенная взаимосвязь, которую можно выразить математически: кредитная ставка равна:

$$r_{кр} = \frac{I}{1 - \frac{T \times I}{365 \times 100}}, \quad (24)$$

Контрольные вопросы:

- 1) Понятие векселя.
- 2) Признаки векселя.
- 3) Виды векселей.
- 4) Чем простой вексель отличается от переводного?
- 5) Кто является субъектами вексельного обращения?
- 6) Как происходит обращение векселей?
- 7) Каким образом производится учет векселей?

Производные ценные бумаги

Производные ценные бумаги или деривативы – это такие ценные бумаги, права и обязательства по которым связаны с ценными бумагами.

Слово «дериватив» происходит от английского термина “derivative” – производная функция.

Производные ценные бумаги можно рассматривать также как документальное оформление разнообразных контрактов и договоров, связанных с «классическими» ценными бумагами, такими как акция и облигация.

Как уже выше упоминалось, **к производным ценным бумагам относятся:**

- варранты;
- депозитарные расписки;
- стриппы;
- фьючерсы;
- опционы.

Варрант – это ценная бумага, дающая ее владельцу право приобрести в течение установленного периода времени определенное число обыкновенных акций по заранее фиксированной цене.

Термин «варрант» происходит от английского слова “warrant”, которое переводится как «ордер», «полномочие». Возникновение варранта связано с ситуацией, когда акционерное общество предоставляет некоторым потенциальным акционерам определённые льготы: получив варрант, такой акционер переносит срок платежа. В дальнейшем, если цена акций подскочит выше цены исполнения варранта, его владелец может продать эту ценную бумагу, просто получив прибыль.

Возможны два варианта предоставления варрантов инвесторам:

1) бесплатно, когда варранты просто прилагаются к облигациям. В этом случае инвестор покупает облигацию по определенной цене, а к облигации прикладывается варрант;

2) за плату, когда инвестор, приобретая облигацию, одновременно оплачивает и покупку варранта. В этом случае инвестор сразу приобретает пакет, состоящий из облигаций и варрантов.

В момент выпуска варрантов их исполнительная цена превышает рыночную цену акций, которые можно приобрести на основании варрантов. Поэтому в течение какого-то периода времени владельцы варрантов их не используют, так как акции на рынке стоят дешевле. Если рыночная цена вырастет и превысит цену исполнения, то появляется экономический смысл использовать варрант и приобрести акции по цене исполнения. Таким образом, варрант представляет собой опцион «колл», дающий право приобрести акции в будущем. В связи с этим к ценообразованию варрантов можно подходить с позиции опционной теории. Варрант, как опцион, имеет низшую границу стоимости и верхнюю границу цены.

Цена варранта меняется одновременно с изменением цены акций. При этом величина прироста цены варранта обычно равна сумме измене-

ния цены акций. Вследствие этого доходность операций с варрантами значительно выше, чем по акциям.

Операции с варрантами совершаются с целью:

1) извлечения высокого дохода за счет эффекта рычага, который рассчитывается по формуле:

$$\mathcal{E}_p = \frac{P_a}{P_v}, \quad (25)$$

где \mathcal{E}_p – коэффициент эффекта рычага;

P_a – рыночная цена обыкновенных акций;

P_v – рыночная цена варранта.

- создания условий для приобретения в будущем акций по фиксированной цене;
- снижения риска при формировании контрольного пакета акций;
- получения дополнительного дохода за счет разницы в ценах акции и варранта и использования этих средств на финансовом рынке до момента приобретения дополнительных акций.

Депозитарная расписка – это свободно обращающаяся на фондовом рынке производная (вторичная) ценная бумага на акции иностранной компании, депонированные в крупном депозитарном банке, который выпустил расписки в форме сертификатов или в бездокументарной форме. В мировой практике различают два вида депозитарных расписок:

- ADR (american depository receipt) – американские депозитарные расписки, которые допущены к обращению на американском фондовом рынке;
- GDR (global depository receipt) – глобальные депозитарные расписки, операции с которыми могут осуществляться и в других странах.

В настоящее время на мировых фондовых рынках широко распространено обращение депозитарных расписок на акции различных эмитентов, подавляющая часть которых представлена компаниями из развивающихся стран.

Начиная разработку программы выпуска (ADR/GDR), компании преследуют достижение следующих целей:

- привлечение дополнительного капитала для реализации инвестиционных проектов;
- создание имиджа у иностранных и отечественных инвесторов, так как депозитарные расписки на акции компании выпускает всемирно известный и надежный банк;
- рост курсовой стоимости акций на внутреннем рынке вследствие увеличения спроса на эти акции;

- расширение круга инвесторов, привлечение зарубежных портфельных инвесторов.

Выпуск депозитарных расписок весьма привлекателен и для инвесторов. Преимущества (ADR/GDR) для инвесторов заключаются в следующем:

- возможность более глубокой диверсификации портфеля ценных бумаг;
- проникновение через (ADR/GDR) к акциям зарубежных компаний;
- возможность получить высокий доход на росте курсовой стоимости акций компаний из развивающихся стран;
- снижение рисков инвестирования в связи с несинхронным развитием фондовых рынков в разных странах.

Депозитарные расписки делятся на спонсируемые (sponsored ADR) и неспонсируемые (non-sponsored ADR).

Неспонсируемые ADR выпускаются по инициативе крупного акционера или группы акционеров, владеющих значительным числом акций компании. Преимуществом неспонсируемых ADR является относительная простота их выпуска. Требования Комиссии по ценным бумагам и биржам США к акциям, против которых выпускаются неспонсируемые ADR, заключаются лишь в предоставлении ей пакета документов, подтверждающих полное соответствие деятельности компании эмитента и ее акций законодательству, действующему в стране эмитента. Недостатком неспонсируемых ADR является то, что торговать ими можно только на внебиржевом рынке, включив их в «Розовые страницы» (Pink Sheets) – ежедневный бюллетень, публикующий цены маркет-мейкеров внебиржевого рынка. Данные ADR не допускаются к торговле на биржах и в системе NASDAQ.

Спонсируемые ADR выпускаются по инициативе эмитента. Таким же путем организуется и выпуск GDR. Для спонсируемых ADR существуют четыре уровня программ. Основное их различие состоит в том, позволяют ли они привлекать дополнительный капитал путем эмиссии акций или нет. Первые два уровня допускают выпуск расписок лишь против уже находящихся во вторичном обращении акций. Третий и четвертый уровни позволяют выпускать расписки на акции, которые только проходят первичное размещение.

Для выпуска спонсируемых ADR первого уровня требуется такой же минимум документации, как и для неспонсируемых. Необходимое условие для этого – соответствие бумаг эмитента законодательству страны эмитента. ADR первого уровня могут выпускаться только на уже нахо-

дящиеся в обращении акции. Торговля ADR первого уровня осуществляется на внебиржевом рынке.

Второй уровень спонсируемых ADR требует предоставления в комиссию части финансовой отчетности эмитента по стандартам, принятым в США. А, учитывая, что американское законодательство обычно требует от своих компаний большей открытости, чем европейское, получается, что ко второму уровню допускаются эмитенты, которые, как правило, могут более полно, чем того требует законодательство их страны, раскрыть информацию о своей деятельности. ADR второго уровня могут быть включены в листинг автоматизированной системы торговли для национальной ассоциации дилеров фондового рынка (NASDAQ), Нью-Йоркской и Американской фондовых бирж. Необходимо отметить, что ADR второго уровня встречаются редко, так как требования к отчетности эмитента практически совпадают с требованиями, предъявляемыми к выпуску ADR третьего уровня.

Третий уровень, как уже отмечалось выше, позволяет выпускать расписки на акции, которые только проходят первичное размещение. Это та самая вершина, к которой стремятся эмитенты, – ее достижение означает хороший шанс для получения прямых инвестиций в твердой валюте.

ADR третьего уровня делятся на распространяемые по публичной подписке (public offer) и так называемые ограниченные ADR (RADR – restricted ADR), которые разрешено размещать лишь среди ограниченного круга инвесторов.

Для осуществления выпуска публичных ADR третьего уровня необходимо предоставить в Комиссию по биржам и ценным бумагам финансовую отчетность, соответствующую принятым в США стандартам бухгалтерского учета. Поэтому они имеют те же права, что и любые американские акции. Публичные ADR третьего уровня котируются в системе NASDAQ, на Нью-Йоркской и Американской фондовых биржах.

Ограниченные ADR (их называют ADR четвертого уровня), позволяя привлекать дополнительный капитал, не требуют предоставления в Комиссию по ценным бумагам финансовой отчетности, составленной в соответствии со стандартами, принятыми в США. Однако 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).

На данном этапе развития фондового рынка в РФ нашим эмитентам в большинстве случаев доступны только программы первого уровня либо ограниченные ADR. Обусловлено это следующими факторами:

- финансовая отчетность должна быть составлена в соответствии с

мировыми стандартами, а в настоящее время немногие компании в России могут вести такую отчетность;

– большинство из крупных российских эмитентов не только не желают предоставлять полную информацию о себе, но порой сами такой информацией не владеют.

Расширение сферы действия ADR, с одной стороны, позволяет предприятиям получить доступ к зарубежным инвестициям, с другой стороны, это ведет к тому, что рынок российских акций перемещается за границу и все в большей степени становится зависимым от поведения иностранных инвесторов.

Стрип – это ценная бумага, представляющая собой бескупонную облигацию, которая погашается за счёт процентных выплат по пакету государственных облигаций, находящихся в собственности компании, выпустившей стрипы.

Фьючерс – это обязательство на поставку ценной бумаги в определённый срок в будущем.

Термин «фьючерс» происходит от английского “future” – «будущее».

Опцион – это право на продажу или покупку ценной бумаги в определённый срок по фиксированной цене в обмен на премию.

Термин «опцион» произошёл от английского “option” – дополнительная возможность.

Фьючерсы и опционы появились для страхования от ценовых рисков и как инструмент планирования, интегрированный в рыночную экономику. В настоящее время фьючерсы и опционы занимают ключевое положение в мире ценных бумаг.

Прочие ценные бумаги

Нижеперечисленные ценные бумаги, несмотря на достаточно широкое распространение, играют в мире экономики и финансов служебную роль.

Сберегательные и депозитные сертификаты.

Банковские сертификаты привлекательны для инвестора тем, что они являются ценными бумагами. По степени надёжности в западных странах ценные бумаги банков стоят на втором месте после государственных ценных бумаг. Возврат средств по сертификатам банков гарантирован в большей степени, чем по акциям и облигациям акционерных обществ.

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.

Условия выпуска и обращения депозитных и сберегательных сертификатов одинаковы. Различия заключаются в том, что депозитные сертификаты применяются только для обслуживания юридических лиц, а сберегательные сертификаты – для населения. Физические и юридические лица, внесшие вклад в банк, называются вкладчиками или бенефициарами. Они имеют право на получение после истечения установленного срока суммы депозита (вклада) и процентов по нему или могут уступить свои права третьим лицам.

По форме выпуска и возможности идентификации владельца сертификаты могут быть именованными и на предъявителя.

В зависимости от срока действия сертификаты могут быть срочными или до востребования. В срочном сертификате фиксируется дата, когда владелец получил сертификат, и дата, когда он получает право востребовать депозит (вклад) с причитающимися ему процентами. Срок обращения сертификатов, как правило, не превышает одного года. Однако по сберегательным сертификатам, если условия выпуска согласованы с Центральным банком РФ, срок их обращения может быть установлен более одного года.

Банковская сберегательная книжка на предъявителя – это ценная бумага, которая подтверждает внесение в банковское учреждение денежной суммы и которая удовлетворяет право владельца книжки на её получение в соответствии с условиями денежного вклада. Права вкладчика могут свободно передаваться другим лицам путём простого вручения книжки.

Инвестиционный сертификат – это ценная бумага, удостоверяющая долю участия в инвестиционном фонде, право на управление и распоряжение которым принадлежит инвестиционной компании.

Банковский чек – это ценная бумага, содержащее ничем не обусловленное распоряжение чекодателя банку произвести платёж указанной в нём суммы чекодержателю.

Складское свидетельство – это ценная бумага, отражающая факт поступления на склад определённой партии некоторого товара, а также право предъявителя складского свидетельства распоряжаться этим товаром.

Коносамент – это ценная бумага, представляющая из себя товарораспорядительный документ, удостоверяющий право его владельца распоряжаться указанным в коносаменте грузом и получить груз после морской перевозки. Одновременно коносамент наделяется свойством, кото-

рое возлагает на перевозчика ничем не обусловленную обязанность по выдаче груза предъявителю коносамента.

Пай паевого инвестиционного фонда – это, по сути, акция паевого инвестиционного фонда, которую покупает инвестор.

Контрольные вопросы:

- 1) Понятие и виды производных ценных бумаг.
- 2) В каких случаях владелец варранта прибегнет к его исполнению?
- 3) Какими преимуществами обладают варранты по сравнению с традиционными ценными бумагами?
- 4) Чем обусловлен выпуск депозитарных расписок?
- 5) Виды депозитарных расписок.
- 6) В чем разница между спонсируемыми и неспонсируемыми депозитарными расписками?
- 7) Что представляет собой стрип?
- 8) С какой целью используются фьючерсы и опционы?
- 9) Кто может быть эмитентом депозитных и сберегательных сертификатов?
- 10) В чем различия между владельцами депозитных и сберегательных сертификатов?

Государственные ценные бумаги

Государственные ценные бумаги (ГЦБ) – это форма существования государственного внутреннего долга. Это долговые ценные бумаги, эмитентом которых выступает государство.

Хотя по своей экономической сути все виды ГЦБ есть долговые ценные бумаги, на практике каждая самостоятельная ГЦБ получает свое собственное название, позволяющее отличить ее от других видов облигаций. Обычно кроме термина “облигация” используются термины “казначейский вексель”, “сертификат”, “займ” и др. Каждая страна использует свою терминологию для выпускаемых ГЦБ.

Выпуск в обращение ГЦБ может использоваться для решения следующих основных задач:

- 2) финансирование дефицита государственного бюджета на неинфляционной основе, т.е. без дополнительного выпуска денег в обращение, в широком смысле, или в следующих случаях: когда расходы бюджета на определенную календарную дату превышают имеющиеся в его распоряжении средства на ту же дату (кассовый дефицит); когда поступления доходов за месяц или квартал оказываются меньше, чем средства, необходимые в этом же периоде для финансирования расходов бюджета (сезонный дефицит); когда по итогам года доходы бюджета меньше его

расходов и этот дефицит не покрывается за счет поступлений в бюджет в следующем году (годовой дефицит);

3) финансирование целевых государственных программ в области жилищного строительства, инфраструктуры, социального обеспечения и т.п.

4) регулирование экономической активности: денежной массы в обращении, воздействие на цены, инфляцию, на расходы и направления инвестирования, экономический рост, платежный баланс и т.д.

Ценные бумаги государства имеют, как правило, два очень крупных преимущества перед любыми другими ценными бумагами и активами. Во-первых, это самый высокий относительный уровень надежности для вложенных средств и соответственно минимальный риск потери основного капитала и доходов по нему. Во – вторых, наиболее льготное налогообложение по сравнению с другими ценными бумагами или направлениями вложений капитала. Часто отсутствуют налоги на операции с ГЦБ и на получаемые доходы.

Размещение ГЦБ обычно осуществляется:

5) через центральные банки или министерства финансов. В зависимости от вида выпускаемых облигаций основными инвесторами являются: население, пенсионные и страховые компании и фонды, банки, инвестиционные компании и фонды;

6) в бумажной (бланковой) или безбумажной формах (в виде записей на счетах в уполномоченных депозитариях). Имеется четкая тенденция к увеличению выпуска ГЦБ в безбумажной форме;

7) разнообразными методами: аукционные торги, открытая продажа всем желающим по установленным ценам, закрытое распространение среди определенного круга инвесторов и т.д.

Основные проблемы российского рынка ГЦБ:

1) краткосрочный характер ГЦБ. Сроки погашения государственных облигаций составляют обычно 1 год и менее. Это связано с высоким уровнем инфляции в стране. В нормальной рыночной ситуации ГЦБ будут иметь в основном средне- и долгосрочный характер;

2) государственный статус ценных бумаг. В Российской Федерации статус государственных ценных бумаг имеют как ценные бумаги федерального правительства, так и муниципальные ценные бумаги;

3) налогообложение ГЦБ. С выпуском каждого нового вида облигаций издаются соответствующие разъяснения по их налогообложению. Необходимо унифицировать порядок налогообложения ГЦБ;

4) обеспечение единой технологии первичного размещения ГЦБ и их вторичных торгов на базе (или полугосударственного) депозитарного обслуживания;

5) организация региональных рынков ГЦБ, что позволяет вовлечь свободный капитал территорий на рынок ГЦБ;

6) необходимость вовлечения свободных денежных средств населения на рынок ГЦБ, в результате чего частные лица получают возможность защиты своих сбережений от инфляции, а экономика страны в конечном счете приобретает искомые источники инвестирования;

7) гипертрофирование рынка ГЦБ в силу слабого развития рынка корпоративных ценных бумаг.

Контрольные вопросы:

- 1) Суть государственных бумаги ценных бумаг.
- 2) Задачи выпуска в обращение ГЦБ.
- 3) Преимущества ГЦБ.
- 4) Каким образом осуществляется размещение ГЦБ?
- 5) Основные проблемы российского рынка ГЦБ.

3. Профессиональные участники рынка ценных бумаг

Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг характеризуется, прежде всего, возможностью и способностью профессиональных участников квалифицированно выполнять принятые на себя обязательства, которые связаны с брокерско – дилерской деятельностью, деятельностью по управлению ценными бумагами, выполнением клиринговых операций, депозитарным обслуживанием, оказанием услуг реестродержателем и организатором торговли ценными бумагами.

В классическом понимании торговый агент на фондовом рынке призван помочь выбрать правильную стратегию действия на фондовом рынке. Для этого необходимо:

- понять цели своего клиента;
- определить риск, на который готов пойти клиент;
- хорошо знать доходность различных видов операций с финансовыми инструментами;
- правильно сочетать потребности клиента и допустимый риск, на который тот готов пойти;
- консультировать клиента.

Рассмотрим, в какой степени российское законодательство и сложившиеся реалии профессиональной деятельности на фондовом рынке способствуют сформулированной выше задаче.

Глава 2 Закона "О рынке ценных бумаг" (Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг" (с изменениями от 26 ноября 1998 г., 8 июля 1999 г., 7 августа 2001 г., 28 декабря 2002 г., 29 июня, 28 июля 2004 г., 7 марта, 18 июня, 27 декабря 2005 г., 5 января, 15 апреля 2006 г.)) устанавливает семь видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг:

- брокерская;
- дилерская;
- деятельность по управлению ценными бумагами;
- деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг);
- депозитарная деятельность;
- деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг;
- деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг.

Рассмотрим каждый из них подробнее.

Брокерская деятельность

Брокерской деятельностью признается совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами в качестве поверенного или комиссионера, действующего на основании договора поручения или комиссии, а также доверенности на совершение таких сделок при отсутствии указаний на полномочия поверенного или комиссионера в договоре. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, занимающийся брокерской деятельностью, именуется брокером.

Брокер (broker) – финансовый посредник, занимающийся куплей – продажей ценных бумаг за счет и по поручению клиента на основании договора комиссии или поручения.

Различают брокеров, взимающих наиболее высокие комиссионные и оказывающих полный объем услуг (full service brokers), включая участие в первичных размещениях, предоставление отчетов о компаниях и т.п., брокеров с ограниченным объемом услуг (discount brokers или просто discounters), которые взимают комиссионные средней величины, но и не предоставляют некоторых услуг (например, предоставление рекомендаций на покупку/продажу определенных типов ценных бумаг) и deep discount brokers, которые в основном только исполняют приказы клиентов, не нуждающихся в дополнительных услугах.

Передоверие брокерами совершения сделок допускается только брокерам. Передоверие допускается, если оно оговорено в договоре комиссии или поручения либо в случаях, когда брокер вынужден к этому силой

обстоятельств для охраны интересов своего клиента с уведомлением последнего.

Брокер должен выполнять поручения клиентов добросовестно и в порядке их поступления, если иное не предусматривается договором с клиентом или его поручением. Сделки, осуществляемые по поручению клиентов, во всех случаях подлежат приоритетному исполнению по сравнению с дилерскими операциями самого брокера при совмещении им деятельности брокера и дилера. В случае наличия у брокера интереса, препятствующего осуществлению поручения клиента на наиболее выгодных для клиента условиях, брокер обязан немедленно уведомить последнего о наличии у него такого интереса.

В случае, если брокер действует в качестве комиссионера, договор комиссии может предусматривать обязательство хранить денежные средства, предназначенные для инвестирования в ценные бумаги или полученные в результате продажи ценных бумаг у брокера на забалансовых счетах и право их использования брокером до момента возврата этих денежных средств клиенту в соответствии с условиями договора. Часть прибыли, полученной от использования указанных средств и остающейся в распоряжении брокера, в соответствии с договором перечисляется клиенту. При этом брокер не вправе гарантировать или давать обещания клиенту в отношении доходов от инвестирования хранимых им денежных средств.

В случае, если конфликт интересов брокера и его клиента, о котором клиент не был уведомлен до получения брокером соответствующего поручения, привел к исполнению этого поручения с ущербом для интересов клиента, брокер обязан за свой счет возместить убытки в порядке, установленном гражданским законодательством Российской Федерации.

Основная часть работы брокеров заключается в том, что они выступают в качестве агента клиента, что закреплено в контракте. Теоретически это означает, что брокер знакомит покупателя и продавца для того, чтобы обеспечить проведение операции. На практике это происходит очень редко. На хорошо организованных рынках требуют, чтобы в соответствии с их правилами брокерские конторы несли ответственность за действия своих клиентов. Таким образом, если клиент не может совершить поставку ценных бумаг при сделке на продажу, то тогда брокер должен осуществить эту поставку сам, купив ценные бумаги на рынке. И наоборот, если клиент не может заплатить за ценные бумаги при сделке на покупку, то тогда брокер должен сам профинансировать покупку и затем продать эти ценные бумаги для того, чтобы осуществить платеж (или оставить позицию у себя).

На фондовых рынках разных стран действуют несколько категорий брокеров, названия и функции которых могут варьировать, однако в целом их можно определить следующим образом:

1) Брокеры-дилеры. Эти участники рынка выполняют функции как маркет-мейкеров, так и брокеров, взаимодействующих с другими маркет – мейкерами. Они действуют как агенты для своих клиентов, с которых они взимают договорную комиссию. Брокеры-дилеры могут совершать сделки самостоятельно, на свой страх и риск. Действуя в качестве агентов, они обязаны совершать сделки на «наилучших условиях» для клиента. Иными словами, продавать по наиболее высокой цене, а покупать по наиболее низкой;

2) Клиентские брокеры, или брокеры – агенты. Брокеры этой категории действуют от имени своих институциональных и индивидуальных клиентов, с которых взимают договорную комиссию за оказанные услуги. Такие брокеры не могут открывать позиции за свой счет.

3) Междилерские брокеры. Эти брокеры выступают исключительно в качестве посредников маркет – мейкеров и брокеров – дилеров, желающих вести анонимную торговлю. Междилерские брокеры помогают маркет – мейкерам осуществлять крупные операции, уравновешивая противоположную сторону в сделках за счет привлечения одного или нескольких участников.

Существует целый ряд причин, по которым покупатели и продавцы акций отказываются от прямых сделок и предпочитают пользоваться услугами брокеров. Вот некоторые из них:

- маркет – мейкеры некоторых систем торговли на основе котировок могут работать только с другими маркет – мейкерами. Клиенты в этом случае могут вести операции исключительно через брокера-агента;
- процесс получения лучших котировок для торговли в различных финансовых центрах может быть слишком емким по времени и дорогим для индивидуальных инвесторов;
- часто покупатели и продавцы хотят сохранить анонимность при ведении переговоров по ценам.

На посредническом рынке от брокеров, как правило, требуется предоставлять своим клиентам платежно-расчетные услуги по всем операциям, которые прошли через их агентство, или операциям с принципалами (principal – лицо, приказы которого выполняет брокер при торговле ценными бумагами). Поскольку от брокера обычно требуется, чтобы он брал на себя обязательства по осуществлению расчетов в соответствии с правилами биржи или рынка, то ему необходимо иметь системы и процедуры, которые позволят осуществлять этот процесс правильно и эффективно. Это влечет за собой то, что при заключении сделок системы брокера

должны обеспечивать получение и передачу всей необходимой документации. Эта документация будет зависеть от стиля поставки, характерного для данного рынка.

Если условия требуют физически поставить сертификаты или права, то тогда будут требования, например, поставить действительный сертификат на имя владельца. Если ценная бумага не представлена никакими бумажными носителями, то документация может потребовать только электронных шифрованных сообщений.

В любом случае следующая стадия состоит в том, чтобы обеспечить перерегистрацию для формального перехода прав от продавца к покупателю. Затем происходят расчеты с продавцом, когда полученные от покупателя деньги переводятся продавцу.

В случае с клиентом – покупателем у брокера, совершенно очевидно, существует потребность быть уверенным в том, что покупатель предоставит ему достаточно средств для того, чтобы оплатить покупку своевременно.

Следующий фактор, который является жизненно важным на организованных рынках, состоит в том, что от брокера, выполняющего посреднические функции, ожидается или даже требуется обеспечение защиты средств клиента. Это нормативное требование означает, что брокер всегда должен суметь продемонстрировать раздельность (официально – обособленность) средств, активов и инвестиций клиента от денежных средств и активов брокерской фирмы, выступающей в качестве принципала. Это обеспечивается в результате создания отдельных банковских счетов, на которых будут находиться средства клиентов, которые пока не требуются для расчетов. Уполномоченный банк должен четко определить номенклатуру этих счетов и в официальном порядке осуществлять контроль за этими средствами с тем, чтобы они не использовались ни брокером в личных целях (только для погашения долга клиента перед брокером), ни в процессе официальной ликвидации брокерской фирмы.

Выполняя роль посредника, брокер выполняет еще одну очень важную роль: предоставление инвестиционных консультаций клиентам. Хороший брокер должен сделать частью своей работы постоянные исследования рынков и инвестиций, направленные на то, чтобы расширить свои знания, на основе которых он дает рекомендации клиентам. Очень важно, чтобы инвестиционные решения основывались на известной информации.

Помимо посреднических и исследовательских функций брокерские компании предоставляют и услуги по управлению средствами от имени клиента. Большинство индивидуальных инвесторов хотят зарабатывать на своих деньгах больше, чем они могут получить от банковских депози-

тов. Однако, не имея специальных знаний, возможностей и времени для отслеживания цен, управлять индивидуальным портфелем очень сложно.

В такой ситуации регулирующие органы почти наверняка потребуют проводить операции при соблюдении определенных согласованных условий. Такие условия, например, могут зависеть от готовности инвестора принимать на себя риск (и различные категории риска), от того, какой убыток может себе позволить инвестор; насколько серьезен получаемый доход для клиента; хочет ли клиент добиться прироста капитала (самого по себе или в сочетании с получением текущего дохода); какие виды инвестиционных продуктов могут быть приобретены, а какие нет; а также любые другие разумные ограничения. Также необходимо, чтобы брокер получил доверенность или какой-либо аналогичный документ, который позволял бы ему управлять средствами клиентов, поскольку эти активы остаются собственностью клиента, и брокер будет осуществлять покупку и продажу от имени клиента.

Другие клиенты могут попросить брокера не только предоставлять рекомендации относительно инвестиций, но и консультировать их по вопросам управления портфелем. Здесь основная задача состоит в том, чтобы посоветовать клиенту, как правильно сформировать портфель. Наряду с рекомендациями относительно оптимальной диверсификации портфеля, необходимо также обратить внимание клиента на валютный, страновой и отраслевой риски.

Еще один вид услуг, который следует упомянуть, – это проведение оценки. Большинство брокеров имеют быстрый доступ к текущим и историческим ценам (иногда через электронные системы), и, следовательно, для инвесторов было бы выгодно воспользоваться этой информацией для оценки стоимости своих инвестиций. При проведении полной оценки необходимо определить стоимость каждого компонента инвестиции, умножить на число акций и соответственно определить общую стоимость инвестиции. Затем будет необходимо проиллюстрировать добавление и изъятие ценных бумаг из портфеля со времени предыдущей оценки. Более того, эффективная оценка включает в себя разбивку инвестиций на различные категории (например, по странам и отраслям). И последнее. В процессе оценки отслеживаются все денежные позиции, которые отражаются в отчетности по валютам, а в случае необходимости конвертируются в базовую валюту.

Одна из областей, которая облегчает обслуживание клиентов, называется арбитражем (извлечение безрисковой прибыли путем занятия противоположных позиций по одному и тому же инструменту (или близким инструментам) на разных рынках или временных горизонтах). Например, брокеры ищут несоответствия в инвестиционных ценах, например, меж-

ду: обыкновенной акцией и инструментом, в который она может быть конвертирована; акцией национальной компании и ее АДР или ГДР; производным инструментом и его базовым активом; двумя аналогичными производными инструментами; государственными облигациями с различными сроками погашения и т.д.

Еще одна область, которая облегчает проведение операций клиентами (здесь брокерская фирма выступает в качестве принципала), – это предоставление услуг маркет – мейкеров, что означает, что фирма (или отдельное лицо) выступает оптовым продавцом ценных бумаг.

Market maker – профессиональный участник внебиржевого рынка (например, системы НАСДАК и альтернативных торговых систем), отвечающий за поддержание ликвидности по определенной ценной бумаге. Они предлагают двухстороннюю котировку цен покупателя/продавца на акции, выпущенные организацией, которая входит в листинг фондовой биржи. Разница между ценами, называемая спрэдом (spread), составляет прибыль маркет – мейкеров.

Наряду с определенными обязательствами маркет – мейкеры приобретают и некоторые привилегии:

- только маркет – мейкерам разрешено вводить ценовую информацию в систему SEAQ;
- маркет – мейкеры освобождены от гербового сбора с покупки (разновидность налога);
- маркет – мейкерам приходится время от времени заимствовать ценные бумаги для покрытия коротких позиций в ожидании падения цен, когда объем продаж превышает объем покупок.
- маркет – мейкеры имеют доступ к сети междилерских брокеров, что позволяет им анонимно покупать и продавать большие объемы ценных бумаг.

Дилерская деятельность

Дилерской деятельностью признается 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 лицом, осуществляющим такую деятельность. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий дилерскую деятельность, именуется дилером. Дилером может быть только юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией.

Кроме цены дилер имеет право объявить иные существенные условия договора купли – продажи ценных бумаг: минимальное и максимальное количество покупаемых и / или продаваемых ценных бумаг, а также срок, в течение которого действуют объявленные цены. При отсутствии в

объявлении указания на иные существенные условия дилер обязан заключить договор на существенных условиях, предложенных его клиентом. В случае уклонения дилера от заключения договора к нему может быть предъявлен иск о принудительном заключении такого договора и / или о возмещении причиненных клиенту убытков.

Первичные дилеры – это основные фирмы, которые могут проводить операции за свой счет, выступать в качестве посреднических маркет – мейкеров для других профессиональных участников рынка и имеют, как правило, прямой доступ в центральный банк или правительственный орган, отвечающий за выпуск государственных ценных бумаг.

Их основная функция состоит в том, чтобы получать прибыль от "оборота" (разница между их ценой покупки и ценой предложения) как можно чаще. Естественно, чтобы добиться этого, им необходимо, чтобы рынок был как можно ликвиднее и поддерживался высокий уровень спроса и предложения.

Брокерская и дилерская деятельность являются лицензируемыми видами деятельности. Причем брокером или дилером может быть только юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией, созданной в форме акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью. Кредитные организации вправе осуществлять брокерскую и дилерскую деятельность на основании лицензий, выданных Центральным банком Российской Федерации.

Основные требования к брокерской и дилерской деятельности. Федеральная комиссия по ценным бумагам выдвинула определенные требования к брокерской и дилерской деятельности, которые коротко можно охарактеризовать следующим образом:

- по отношению к клиенту – максимальным образом учитывать его интересы;
- по отношению к контрагентам на рынке – вести честную игру;
- по отношению к государству – подчиняться требованиям законодательства.

Брокер осуществляет операции со средствами клиентов, поэтому к нему предъявляются более высокие требования, чем к дилеру. Так, от дилера требуется заключать договоры купли-продажи ценных бумаг на публично объявленных им условиях, раскрывая при этом имеющуюся у него информацию об эмитенте ценных бумаг. Кроме того, дилер вправе выступать андеррайтером при первичном размещении эмиссионных ценных бумаг и консультировать по вопросам приобретения ценных бумаг.

Основанием для деятельности брокера являются договор поручения и доверенность, согласно которым брокер может осуществлять куплю-продажу ценных бумаг по поручению клиентов. При этом брокер имеет

право принимать на себя ручательство за исполнение сделки купли – продажи ценных бумаг третьим лицом, хранить и использовать денежные средства клиентов, предназначенные для инвестирования в ценные бумаги, оказывать консультационные услуги по вопросам приобретения ценных бумаг и совершать иные финансовые операции и сделки.

При выполнении договора брокер обязан осуществлять учет сделок и операций, совершенных в ходе исполнения договора с клиентом, принимая меры по обеспечению конфиденциальности имени клиента, его платежных реквизитов и иной информации, полученной в связи с исполнением обязательств по договору с клиентом. Кроме того, брокер обязан представлять клиенту отчеты о ходе исполнения договора. При наличии у клиента возражений по отчету брокер обязан принять меры к устранению возникших разногласий.

Контроль за осуществлением брокерской и дилерской деятельности, приостановление действия и аннулирование лицензии. Контроль за всеми видами профессиональной деятельности на российском фондовом рынке осуществляет **Федеральная комиссия по ценным бумагам**. Одной из форм контроля за деятельностью брокеров и дилеров являются ежеквартальные отчеты, включающие информацию об итогах своей финансово-хозяйственной деятельности за истекший квартал, объеме и количестве заключенных ими сделок и иную информацию по установленной форме. ФКЦБ вправе приостановить действие или аннулировать лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг. Основаниями для приостановления действия лицензии являются следующие нарушения, совершенные брокером или дилером:

- 1) Юридические нарушения:
 - нарушение требований законодательства о ценных бумагах;
 - обнаружение недостоверных или вводящих в заблуждение данных в документах брокера или дилера;
 - наличие в отчетности недостоверной или неполной информации;
- 2) Финансово-экономические нарушения:
 - нарушение требований к размеру собственного капитала;
- 3) Процедурные нарушения:
 - несоблюдение сроков, устанавливаемых ФКЦБ для устранения выявленных нарушений;
 - неоднократное нарушение порядка и формы предоставления отчетности и информации;
 - несвоевременное исполнение обязательных предписаний ФКЦБ;
 - осуществление противодействия при проведении проверок деятельности брокера или дилера;

- 4) Функциональные нарушения:
- совершение брокером сделок в свою пользу при наличии конфликта интересов брокера и его клиентов;
 - осуществление брокером или дилером тех видов профессиональной деятельности, совмещение которых не предусмотрено нормативными актами ФКЦБ;
 - неосуществление брокером или дилером операций с ценными бумагами в течение шести месяцев.

Основаниями для аннулирования лицензии являются:

- 1) Юридические нарушения:
- неоднократное или грубое нарушение требований законодательства Российской Федерации о ценных бумагах и иных нормативных актов Федеральной комиссии;
 - неисполнение обязательных предписаний ФКЦБ об устранении нарушений законодательства Российской Федерации о ценных бумагах.
- 2) Финансово-экономические нарушения:
- признание брокера или дилера неплатежеспособным (банкротом) на основании решения суда.
- 3) Процедурные нарушения:
- неоднократное несоблюдение сроков, устанавливаемых Федеральной комиссией или лицензирующим органом, для представления отчетности;
 - неустранение нарушения или последствий нарушения, явившихся основанием для приостановления действия лицензии в установленные сроки.
- 4) Функциональные нарушения:
- ликвидация юридического лица, осуществляющего брокерскую или дилерскую деятельность;
 - неосуществление профессиональным участником всех видов профессиональной деятельности в течение шести месяцев.

Решение о приостановлении действия или аннулировании лицензии может быть обжаловано в суд в установленном законом порядке.

Деятельность по управлению ценными бумагами

Под деятельностью по управлению ценными бумагами (ст. 5 федерального закона «О рынке ценных бумаг») признается осуществление юридическим лицом или индивидуальным предпринимателем от своего имени за вознаграждение в течение определенного срока доверительного управления переданными ему во владение и принадлежащими другому лицу в интересах этого лица или указанных этим лицом третьих лиц:

- ценными бумагами;

– денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги;

– денежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в процессе управления ценными бумагами.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по управлению ценными бумагами, именуется управляющим. Управляющий при осуществлении своей деятельности обязан указывать, что он действует в качестве управляющего. В случае если конфликт интересов управляющего и его клиента или разных клиентов одного управляющего, о котором все стороны не были уведомлены заранее, привел к действиям управляющего, нанесшим ущерб интересам клиента, управляющий обязан за свой счет возместить убытки в порядке, установленном гражданским законодательством.

Клиринговая деятельность

Для организации контроля за каждой отдельной сделкой при больших оборотах на бирже вводят так называемые системы клиринга, в задачи которых входит контроль за тем, чтобы все сделки, заключенные на бирже, правильно адресовались и выверялись. Задачей клиринговой системы является установление и подтверждение параметров всех заключенных в данной системе сделок и иногда подведение итогов.

Система платежа – часть банковской системы, используемая для обеспечения денежных операций, связанных с торговыми сделками. Как правило, используется один банк, связанный с системой клиринга и биржей, в котором открывают счета все участники торгов, платежи при этом проходят просто проводками по этим счетам. Такой банк называется клиринговый.

Однако иногда участники торгов не открывают счетов в одном банке, используя межбанковские корреспондентские счета. Эта система менее эффективна и используется только для слаборазвитых торговых систем.

В настоящее время в России широкое распространение получили выпуски так называемых бездокументарных ценных бумаг. Они позволяют значительно снизить издержки на трансферт (передачу) бумаг, но при этом порождают новые проблемы. Главная из них – подтверждение прав того или иного лица на ценные бумаги.

В случае, когда эмитент выпустил небольшое их число, подтверждение прав акционера относительно несложно – в администрации эмитента ведется реестр – специальная база данных, в которой отражается, кто и каким количеством акций владеет.

Клиринговая деятельность – это деятельность по определению взаимных обязательств (сбор, сверка, корректировка информации по сдел-

кам с ценными бумагами и подготовка бухгалтерских документов по ним) и их зачету по поставкам ценных бумаг и расчетам по ним.

Существует несколько основных разновидностей клиринга, которые делятся по разным признакам:

– **Непрерывный клиринг** осуществляется в режиме реального времени, т. е. каждая заключенная на бирже сделка немедленно поступает в обработку. Эта система применяется при не очень больших потоках сделок или при наличии очень мощного аппаратно-программного обеспечения.

– **Периодический клиринг** производится регулярно с известным периодом (каждый час, в конце торговой сессии, в конце недели). К этому моменту накапливается информация обо всех сделках, заключенных на бирже за период, а затем все сделки разом обрабатываются.

Клиринг может быть двусторонним и многосторонним.

– **Двусторонний клиринг** проводится таким образом, что в его результате выясняется, кто из участников и какие сделки заключил. Иногда эти сделки рассматриваются самостоятельно, а иногда суммируются, так что в итоге выясняется нетто – позиция каждого из участников торгов в отношении каждого другого: в итоге торговой сессии А купил у В 300 акций, за что должен перечислить В 2 700 000 рублей. И так для каждой пары А и В. Такой клиринг иногда называют двусторонним неттингом (выяснением взаимных нетто-позиций каждой пары торговцев).

– **Многосторонний клиринг (неттинг)** является логическим продолжением двустороннего неттинга. Он идет дальше и суммирует все сделки каждого участника торгов с разными контрагентами. В результате каждый участник получает одну (по каждому виду ценных бумаг) позицию. Применение неттинга связано, с одной стороны, с ускорением и удешевлением расчетов, но с другой – с увеличением системного риска.

Депозитарная деятельность

Депозитарной деятельностью признается оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий депозитарную деятельность, именуется депозитарием. Депозитарием может быть только юридическое лицо. Лицо, пользующееся услугами депозитария по хранению ценных бумаг и/или учету прав на ценные бумаги, именуется депонентом. Договор между депозитарием и депонентом, регулирующий их отношения в процессе депозитарной деятельности, именуется депозитарным договором (договором о счете депо). Депозитарный договор должен быть заключен в письменной форме. Депози-

тарий обязан утвердить условия осуществления им депозитарной деятельности, являющиеся неотъемлемой составной частью заключенного депозитарного договора.

Заключение депозитарного договора не влечет за собой переход к депозитарию права собственности на ценные бумаги депонента. Депозитарий не имеет права распоряжаться ценными бумагами депонента, управлять ими или осуществлять от имени депонента любые действия с ценными бумагами, кроме осуществляемых по поручению депонента в случаях, предусмотренных депозитарным договором. Депозитарий не имеет права обуславливать заключение депозитарного договора с депонентом отказом последнего хотя бы от одного из прав, закрепленных ценными бумагами. Депозитарий несет гражданско – правовую ответственность за сохранность депонированных у него сертификатов ценных бумаг. На ценные бумаги депонентов не может быть обращено взыскание по обязательствам депозитария.

Депозитарный договор должен содержать следующие существенные условия:

- однозначное определение предмета договора;
- предоставление услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету прав на ценные бумаги;
- порядок передачи депонентом депозитарию информации о распоряжении депонированными в депозитарии ценными бумагами депонента;
- срок действия договора;
- размер и порядок оплаты услуг депозитария, предусмотренных договором;
- форму и периодичность отчетности депозитария перед депонентом;
- обязанности депозитария.

В обязанности депозитария входит:

- регистрация фактов обременения ценных бумаг депонента обязательствами;
- ведение отдельного от других счета депо депонента с указанием даты и основания каждой операции по счету;
- передача депоненту всей информации о ценных бумагах, полученной депозитарием от эмитента или держателя реестра владельцев ценных бумаг.

Депозитарий имеет право регистрироваться в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или у другого депозитария в качестве номинального держателя в соответствии с депозитарным договором. Депозитарий несет ответственность за неисполнение или ненадлежащее ис-

полнение своих обязанностей по учету прав на ценные бумаги, в том числе за полноту и правильность записей по счетам депо. Депозитарий в соответствии с депозитарным договором имеет право на поступление на свой счет доходов по ценным бумагам, хранящимся с целью перечисления на счета депонентов.

Деятельность по ведению реестра

Основа учета прав на именные ценные бумаги – реестр, который ведет реестродержатель. Контролировать правильность ведения реестра весьма важно. Для того, чтобы избежать злоупотреблений, эту функцию передают третьему лицу – держателю реестра (регистратору). Его функция заключается в том, чтобы быть лицом, независимым как от эмитента, так и от инвестора, и подтверждать права того или иного инвестора на ценные бумаги.

Деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг признаются сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг. Деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг имеют право заниматься только юридические лица. Лица, осуществляющие деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг, именуется держателями реестра (регистраторами).

Юридическое лицо, осуществляющее деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг, не вправе осуществлять сделки с ценными бумагами зарегистрированного в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг эмитента.

Под системой ведения реестра владельцев ценных бумаг понимается совокупность данных, зафиксированных на бумажном носителе и/или с использованием электронной базы данных, обеспечивающая идентификацию зарегистрированных в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг, номинальных держателей ценных бумаг и учет их прав в отношении ценных бумаг, зарегистрированных на их имя, позволяющая получать и направлять информацию указанным лицам и составлять реестр владельцев ценных бумаг.

На самом деле, реестр – список лиц с указанием числа принадлежащих им ценных бумаг данного вида – является лишь отчетом, выдаваемым особой базой данных, входящей в систему ведения реестра. Кроме базы, система ведения реестра предполагает наличие соответствующих технологий ее поддержания, хранение документов и другие организационные мероприятия. Она содержит все сведения, необходимые для удостоверения прав инвестора на ценные бумаги и обязанностей эмитента по отношению к инвестору. У регистратора хранится информация о ценных бумагах (проспект эмиссии, решение о выпуске ценных бумаг) и эмитен-

те (его реквизиты). С другой стороны, в состав хранимой информации включаются реквизиты инвестора (имя, адрес, счет в банке), количество ценных бумаг данного вида, принадлежащих этому инвестору, дата их приобретения и т.п.

Эти записи хранятся на лицевых счетах инвесторов. При покупке или продаже бумаг одним инвестором другому регистратор соответствующим образом меняет записи на лицевых счетах. Основанием для этого служат соответствующим образом оформленное передаточное распоряжение инвестора-продавца, в котором тот поручает регистратору произвести соответствующие перечисления. Иногда требуются дополнительные документы (договор купли-продажи, доверенности и т.п.).

Система ведения реестра владельцев ценных бумаг должна обеспечивать сбор и хранение в течение установленных законодательством Российской Федерации сроков информации о всех фактах и документах, влекущих необходимость внесения изменений в систему ведения реестра владельцев ценных бумаг, и о всех действиях держателя реестра по внесению этих изменений. Для ценных бумаг на предъявителя система ведения реестра владельцев ценных бумаг не ведется.

Реестр владельцев ценных бумаг (далее – реестр) – это часть системы ведения реестра, представляющая собой список зарегистрированных владельцев с указанием количества, номинальной стоимости и категории принадлежащих им именных ценных бумаг, составленный по состоянию на любую установленную дату и позволяющий идентифицировать этих владельцев, количество и категорию принадлежащих им ценных бумаг.

Держателем реестра может быть эмитент или профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по ведению реестра на основании поручения эмитента. В случае если число владельцев превышает 500, держателем реестра должна быть независимая специализированная организация, являющаяся профессиональным участником рынка ценных бумаг и осуществляющая деятельность по ведению реестра.

Договор на ведение реестра заключается только с одним юридическим лицом. Регистратор может вести реестры владельцев ценных бумаг неограниченного числа эмитентов.

Номинальный держатель ценных бумаг – лицо, зарегистрированное в системе ведения реестра, в том числе являющееся депонентом депозитария и не являющееся владельцем в отношении этих ценных бумаг. В качестве номинальных держателей ценных бумаг могут выступать профессиональные участники рынка ценных бумаг. Депозитарий может быть зарегистрирован в качестве номинального держателя ценных бумаг в соответствии с депозитарным договором. Брокер может быть зарегистриро-

ван в качестве номинального держателя ценных бумаг в соответствии с договором, на основании которого он обслуживает клиента. Номинальный держатель ценных бумаг может осуществлять права, закрепленные ценной бумагой, только в случае получения соответствующего полномочия от владельца. Данные о номинальном держателе ценных бумаг подлежат внесению в систему ведения реестра держателем реестра по поручению владельца или номинального держателя ценных бумаг, если последние лица зарегистрированы в этой системе ведения реестра. Внесение имени номинального держателя ценных бумаг в систему ведения реестра, а также перерегистрация ценных бумаг на имя номинального держателя не влекут за собой переход права собственности и/или иного вещного права на ценные бумаги к последнему. Ценные бумаги клиентов номинального держателя ценных бумаг не подлежат взысканию в пользу кредиторов последнего.

Операции с ценными бумагами между владельцами ценных бумаг одного номинального держателя ценных бумаг не отражаются у держателя реестра или депозитария, клиентом которого он является.

Номинальный держатель обязан в отношении именных ценных бумаг, держателем которых он является в интересах другого лица:

- совершать все необходимые действия, направленные на обеспечение получения этим лицом всех выплат, которые ему причитаются по этим ценным бумагам;
- осуществлять сделки и операции с ценными бумагами исключительно по поручению лица, в интересах которого он является номинальным держателем ценных бумаг, и в соответствии с договором, заключенным с этим лицом;
- осуществлять учет ценных бумаг, которые он держит в интересах других лиц, на отдельных забалансовых счетах и постоянно иметь на отдельных забалансовых счетах достаточное количество ценных бумаг в целях удовлетворения требований лиц, в интересах которых он держит эти ценные бумаги.

Эмитент, поручивший ведение системы ведения реестра регистратору, один раз в год может требовать у последнего предоставления реестра за вознаграждение, не превышающее затраты на его составление, а регистратор обязан предоставить реестр за это вознаграждение. В остальных случаях размер вознаграждения определяется договором эмитента и регистратора.

В обязанности держателя реестра входит:

- открыть каждому владельцу, изъявившему желание быть зарегистрированным у держателя реестра, а также номинальному держателю ценных бумаг лицевой счет в системе ведения реестра на основании уве-

домления об уступке требования или распоряжения о передаче ценных бумаг, а при размещении эмиссионных ценных бумаг – на основании уведомления продавца ценных бумаг;

- вносить в систему ведения реестра все необходимые изменения и дополнения;

- производить операции на лицевых счетах владельцев и номинальных держателей ценных бумаг только по их поручению;

- доводить до зарегистрированных лиц информацию, предоставляемую эмитентом;

- предоставлять зарегистрированным в системе ведения реестра владельцам и номинальным держателям ценных бумаг, владеющим более 1 процента голосующих акций эмитента, данные из реестра об имени (наименовании) зарегистрированных в реестре владельцев и о количестве, категории и номинальной стоимости принадлежащих им ценных бумаг;

- информировать зарегистрированных в системе ведения реестра владельцев и номинальных держателей ценных бумаг о правах, закрепленных ценными бумагами, и о способах и порядке осуществления этих прав;

- строго соблюдать порядок передачи системы ведения реестра при расторжении договора с эмитентом.

Деятельность по организации торговли

Деятельностью по организации торговли на рынке ценных бумаг признается предоставление услуг, непосредственно способствующих заключению гражданско – правовых сделок с ценными бумагами между участниками рынка ценных бумаг.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг, называется организатором торговли на рынке ценных бумаг. Организатор торговли на рынке ценных бумаг обязан раскрыть следующую информацию любому заинтересованному лицу:

- правила допуска участника рынка ценных бумаг к торгам;
- правила допуска к торгам ценных бумаг;
- правила заключения и сверки сделок;
- правила регистрации сделок;
- порядок исполнения сделок;
- правила, ограничивающие манипулирование ценами;
- расписание предоставления услуг организатором торговли на рынке ценных бумаг;

- регламент внесения изменений и дополнений в вышеперечисленные позиции;

- список ценных бумаг, допущенных к торгам.

О каждой сделке, заключенной в соответствии с установленными организатором торговли правилами, любому заинтересованному лицу предоставляется следующая информация:

- дата и время заключения сделки;
- наименование ценных бумаг, являющихся предметом сделки;
- государственный регистрационный номер ценных бумаг;
- цена одной ценной бумаги;
- количество ценных бумаг.

Ограничения на совмещение видов деятельности и операций с ценными бумагами устанавливаются ФКЦБ.

Лицензированию подлежат все перечисленные выше виды профессиональной деятельности. Ее осуществляет ФКЦБ или другой орган на основании генеральной лицензии (лицензии на право лицензирования), выдаваемой ФКЦБ.

В законе предусмотрено три вида лицензий:

- профессионального участника рынка ценных бумаг;
- на осуществление деятельности по ведению реестра;
- фондовой биржи.

Для того, чтобы профессиональные участники рынка ценных бумаг могли принять непосредственное участие в регулировании, организуются так называемые саморегулируемые организации (СРО) профессиональных участников рынка ценных бумаг. Их цель – выработка конкретных требований к своим членам, и надзор за их соблюдением, а также помощь в организации работы, представление их интересов в государственных органах и другое.

Контрольные вопросы:

- 1) Чем характеризуется профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг?
- 2) Виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.
- 3) В чем заключаются обязанности брокера? Какой спектр услуг предоставляет брокер своим клиентам?
- 4) Перечислите категории брокеров.
- 5) Что является причинами, по которым покупатели и продавцы акций предпочитают пользоваться услугами брокеров?
- 6) Какие функции выполняет дилер на фондовом рынке?
- 7) Основные требования к брокерской и дилерской деятельности.

- 8) Что понимается под деятельностью по управлению ценными бумагами?
- 9) Перечислите разновидности клиринга.
- 10) Назовите функции депозитария.
- 11) Что представляет собой система ведения реестра?

4. Эмиссия ценных бумаг. Эмитенты на рынке ценных бумаг

4.1. Эмиссия ценных бумаг

Эмиссия ценных бумаг – выпуск ценных бумаг в обращение, в т.ч. продажа ценных бумаг их первым владельцам – гражданам или юридическим лицам.

Эмиссия осуществляется: при учреждении акционерного общества и размещении акций среди его учредителей; при увеличении размера первоначального уставного капитала акционерного общества путем выпуска акций; при привлечении заемного капитала юридическими лицами, государством, государственными органами, органами местной администрации путем выпуска облигаций и иных долговых обязательств.

Эмитенты представляют тех участников фондового рынка, которые заинтересованы в привлечении инвестиционных средств. Механизм этого привлечения может быть разным: прямое кредитование, облигационные выпуски, эмиссия акций. Другой задачей является оптимизация финансовых потоков в технологическом цикле работы эмитента. Одним из способов такой оптимизации является выпуск векселей. Замкнутая вексельная программа, при которой выпущенные векселя обращаются среди ограниченного круга контрагентов и предъявляются в объявленное время, позволяет эмитенту рационально управлять своими финансовыми ресурсами.

Важным направлением работы эмитента является создание своего положительного облика с использованием возможностей рынка ценных бумаг. Создание положительного имиджа эмитента на фондовом рынке предполагает решение следующих проблем:

- создание ликвидного рынка ценных бумаг эмитента;
- прохождение процедуры листинга ценных бумаг эмитента на признанной и авторитетной торговой площадке для повышения инвести-

ционной привлекательности эмитента в глазах потенциальных инвесторов;

- повышение капитализации компании;
- организация и проведение регулярной работы эмитента с акционерами, профессиональными участниками и инвесторами фондового рынка.

Наиболее распространенными целями, преследуемыми компаниями при осуществлении публичных эмиссий и получения статуса публично котируемой на фондовой бирже, являются следующие:

- привлечение средств для финансирования проектов, например, покупки нового оборудования и зданий, приобретения действующих компаний (слияния и поглощения), создания сети региональных отделений;
- консолидация акционерного капитала компании;
- создание механизма формирования рыночных цен на ценные бумаги компании;
- облегчение рыночных сделок с ценными бумагами компании, повышение ликвидности ценных бумаг и прозрачности механизма ценообразования.

Процесс подготовки компании к эмиссии ценных бумаг занимает много времени и требует привлечения значительных людских ресурсов.

При проведении публичного размещения ценных бумаг на фондовой бирже эмитент, как правило, обращается за профессиональным содействием таких консультантов, как:

- инвестиционного банка, выступающего в роли андеррайтера;
- аудитора;
- юридического консультанта.

Важнейшая роль в процессе консультирования отводится инвестиционному банку (**андеррайтеру**), в чьи функции входит координация всего процесса эмиссии и содействие в поиске инвесторов. Среди основных задач андеррайтера являются:

- координация процесса подготовки выпуска ценных бумаг;
- подготовка информационно – маркетинговых материалов для инвесторов, включая проспект эмиссии ценных бумаг;
- содействие в регистрации выпуска ценных бумаг;
- поиск потенциальных инвесторов;
- проведение встреч с потенциальными инвесторами;
- непосредственно андеррайтинг ценных бумаг, если предусмотрено условиями соглашения между эмитентом и инвестиционным банком (например, по условиям «твердого» андеррайтинга банк приобретает за

свой счет весь выпуск ценных бумаг эмитента для их последующего размещения среди конечных инвесторов);

- содействие в прохождении процедуры листинга на фондовой бирже;
- содействие в выборе маркет – мейкеров на фондовой бирже.

Основная задача аудитора – привести к необходимому стандарту финансовую отчетность эмитента и представить заключение относительно достоверности представленных в ней данных. В идеале, можно порекомендовать компаниям работать с двумя аудиторскими фирмами: одна из которых являлась бы международно признанной компанией из числа «большой пятерки», а вторая – российской фирмой.

Задача юридического консультанта – провести проверку «должной добросовестности» корпоративных документов компании и оказать содействие эмитенту при подготовке документов, представляемых на регистрацию выпуска ценных бумаг в регистрирующем органе.

Кроме оплаты услуг андеррайтера, аудитора и юридического консультанта, эмитент, размещающий ценные бумаги путем публичной подписки, может оказаться перед необходимостью нести дополнительные расходы по оплате услуг депозитария, фондовой биржи, платежного агента, издательской фирмы, рекламного агентства, и др.

Некоторые из перечисленных выше расходов фиксированы и не зависят от объема эмиссии. Поэтому эмитентам (да и андеррайтерам) экономически невыгодно проводить эмиссии ценных бумаг объемом ниже определенной минимальной суммы, при которой выручка не оправдывает понесенных затрат.

Андеррайтеры на Западе применяют два основных метода установления цены размещения ценных бумаг, и эмитенту следует понимать достоинства и недостатки каждого из них, чтобы совместно и андеррайтером выбрать тот, который наиболее подходит для предприятия. Этими широко распространенными методами являются:

- фиксированная цена выпуска;
- определение цены путем тендера.

При системе фиксированных цен цена размещения ценных бумаг фиксируется на весь период выпуска. Недостатком этой системы является то, что андеррайтер обычно устанавливает несколько заниженную цену, чтобы обезопасить себя на случай ухудшения конъюнктуры фондового рынка непосредственно перед или во время размещения ценных бумаг, в результате чего эмитент привлекает меньшую, чем мог бы, сумму средств. С другой стороны, этот метод установления цены прост и поня-

тен даже неопытному инвестору и может повысить спрос на ценные бумаги эмитента.

При проведении тендера каждый инвестор должен указать, какое количество акций (облигаций) и по какой цене он готов купить. Например, инвестор может сообщить андеррайтеру о своих намерениях следующим образом:

При максимальной цене	300 руб. за акцию я куплю	200 акций
При максимальной цене	250 руб. за акцию я куплю еще	100 акций
При максимальной цене	200 руб. за акцию я куплю еще	50 акций

Таким образом, если цена отсечения установлена, например, на уровне 225 рублей за акцию, инвестор купит 300 акций по цене 225 рублей за одну акцию.

Используя этот метод, андеррайтер может выстроить кривую спроса на ценные бумаги и установить цену на том уровне, при котором все акции будут реализованы.

Метод тендера более гибок и точнее отражает рыночную цену ценных бумаг. С другой стороны, он может показаться более сложным для мелких и неопытных инвесторов.

Основными инструментами повышения интереса инвесторов к новому выпуску ценных бумаг компании являются:

- информационно – маркетинговые материалы, включая информационный меморандум (главным образом применяется при частных размещениях ценных бумаг) и проспект эмиссии;
- презентации для финансовых аналитиков;
- презентации для инвесторов.

4.2. Эмитенты. Способы классификации эмитентов

Эмитенты – необходимые участники фондового рынка. Они являются теми организациями, которые потребляют инвестиционные ресурсы, используя их для реализации конкретных инвестиционных проектов. С одной стороны, эмитенты являются потребителями инвестиционных ресурсов, а с другой – источником финансовых ресурсов, возвращаемых инвесторам.

Это наиболее общая классификация эмитентов, согласно которой в качестве эмитентов можно рассматривать:

1) **Государство.** Государство в любой стране является, как правило, крупнейшим должником, осуществляя заимствования как на внутреннем, так и на внешнем рынке. Однако вследствие высокой надежности государственных финансовых инструментов вложения в них характеризуются

минимальными рисками и минимальной доходностью. Все остальные финансовые институты считаются более рискованными, поэтому они предлагают высокую доходность;

2) **Органы муниципальной власти.** Ко второй половине 1998 г. наиболее торгуемыми на вторичном фондовом рынке муниципальными ценными бумагами являлись:

– **МКО** – муниципальные краткосрочные облигации (Санкт-Петербург);

– **ОММЗ** – облигации московского муниципального займа (Москва);

– **ОГКО** – оренбургские городские краткосрочные облигации (Оренбург);

– **ОКО** – областные краткосрочные облигации (Екатеринбург, Челябинск);

– **КОДО** – краткосрочные областные долговые обязательства (Новосибирск).

В качестве гарантии своих долговых обязательств органы исполнительной власти и органы местного самоуправления предлагали следующие виды обеспечения:

– покрытие долга из конкретных налоговых поступлений;

– покрытие задолженности за счет доходов от конкретных инвестиционных проектов (целевые займы на строительство конкретных объектов, доходы от которых идут на погашение займа;

– общее обязательство погасить задолженность и выплатить проценты.

– хозяйствующие субъекты являются наиболее многочисленной группой организаций, выпускающих ценные бумаги. Они отличаются друг от друга организационно – правовой формой.

Хозяйствующие субъекты можно разделить на две большие группы: юридические лица, которые практически не представлены на российском фондовом рынке. Они могут в своей повседневной практике выпускать такие ценные бумаги, как векселя и чеки. Ко второй группе относятся лица, занимающиеся предпринимательской деятельностью без образования юридического лица. Они могут выпускать все виды ценных бумаг, разрешенных российским законодательством к обращению на территории Российской Федерации, за исключением государственных ценных бумаг.

По направлениям профессиональной деятельности эмитентов можно разделить на следующие основные группы:

1. Промышленные и торговые компании. Промышленные и торговые компании представляют собой большую и достаточно разнородную

группу эмитентов. Наибольший интерес на российском рынке ценных бумаг представляют РАО «Газпром», РАО «ЕЭС России», Мосэнерго, Лукойл.

2. Коммерческие банки длительное время были наиболее авторитетными участниками фондового рынка. Это объяснялось:

- определенными успехами их деятельности в первой половине 90-х годов, что выразилось в стабильных и достаточно высоких дивидендных выплатах по акциям;

- достаточно жестким контролем со стороны Банка России за их деятельностью;

- более высоким профессиональным уровнем специалистов кредитных организаций по сравнению со специалистами других институтов, действовавших на фондовом рынке;

3. Инвестиционные компании и инвестиционные фонды. Инвестиционные компании и фонды в ходе приватизации были наиболее интересным объектом вложения средств населения, главным образом ваучеров. Это обусловило их бурный количественный рост. Однако инвестиционные фонды не оправдали возлагавшихся на них надежд, что в значительной степени было обусловлено неразвитостью фондового рынка, весьма жесткими законодательными ограничениями на правила работы инвестиционных фондов и простой недобросовестностью их руководителей. Инвестиционные фонды не устояли в конкурентной борьбе с инвестиционными компаниями;

4. Страховые компании, пенсионные фонды и прочие институциональные инвесторы практически не были и раньше представлены на российском фондовом рынке.

Эмитентов ценных бумаг можно классифицировать в зависимости от инвестиционной привлекательности выпущенных ими ценных бумаг:

- «Голубые фишки» – ценные бумаги мощных компаний, обладающих высокой кредитоспособностью и имеющих стабильное положение на рынке. На российском фондовом рынке к «голубым фишкам» относятся акции Вымпелком Газпром, ЛУКОЙЛ НК, МТС, Норильский никель ГМК, РАО ЕЭС России, Ростелеком, Сбербанк России, Сибнефть, Сургутнефтегаз;

- «Акции второго эшелона» – ценные бумаги молодых, но достаточно крупных компаний. Они обладают свойствами «голубых фишек», но пользуются меньшим доверием у инвесторов;

- «Центровые» – ценные бумаги эмитентов, которые занимают лидирующие позиции в отрасли и оказывают влияние на курсовую стои-

мость акций остальных эмитентов группы. К таким ценным бумагам относятся акции: РАО «ЕЭС России» и Мосэнерго в энергетической отрасли; РАО «Газпром», Лукойл и Сургутнефтегаз в нефтегазодобывающей отрасли; «Ростелеком» и Московская городская телефонная сеть в телекоммуникационной отрасли и т.п.;

– «Оборонительные акции» – ценные бумаги крупных компаний, выплачивающих высокие дивиденды и имеющих такие инвестиционные качества, которые даже при падающем рынке не допускают отрицательной разницы цен продажи и покупки. На российском фондовом рынке таких акций нет;

– «Гвоздь программы» – ценные бумаги, обладающие высокой ликвидностью. При операциях с ними можно получить высокий даже от небольшого колебания цен;

– «Премиальные акции» – ценные бумаги, являющиеся лидерами по росту курсовой стоимости и имеющие максимальную разницу цен продажи и покупки;

– «Обаятельные акции» – ценные бумаги молодых компаний, близкие по доходности к «премиальным акциям», курсовая стоимость которых быстро повышается в цене;

– «Цикличные акции» – ценные бумаги, доходность по которым меняется синхронно с деловой активностью эмитента;

– «Спящие акции» – ценные бумаги эмитентов, имеющих большой потенциал роста, однако еще не завоевавшие рынок. Акции большого количества российских эмитентов являются «спящими»;

– «Дутые акции» – переоцененные ценные бумаги;

– «Спекулятивные акции» – ценные бумаги эмитентов, недавно появившихся на рынке и не имеющих деловой репутации и истории. Динамику котировок и предполагаемые дивидендные выплаты по таким ценным бумагам весьма трудно прогнозировать. Примером спекулятивного инструмента на российском фондовом рынке были депозитарные свидетельства, или, как их еще называли, «народные ценные бумаги». Правила игры в них определяли организации, запустившие их в оборот. Они и получили от этих инструментов наибольшую прибыль;

– «Неактивные акции» – неликвидные и неинтересные с точки зрения инвестора ценные бумаги. На российском фондовом рынке такие ценные бумаги иногда называют «ботва».

Эмитентов можно классифицировать по политике, которую они проводят на фондовом рынке:

1. активная политика, при которой эмитенты выходят на организованные торговые площадки, инициируют процедуру листинга своих Ценных бумаг и поддерживают их котировку;
2. безразличная, когда эмитент не обращает внимания на свои ценные бумаги;
3. негативная, когда эмитент всячески стремится ограничить обращение своих ценных бумаг на фондовом рынке.

Эмитенты могут отличаться по кругу инвесторов, для которых осуществляется новая эмиссия ценных бумаг:

- акции могут быть выпущены по закрытой подписке для ограниченного круга стратегических инвесторов;
- выпуск акций может быть организован по открытой подписке ориентированной, однако, на ограниченный круг институциональных инвесторов;
- эмиссия акций может быть предназначена для размещения среди большого количества частных инвесторов.

Эмитентов можно разделить по государственной принадлежности:

- резиденты;
- нерезиденты.

4.3. Порядок и процедуры эмиссии ценных бумаг в Российской Федерации

Российское законодательство о рынке ценных бумаг оперирует несколькими, схожими по звучанию, но различными по смыслу, понятиями применительно к процедурам эмиссии ценных бумаг:

- решение о размещении ценных бумаг;
- решение о выпуске ценных бумаг;
- способ размещения ценных бумаг.

Ниже приводятся определения и основные различия между данными понятиями.

Решение о размещении ценных бумаг обозначает вопрос повестки дня общего собрания акционеров или совета директоров, по которому данный орган управления обществом принимает одно из следующих решений:

- учреждение акционерного общества;
- увеличение уставного капитала путем размещения дополнительных акций или путем увеличения номинальной стоимости акций;
- увеличение номинальной стоимости акций за счет погашения ак-

ций с сохранением размера уставного капитала;

- размещение акций определенной категории путем конвертации в них конвертируемых акций другой категории;
- уменьшение уставного капитала путем уменьшения номинальной стоимости акций;
- внесение изменений в устав общества, касающихся предоставляемых по акциям прав;
- консолидация акций или дробление акций;
- размещение облигаций.

Решение о выпуске ценных бумаг представляет собой специальный документ, который утверждается уполномоченным органом компании «на основании и в соответствии с решением о размещении ценных бумаг». Стандарты эмиссии определяют решение о выпуске как «документ, содержащий данные, достаточные для установления объема прав, закрепленных ценной бумагой».

Размещение акций может осуществляться одним из четырех возможных способов:

- распределения среди учредителей при учреждении АО;
- распределения среди акционеров АО;
- подписки;
- конвертации.

В отличие от акций, облигации размещаются только путем:

- подписки;
- конвертации.

Способы размещения различаются следующими характеристиками: источниками оплаты размещаемых ценных бумаг; кругом лиц, среди которых распределяются ценные бумаги; принципом распределения ценных бумаг.

Рис.9. в наглядной форме показывает соотношение понятий «Решение о размещении ценных бумаг» и «Способ размещения ценных бумаг».

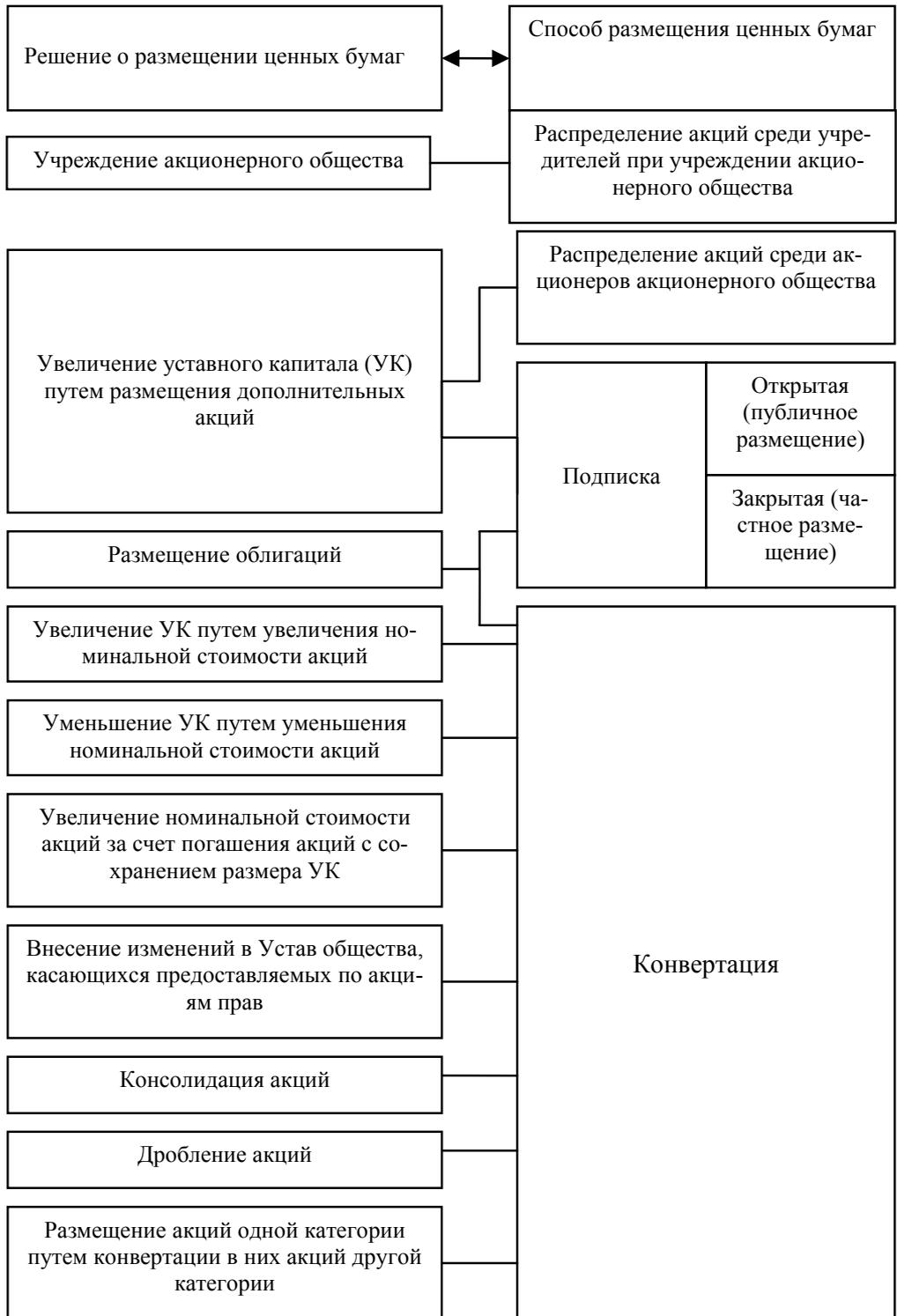


Рис. 9. Соотношение понятий «Решение о размещении ценных бумаг» и «Способ размещения ценных бумаг»

Прежде чем приступить к официальным процедурам эмиссии, занимающим по времени до нескольких месяцев, руководство компании должно составить себе четкое представление о целях предполагаемой эмиссии, последовательности необходимых шагов и законодательных требованиях, предъявляемым к процедурам выпуска ценных бумаг в Российской Федерации.

До того, как приступить к подготовке официальных документов, эмитенту необходимо определить следующие принципиальные вопросы:

- цели планируемой эмиссии ценных бумаг;
- объем средств, который предполагается привлечь с помощью эмиссии (целесообразный объем эмиссии);
- вид и тип выпускаемых ценных бумаг (например, акции, обыкновенные или привилегированные, либо облигации, простые или конвертируемые) и способы их оплаты (например, деньгами или имуществом, другими ценными бумагами);
- целевая группа инвесторов (на кого будет ориентирован выпуск ценных бумаг – акционеров или внешних инвесторов, институциональных или индивидуальных инвесторов);
- способы (например, закрытая или открытая подписка) и места размещения ценных бумаг;
- потенциальные риски и возможные ограничения выпуска.

Для того, чтобы правильно и адекватно решить все эти вопросы, эмитентом разрабатывается Концепция эмиссии ценных бумаг, наличие которой может существенно облегчить последующий процесс эмиссии и регистрации.

Содержание концепции сугубо специфично, но вместе с тем, можно выделить несколько общих требований, которым должна отвечать концепция. Во-первых, цели, условия и предложения, закладываемые в концепцию эмиссии, должны увязываться с общей концепцией и стратегией развития компании.

Во-вторых, концепция эмиссии должна содержать анализ внешних условий, включая состояние и прогноз развития фондового рынка в стране, региональных рынков и торговых площадок, инвестиционный спрос на новые выпуски корпоративных ценных бумаг и т.п.

В-третьих, в концепции должна быть дана характеристика целей эмиссионной политики и ее основных ограничений. К их числу, например, могут относиться такие факторы, как желание существующих владельцев сохранить за собой контрольный пакет акций предприятия, ограничения в отношении цены размещения ценных бумаг и др.

И, наконец, концепция должна содержать развернутое описание и сравнительный анализ различных вариантов осуществления эмиссии, которые могут различаться по размерам и срокам выпуска, видам и категориям выпускаемых ценных бумаг, стратегии размещения эмиссии.

Предварительный анализ «должной добросовестности» также следует провести на ранних этапах подготовки к эмиссии ценных бумаг. В общем виде, данный процесс представляет собой тщательный анализ внутренних документов компании силами самой компании и ее консультантов на предмет их достоверности и соответствия законодательству, а также предусматривает проверку существенных фактов деятельности компании с целью выявления и устранения тех моментов, которые могли бы в будущем воспрепятствовать успешной эмиссии.

Выбор андеррайтера (финансового консультанта) является важной частью процесса подготовки эмиссии ценных бумаг. Андеррайтинг с гарантированными (твердыми) обязательствами – размещение ценных бумаг, при котором андеррайтеры обязуются купить все предлагаемые на продажу ценные бумаги. Опытный андеррайтер может помочь эмитенту не только в определении наиболее реальных и эффективных способов привлечения капитала, уточнении параметров и структуры эмиссии, но и оказать ощутимую практическую помощь на последующих этапах подготовки эмиссии, регистрации и размещения ценных бумаг.

После того, как определены основные параметры эмиссии, проведена внутренняя проверка должной добросовестности и выбран андеррайтер, компания может приступать к официальным процедурам эмиссии ценных бумаг.

Процедура выпуска ценных бумаг представляет собой определенную последовательность действий, нацеленных на размещение ценных бумаг.

В наглядном виде процедура эмиссии ценных бумаг представлена на рис.10.

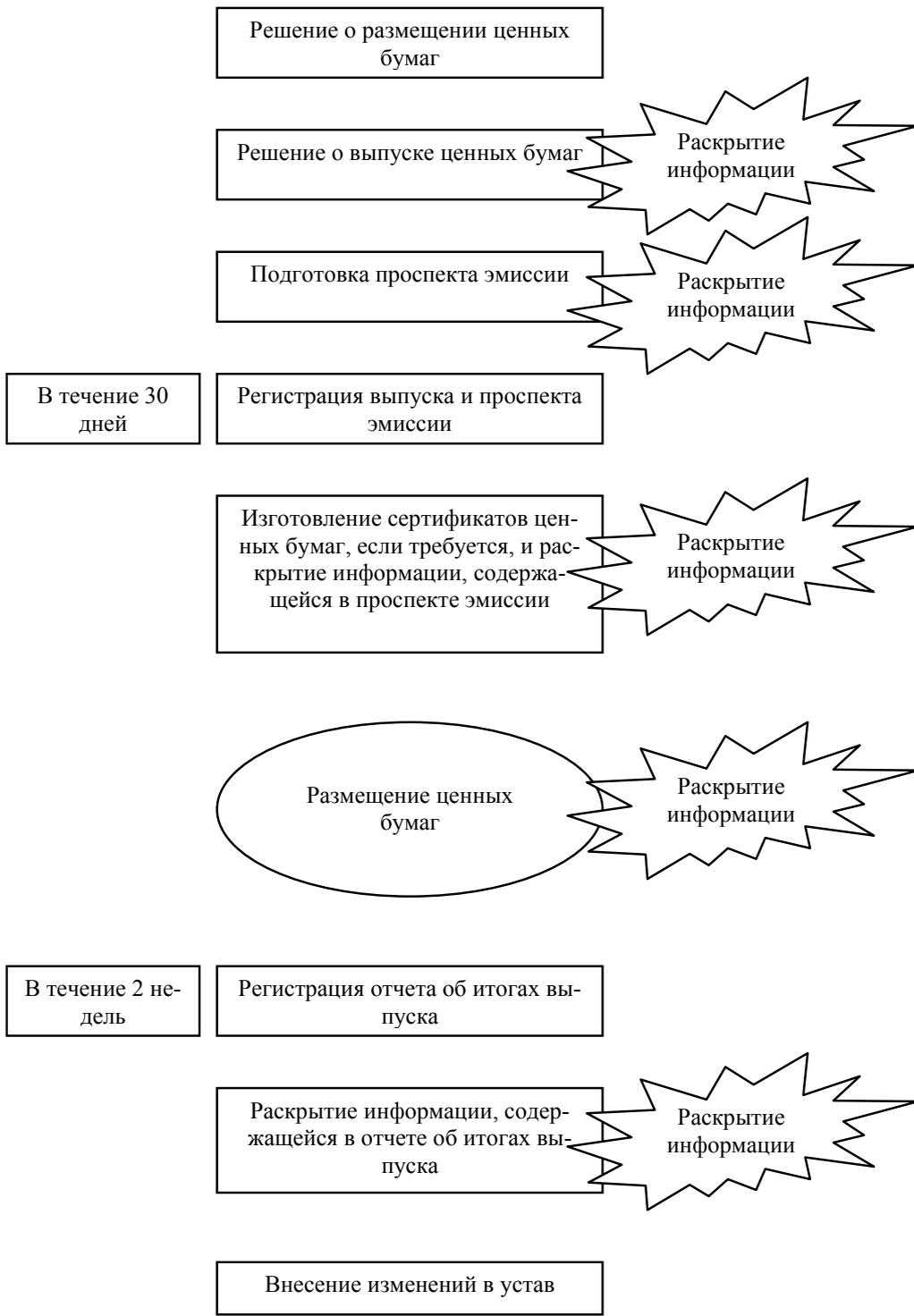


Рис.10. Процедура эмиссии

Рассмотрим поэтапно процедуры и действия, предусмотренные российским законодательством, в связи с эмиссией ценных бумаг, размещаемых путем подписки.

Первым шагом в любой эмиссии ценных бумаг является принятие акционерным обществом решения о размещении ценных бумаг. Данное решение может быть принято общим собранием акционеров или советом директоров (в случае, если такие полномочия предоставлены последнему решением общего собрания акционеров или уставом АО).

Решение о размещении ценных бумаг должно содержать информацию о:

- способе размещения;
- сроке размещения;
- цене (или порядке определения цены) размещения;
- иных условиях размещения ценных бумаг;
- форме и порядке оплаты ценных бумаг.

В соответствии с действующими требованиями по раскрытию информации акционерное общество после принятия решения о размещении ценных бумаг обязано опубликовать в «Приложении к Вестнику ФКЦБ России», официальном печатном органе ФКЦБ, следующие сведения:

- полное наименование эмитента;
- вид (акции, облигации, иные ценные бумаги), категорию (тип) – для акций, серию – для облигаций, и форму размещаемых ценных бумаг;
- орган, принявший это решение, и дату его принятия;
- количество размещаемых ценных бумаг;
- указание на применение или неприменение преимущественного права приобретения;
- сроки и иные условия размещения ценных бумаг (за исключением цены размещения).

Решение о выпуске ценных бумаг, следующий важный этап в процессе эмиссии, должно быть утверждено советом директоров (наблюдательным советом) АО не позднее 6 месяцев с момента принятия решения о размещении ценных бумаг.

Решение о выпуске должно четко определять порядок и условия размещения ценных бумаг, а также порядок реализации закрепленных ценной бумагой прав.

На этом этапе эмитенты публично обращающихся ценных бумаг и эмитенты, регистрация выпусков ценных бумаг которых отнесена к компетенции центрального аппарата ФКЦБ России, обязаны раскрыть информацию об утверждении решения о выпуске ценных бумаг в форме сообщения о существенном факте, затрагивающем финансово – хозяйст-

венную деятельность эмитента. Информация подлежит раскрытию в срок не более 5 рабочих дней со дня составления протокола заседания совета директоров, на котором было утверждено решение о выпуске.

В соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» процедура эмиссии ценных бумаг должна сопровождаться подготовкой и регистрацией проспекта эмиссии ценных бумаг в случаях:

- публичного размещения ценных бумаг среди неограниченного круга владельцев;
- частного размещения ценных бумаг среди заранее известного круга владельцев, число которых превышает 500;
- общий объем эмиссии превышает 50 тысяч минимальных размеров оплаты труда (МРОТ).

Проспект эмиссии ценных бумаг, как и решение о выпуске, утверждается советом директоров (наблюдательным советом) акционерного общества. **Проспект эмиссии содержит существенную информацию об эмитенте и его ценных бумагах:**

1) краткие сведения о лицах, входящих в состав органов управления эмитента, сведения о банковских счетах, об аудиторе, оценщике и о финансовом консультанте эмитента, а также об иных лицах, подписавших проспект;

2) краткие сведения об объеме, о сроках, порядке и об условиях размещения эмиссионных ценных бумаг;

3) основную информацию о финансово-экономическом состоянии эмитента и факторах риска;

4) подробную информацию об эмитенте;

5) сведения о финансово-хозяйственной деятельности эмитента;

6) подробные сведения о лицах, входящих в состав органов управления эмитента, органов эмитента по контролю за его финансово-хозяйственной деятельностью, и краткие сведения о сотрудниках (работниках) эмитента;

7) сведения об участниках (акционерах) эмитента и о совершенных эмитентом сделках, в совершении которых имелась заинтересованность;

8) бухгалтерскую отчетность эмитента и иную финансовую информацию;

9) подробные сведения о порядке и об условиях размещения эмиссионных ценных бумаг;

10) дополнительные сведения об эмитенте и о размещенных им эмиссионных ценных бумагах.

Требования к информации, которая должна быть указана на титульном листе проспекта ценных бумаг, устанавливаются стандартами эмиссии и проспектов ценных бумаг. Проспект ценных бумаг также должен

содержать введение, в котором кратко излагается основная информация, приведенная далее в проспекте ценных бумаг.

Проспект ценных бумаг хозяйственного общества утверждается советом директоров (наблюдательным советом) или органом, осуществляющим в соответствии с федеральными законами функции совета директоров (наблюдательного совета) этого хозяйственного общества. Проспект ценных бумаг юридических лиц иных организационно-правовых форм утверждается лицом, осуществляющим функции исполнительного органа эмитента, если иное не установлено федеральными законами.

Проспект ценных бумаг должен быть подписан лицом, осуществляющим функции единоличного исполнительного органа эмитента, его главным бухгалтером (иным лицом, выполняющим его функции), аудитором и независимым оценщиком, подтверждающими достоверность информации в указанной ими части проспекта ценных бумаг. Проспект ценных бумаг по усмотрению эмитента может быть подписан финансовым консультантом на рынке ценных бумаг, подтверждающим тем самым достоверность и полноту всей информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг, за исключением части, подтверждаемой аудитором и (или) оценщиком.

В случае выпуска облигаций с обеспечением лицо, предоставившее обеспечение, обязано подписать проспект ценных бумаг, подтверждая тем самым достоверность информации об обеспечении.

В случае открытой подписки эмитент обязан опубликовать сообщение о государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, при этом указав порядок доступа любых заинтересованных лиц к информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг, в печатном органе массовой информации, распространяемом тиражом не менее 10 тысяч экземпляров. В случае закрытой подписки, сопровождающейся регистрацией проспекта ценных бумаг, эмитент обязан опубликовать сообщение о государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, при этом указав порядок доступа потенциальных владельцев эмиссионных ценных бумаг к информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг, в печатном органе массовой информации, распространяемом тиражом не менее одной тысячи экземпляров.

В соответствии с российским законодательством все новые выпуски ценных бумаг должны пройти государственную регистрацию. В настоящее время к органам, уполномоченным осуществлять государственную регистрацию выпусков ценных бумаг, относятся:

– Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России) и ее региональные отделения;

- Министерство финансов РФ (Минфин России);
- Центральный банк РФ (Банк России).

Крупнейшие российские компании – эмитенты, перечень которых устанавливается и время от времени пересматривается ФКЦБ России, обязаны регистрировать свои выпуски эмиссионных ценных бумаг в центральном аппарате Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, а остальные корпоративные эмитенты (не являющиеся кредитными учреждениями) в соответствующих региональных отделениях (РО) ФКЦБ в зависимости от региона местонахождения компании.

В соответствии с существующим разделением полномочий Министерство финансов РФ осуществляет регистрацию выпусков ценных бумаг правительства РФ, субъектов РФ и муниципальных образований, страховых компаний, а также выпусков ценных бумаг, осуществляемых с целью реструктуризации задолженности перед федеральным бюджетом.

Центральный банк РФ осуществляет регистрацию выпусков эмиссионных ценных бумаг кредитных учреждений.

Эмитент имеет право начинать размещение эмиссионных ценных бумаг только после государственной регистрации их выпуска.

Количество размещаемых эмиссионных ценных бумаг не должно превышать количества, указанного в решении о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг.

Для регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг эмитент должен представить в регистрирующий орган следующие документы, предусмотренные Стандартами эмиссии (общее количество таких документов может достигать 20 в зависимости от характера выпуска).

Документы представляются на государственную регистрацию не ранее одного месяца после раскрытия информации о принятом решении о размещении ценных бумаг, но не позднее трех месяцев с даты утверждения решения об их выпуске. При этом в регистрирующий орган представляются документы, подтверждающие факт опубликования сообщения о принятом решении о размещении ценных бумаг.

После получения документов регистрирующий орган (ФКЦБ или ее соответствующее региональное отделение) рассматривает их и, где это необходимо, вносит свои комментарии по поводу раскрытия информации и просит пояснить некоторые моменты. Процесс ответа на запросы о разъяснениях ФКЦБ может занять некоторое время до тех пор, пока ФКЦБ не получит ответы на свои запросы и не будут сделаны необходимые изменения в проспекте эмиссии.

Регистрирующий орган обязан осуществить регистрацию выпуска ценных бумаг или принять мотивированное решение об отказе в регистрации не позднее 30 дней с даты представления всех документов. Однако,

если представлены не все документы или имеются иные серьезные замечания, регистрирующий орган вправе по своему усмотрению, не отказывая в регистрации выпуска ценных бумаг, предоставить возможность эмитенту исправить допущенные нарушения. В таком случае датой представления документов для государственной регистрации выпуска ценных бумаг будет считаться дата представления исправленных и/или дополненных документов. Соответственно общий срок регистрации выпуска ценных бумаг займет не 30 дней, а более длительное время.

С момента представления в регистрирующий орган всех необходимых документов на регистрацию, эмитент и андеррайтеры имеют право предлагать приобрести ценные бумаги их возможным приобретателям при условии, что такие предложения не предназначены для неопределенного круга лиц, а адресованы конкретным лицам. При этом в случае размещения ценных бумаг путем подписки возможным приобретателям должны предлагаться для ознакомления представленные в регистрирующий орган решение о выпуске и проспект эмиссии ценных бумаг, на титульном листе каждого из которых должен содержаться текст следующего содержания: «Ценные бумаги, указанные в настоящем решении о выпуске ценных бумаг (проспекте эмиссии ценных бумаг), составляют выпуск, не прошедший государственную регистрацию, в его государственной регистрации может быть отказано. Настоящее решение о выпуске ценных бумаг (проспект эмиссии ценных бумаг) может измениться. Сделки с ценными бумагами до государственной регистрации выпуска ценных бумаг запрещены».

Изготовление сертификатов ценных бумаг в случае их выпуска в документарной форме является чисто технической операцией и поэтому выходит за рамки рассмотрения данного пособия. Кроме того, уместно отметить, что в последнее время на мировых фондовых рынках наблюдается тенденция к отказу большинства эмитентов от выпуска ценных бумаг в документарной форме в пользу более современной и прогрессивной формы бездокументарной.

После регистрации выпуска начинается ответственный период продвижения ценных бумаг на рынок и их продажи. Среди традиционных маркетинговых методов продажи ценных бумаг можно отметить публикации в печати, объявления через электронные средства массовой информации, организацию встреч с профессиональными участниками рынка ценных бумаг, финансовыми аналитиками, потенциальными инвесторами, а также участие в специализированных выставках и проведение выездных презентаций (Road show).

В рамках маркетинговых мероприятий андеррайтер, участвующий в размещении ценных бумаг, может организовать серию выездных встреч

для продвижения ценных бумаг на рынок. Их цель – продемонстрировать потенциал компании и эффективность менеджмента компании. Роуд-шоу включают следующие мероприятия:

- встречи с ответственными лицами синдиката андеррайтеров;
- групповые встречи с институциональными инвесторами;
- индивидуальные встречи с институциональными инвесторами;
- встречи с финансовыми аналитиками.

Выездные презентации считаются и на деле являются сложным и ответственным мероприятием, в ходе которого серьезной проверке и испытанию подвергаются профессионализм и выдержка руководства компании.

Среди прочих перспективных методов маркетинга ценных бумаг следует отметить использование Интернета с помещением информации о новом выпуске ценных бумаг как на собственном «сайте» эмитента, если таковой имеется, так и на «сайте» его андеррайтера (финансового консультанта).

Следует иметь в виду, что размещение ценных бумаг нельзя начинать ранее, чем через две недели после раскрытия информации о регистрации выпуска ценных бумаг и обеспечения всем потенциальным приобретателям возможности доступа к информации о нем. Стандарты эмиссии ФКЦБ уточняют, что это правило действует в случае размещения ценных бумаг путем открытой подписки, а также, что двухнедельный срок отсчитывается с момента раскрытия информации о регистрации выпуска ценных бумаг.

Размещение ценных бумаг путем подписки осуществляется в течение срока, указанного в зарегистрированном решении о выпуске ценных бумаг, который не может превышать одного года со дня утверждения решения о выпуске.

Информация о цене размещения ценных бумаг может раскрываться в день начала размещения ценных бумаг.

Объявление открытой подписки на ценные бумаги признается публичной офертой – предложением любому лицу, изъявившему желание, приобрести ценные бумаги на условиях, установленных в зарегистрированном решении о выпуске ценных бумаг, действующим в течение всего срока размещения ценных бумаг. Лица, пожелавшие принять указанное предложение, должны в течение срока размещения ценных бумаг в установленном порядке известить об этом эмитента или андеррайтера (в случае, если размещение ценных бумаг по поручению эмитента осуществляется андеррайтером).

После истечения срока размещения ценных бумаг, указанного в решении о выпуске, а в случае, если все ценные бумаги были размещены до

истечения этого срока, – после размещения последней ценной бумаги этого выпуска, эмитент обязан в течение двух недель опубликовать в «Приложении к Вестнику ФКЦБ» сообщение об итогах размещения ценных бумаг с указанием: вида и типа размещавшихся ценных бумаг; органа, осуществившего государственную регистрацию выпуска ценных бумаг, регистрационного номера и даты регистрации; даты фактического начала и окончания размещения ценных бумаг; количества фактически размещенных ценных бумаг; фактической цены размещения; доли размещенных ценных бумаг; сведений о крупных и заинтересованных сделках по размещению ценных бумаг.

После раскрытия информации о завершении размещения ценных бумаг эмитент должен представить в регистрирующий орган на регистрацию отчет об итогах выпуска ценных бумаг, утвержденный советом директоров или другим уполномоченным органом акционерного общества. Отчет об итогах выпуска ценных бумаг, размещенных путем подписки, должен представляться: не позднее 30 дней после истечения фактического или установленного в решении о выпуске срока размещения ценных бумаг, но не ранее чем через две недели после раскрытия информации о завершении размещения ценных бумаг.

В отчете об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг должна быть указана следующая информация:

- даты начала и окончания размещения ценных бумаг;
- фактическая цена (цены) размещения ценных бумаг;
- количество размещенных ценных бумаг;
- доля размещенных и не размещенных ценных бумаг выпуска;
- общий объем поступлений за размещенные ценные бумаги;
- о сделках, признаваемых федеральными законами крупными сделками и сделками, в совершении которых имеется заинтересованность, которые совершены в процессе размещения ценных бумаг.

Для акций в отчете об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг наряду с перечисленной выше информацией, дополнительно указывается список владельцев пакетов эмиссионных ценных бумаг, размер которых определяется федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Уведомление об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг должно содержать наряду с перечисленной выше информацией, наименование и место нахождения фондовой биржи, на которой осуществлен листинг размещенных эмиссионных ценных бумаг и дату листинга размещенных эмиссионных ценных бумаг.

Регистрирующий орган рассматривает отчет об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг в двухнедельный срок и при отсутствии связанных с эмиссией ценных бумаг нарушений регистрирует его. Регистрирующий орган отвечает за полноту зарегистрированного им отчета.

Регистрирующий орган обязан в течение двухнедельного срока зарегистрировать отчет или дать мотивированный отказ в его регистрации. В случае отказа в регистрации отчета выпуск ценных бумаг признается несостоявшимся, а полученные в оплату ценных бумаг средства возвращаются приобретателям ценных бумаг.

Закрытие сделки является последним этапом в процессе выпуска и размещения ценных бумаг. Это тот этап, на котором все необходимые официальные процедуры уже завершены и стороны, принимавшие участие в сделке, осуществляют между собой окончательные расчеты деньгами и ценными бумагами.

В тех случаях, когда выпуск ценных бумаг приводит к изменениям в условиях и принципах, определяемых уставом акционерного общества, например, увеличение размера уставного капитала, компания – эмитент обязана внести соответствующие изменения в свои уставные документы после завершения размещения ценных бумаг.

Выпуск и публичное размещение ценных бумаг связаны со значительными расходами. Среди основных затрат можно отметить комиссионное вознаграждение, выплачиваемое андеррайтеру (комиссия андеррайтера), налог на операции с ценными бумагами, оплату услуг аудитора, юридического консультанта, типографские (печатные), почтовые расходы и прочие.

Андеррайтер при установлении размера комиссии обычно принимает во внимание следующие основные факторы:

- размер выпуска и «качество» предлагаемых ценных бумаг;
- вид размещаемых ценных бумаг;
- тип андеррайтинга (на условиях «максимальных усилий» (Best efforts underwriting) – договоренность, при которой андеррайтеры обязуются приложить максимум усилий для пропуска при регистрации (а точнее до подачи документов на государственную регистрацию) или твердых обязательств).

В настоящее время многие российские компании зачастую самостоятельно выполняют функции андеррайтера либо пользуются услугами профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся аффилированными структурами эмитента. Это помогает существенно сократить расходы, связанные с выпуском ценных бумаг. Помимо комиссии андеррайтера, эмитенты вынуждены нести значительные расходы, свя-

занные с регистрацией выпуска ценных бумаг. В соответствии с федеральным законодательством эмитенты обязаны уплачивать налог на операции с ценными бумагами в размере 0,8 % от номинальной стоимости их выпуска.

Кроме того, эмитенты, регистрирующие выпуски ценных бумаг в Московском региональном отделении ФКЦБ, должны также уплачивать местный сбор за регистрацию решения о выпуске и отчета об итогах выпуска ценных бумаг в размере 10 МРОТ за каждое.

Среди прочих возможных расходов – оплата услуг юридического консультанта, аудиторской фирмы, депозитария, фондовой биржи, платежного агента, типографские и почтовые расходы и т.д. Общая сумма этих расходов может существенно колебаться в зависимости от обстоятельств.

И, наконец, компания – эмитент может нести после завершения публичного размещения ценных бумаг существенные расходы, связанные с ее статусом публично котируемой компании. Например, ежегодные биржевые взносы, затраты на поддержание связей с общественностью (public relations), взаимоотношений с акционерами, составление ежеквартальных отчетов и т.д.

4.4. Правила и процедуры листинга в Российской Федерации

Привлечение капитала через фондовую биржу является одним из способов достижения этой цели.

К обращению на фондовой бирже допускаются ценные бумаги в процессе размещения и обращения, прошедшие предусмотренную законодательством процедуру эмиссии и включенные фондовой биржей в список ценных бумаг, допускаемых к обращению на бирже в соответствии с ее внутренними правилами.

К торгам на бирже могут быть допущены любые виды ценных бумаг, выпущенные российскими или иностранными эмитентами, если их выпуск и обращение осуществляется в соответствии с действующим российским законодательством.

Совокупность ценных бумаг, допущенных к торгам на бирже, состоит из двух секторов:

- ценные бумаги, прошедшие процедуру листинга и включенные в котировальные листы биржи;
- ценные бумаги, допущенные к обращению на бирже без включения в котировальные листы биржи, или внесписочные ценные бумаги.

Ценные бумаги, включенные в котировальные листы биржи, проходят официальную процедуру листинга, включающую в себя экспертизу эмитента и ценных бумаг. Ценные бумаги, прошедшие листинг – это ценные бумаги первого эшелона, высоколиквидные финансовые инструменты первоклассных эмитентов (т.н. «голубые фишки»).

Отдельные общие требования к правилам листинга установлены Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг в Постановлении от 16.11.98 г. №49 «О требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг». Однако конкретные правила допуска к обращению и исключения из обращения ценных бумаг регулируются внутренними документами бирж, подлежащими, наряду с прочими документами, утверждению в ФКЦБ России.

С точки зрения эмитента включение его ценных бумаг в листинг фондовой биржи имеет ряд положительных аспектов:

- получив для своих бумаг доступ на биржу, компания приобретает при этом доступ к большому числу потенциальных инвесторов;
- публичное размещение ценных бумаг на фондовой бирже подразумевает увеличение капитала, которое компания может использовать на нужды развития;
- более жесткие требования к раскрытию информации и более активные связи с общественностью привлекают интерес средств массовой информации, в результате чего возрастает известность компании;
- ценные бумаги, прошедшие процедуру листинга, обычно более ликвидны, чем внесписочные ценные бумаги;
- котировки ценных бумаг, обращающихся на бирже, обычно публикуются в специализированных газетах и журналах, что придает дополнительную наглядность и известность котироваемым компаниям;
- компании, прошедшие листинг, постоянно находятся в поле зрения фондовых аналитиков и рейтинговых агентств, поэтому могут пользоваться преимуществами, такими, как престиж, более выгодные условия получения кредитов в банках и т.д.

В настоящее время среди основных организаторов торговли на рынке ценных бумаг в России можно назвать Московскую межбанковскую валютную биржу (ММВБ), Российскую торговую систему (РТС), Московскую фондовую биржу (МФБ) и Санкт-Петербургскую фондовую биржу (СПФБ).

Правила листинга, устанавливаемые ФКЦБ и организаторами торговли, содержат следующие виды требований к ценным бумагам и их эмитентам:

- правила допуска к обращению (т.е. первоначальные требования, которые должна выполнить компания для включения ее ценных бумаг в котировальный лист);
- текущие требования, в том числе по раскрытию информации (т.е. требования, предъявляемые к эмитентам ценных бумаг, прошедших листинг).

Как уже отмечалось, для прохождения процедуры листинга в обязательном порядке должны быть выполнены требования ФКЦБ, а также дополнительные требования и условия, предъявляемые организатором торговли к эмитентам ценных бумаг. Среди таких требований обычно встречаются следующие:

Обязательные требования ФКЦБ:

- минимальный размер чистых активов;
- минимальный срок осуществления деятельности компании;
- минимальное количество акционеров эмитента – акционерного общества;
- минимальная среднемесячная сумма сделок с ценными бумагами за период (после включения в листинг);

Возможные дополнительные требования организаторов торговли:

- минимальное количество ценных бумаг в свободном обращении;
- безубыточность баланса компании в течение нескольких последних лет;
- требования к «корпоративному построению» эмитента (например, отсутствие ограничений на переоформление прав собственности на ценные бумаги и допуск акционеров на общие собрания акционеров);
- наличие аудированной финансовой отчетности;
- наличие финансовой отчетности по международным стандартам;
- наличие маркет – мейкеров, поддерживающих рынок ценных бумаг эмитента.

При получении допуска к обращению ценных бумаг на бирже эмитент, как правило, вынужден уплачивать определенные сборы, в том числе:

- разовые (первоначальные) сборы (например, за проведение экспертизы ценных бумаг и их включение в котировальный лист биржи);
- ежегодные сборы;
- прочие взносы.

Контрольные вопросы:

1. Что представляет собой эмиссия ценных бумаг?

2. Перечислите виды эмитентов.
3. Опишите процедуру эмиссии.
4. Опишите процедуру листинга.

5. Инвесторы на рынке ценных бумаг и инвестиционный процесс

5.1. Характеристика инвесторов рынка ценных бумаг

Инвесторы представляют тех участников фондового рынка, которые являются источником инвестиционных средств.

Инвесторы отличаются стратегией и тактикой действий на фондовом рынке. По стратегии действий инвесторы делятся на стратегических и институциональных инвесторов и спекулянтов, по тактике – на рискованных, умеренных и консервативных.

Большинство инвесторов наверняка согласятся с утверждением, что их задача – заработать как можно больше денег, несмотря на то, что инвестиции, обещающие более высокие ожидаемые ставки доходности, связаны с более высоким риском. В этом и заключается компромисс (баланс) между доходностью и риском.

Понятия "риск" и "ожидаемая доходность" нелегко определить. Эти показатели сложно поддаются точному измерению. Каждому активу приущ уникальный комплекс характеристик риска и доходности.

Выбор инвесторами тех или иных инвестиций определяется их готовностью жертвовать ожидаемой доходностью во имя снижения риска. Готовность инвестора принять на себя повышенный риск, обеспечивающий ему повышенную ожидаемую доходность, называем его склонностью к риску (*risk tolerance*). Аналогично, отношение инвестора к риску можно описать с помощью понятия нерасположенность к риску (*risk aversion*), т.е. нежелание принимать на себя риск. Многие профессиональные инвесторы выбирая инвестиции от имени своих клиентов, осуществляют выбор определенного сочетания "риск – доходность" для своих клиентов.

Таким образом, естественным было бы начать изучение инвестиционного процесса с указания целей соответствующего инвестора: требование к доходности (*return requirement*) и склонность к риску (*risk tolerance*). Затем инвестор должен привести эти цели в соответствие с ре-

альными возможностями, поскольку любой инвестор действует в условиях определенных ограничений.

Виды инвесторов:

- индивидуальные инвесторы самостоятельно управляют своими инвестициями с целью извлечения прибыли и минимизации уровня риска;
- профессиональные инвесторы предоставляют – за определенную плату – услуги, связанные с управлением инвестициями.

Институциональные инвесторы – это портфельные инвесторы, т.е. инвесторы, которые формируют портфель ценных бумаг, основываясь на фундаментальном прогнозе поведения их котировок в долгосрочном и среднесрочном плане, а затем управляют этим портфелем (продают и покупают ценные бумаги).

Личные трасты (personal trust) создаются, когда какое-либо лицо передает юридическое право на собственность другому лицу или учреждению, которое управляет этой собственностью от имени одного или нескольких бенефициаров. Держатель этого права называется доверительным собственником, или попечителем (trustee). Доверительным собственником, как правило, является какой-либо банк, юрист или специалист по инвестициям.

Вследствие фидуциарной (т.е. основанной на доверии) ответственности, которая лежит на менеджерах личных трастов, считается, что они отличаются от индивидуальных инвесторов большей нерасположенностью к риску при осуществлении инвестиций. Определенные классы активов, например опционы и фьючерсные контракты, а также стратегии, такие как короткие продажи (рассчитанные на понижение курса соответствующих ценных бумаг) или покупка с маржей (предполагающая заимствование в сумме до 50% покупной цены), вообще исключаются.

При анализе единства и различий между трастом и доверительным управлением следует руководствоваться тем обстоятельством, что при доверительном управлении (при передаче имущества учредителем доверительному управляющему) право собственности продолжает оставаться за учредителем управления. Трансформация трастовых отношений в доверительное управление происходила по той причине, что при трасте доверительный собственник, получив в управление имущество, имел неограниченное право на управление и распоряжение имуществом.

Определим термины, понятия, объекты, условия, учет и организацию операций по доверительному управлению имуществом банком:

- 1) учредитель управления это собственник имущества или другие лица в соответствии с законами РФ;

2) доверительный управляющий – кредитная организация или, когда кредитная организация выступает в роли учредителя управления, индивидуальный предприниматель или коммерческая организация, за исключением унитарного предприятия;

3) выгодоприобретатель – лицо, в интересах которого доверительный управляющий осуществляет управление имуществом, например, в интересах учредителя управления или какого-либо третьего лица.

Трастовые операции осуществляются на основе согласованного договора, по которому учредитель управления передает доверительному управляющему имущество на конкретный срок, под определенные условия в интересах учредителя управления или указанного им какого – либо лица в форме выгодоприобретателя. Созданное имущество в банке может работать в двух вариантах: в индивидуальном и объединенном вариантах. При индивидуальном управлении фондом имущество данного учредителя не объединяется с имуществом других учредителей, а при объединенном управлении имущества разных лиц объединяются в общий фонд банковского управления (ОФБУ).

В качестве объектов доверительного управления, которые принадлежат субъектам РФ на правах собственности, могут быть:

- валюта РФ и иностранная валюта;
- ценные бумаги;
- драгоценные металлы;
- камни;
- производные финансовые инструменты.

Взаимные фонды (mutual funds) – это фирмы, которые управляют денежными средствами, полученными от индивидуальных инвесторов. Эти накопленные денежные средства взаимные фонды инвестируют в соответствии со своими целями, выпуская акции, которые обеспечивают инвесторам право на пропорциональную часть дохода, полученного фондом.

Пенсионные фонды система взносов в пенсионный фонд представляет собой, по сути, сберегательные счета, учрежденные фирмой для своих сотрудников. Работодатель отчисляет проценты на эти счета, однако весь риск, связанный с инвестиционной эффективностью соответствующего фонда, возлагается на сотрудника фирмы. Задача выбора того или иного управления активами целиком возлагается на сотрудника фирмы, который может выбрать наиболее подходящий для размещения своих активов инвестиционный фонд (среди множества таких фондов). Инве-

стиционные доходы в таких пенсионных планах не подлежат налогообложению до тех пор, пока из них не начнут изыматься денежные средства (как правило, это происходит после выхода владельца пенсионного счета на пенсию).

Компании, занимающиеся страхованием жизни. Эти компании, как правило, инвестируют с целью хеджирования своих долговых обязательств, которые определяются страховыми полисами, выписываемыми этими компаниями. Компания может снизить свой риск, инвестируя в активы, которые обеспечат большую доходность в случае, если покрытие страховых полисов окажется более дорогостоящим.

Компании, занимающиеся страхованием ущерба. Эти компании (например, страховщики имущества или страховщики от несчастных случаев) располагают средствами для инвестирования главным образом потому, что проводят выплаты по искам после того, как будут собраны страховые премии. Как правило, компании, занимающиеся страхованием ущерба, весьма консервативны в своем отношении к риску.

Общим в целях пенсионных планов и страховых компаний является необходимость хеджирования предсказуемых долгосрочных обязательств. Инвестиционные стратегии, как правило, предполагают хеджирование этих обязательств облигациями с разными сроками погашения.

Банки. Большинство банковских инвестиций – это ссуды, предоставляемые компаниям и потребителям, а их обязательства – это в основном деньги на счетах их вкладчиков. Как инвесторы, банки стремятся сбалансировать риски активов и долговых обязательств, зарабатывая в то же время прибыль за счет спреда между процентными ставками по ссудам и займам. Разница между процентом, взимаемым с заемщика, и процентной ставкой, выплачиваемой банком по своим обязательствам, называется банковским процентным спредом.

По традиции значительная часть ссудного портфеля ссудосберегательных учреждений отводилась ипотечному кредиту. Как правило, ипотечный кредит выдается на срок от 15 до 30 лет, т.е. на срок, более продолжительный, чем срок погашения "средних" обязательств. Таким образом, на прибыль влиял риск процентных ставок. Когда эти ставки повышались, сберегательным учреждениям приходилось выплачивать своим вкладчикам повышенные ставки, в то время как доход от их долгосрочных инвестиций носил относительно фиксированный характер.

Благотворительные фонды финансируются за счет пожертвований, получаемых от одного или нескольких спонсоров, и, как правило, ими управляют образовательные, культурные и благотворительные организа-

ции или независимые фонды, учрежденные исключительно для выполнения строго определенных целей данного благотворительного фонда. Инвестиционные цели любого благотворительного фонда заключаются в создании устойчивого потока доходов, характеризующегося весьма умеренной степенью риска. Однако при изменении обстоятельств попечители благотворительного фонда могут определять для него и другие цели.

Ограничения определяются обстоятельствами конкретного инвестора, однако бывает и так, что ограничения налагаются извне. Например, банки и трасты действуют в рамках законодательных ограничений на типы активов, которые могут составлять их портфели. Наконец, некоторые ограничения, по сути, являются самоограничениями. Так, термин "социально ответственное инвестирование" означает, что инвесторы избегают покупки акций фирм, замеченных в тех или иных неблагоприятных поступках.

Ликвидность (liquidity) – это скорость и легкость, с которой можно продать по "справедливой" цене тот или иной актив. По сути, ликвидность отражает взаимосвязь между временным измерением (сколько потребуется времени, чтобы продать) и ценовым измерением (скидка со "справедливой" рыночной цены) того или иного инвестиционного актива.

Инструменты денежного рынка, такие как казначейские и корпоративные векселя (когда спред цен покупки и продажи составляет доли процента), – самые ликвидные активы, а наименее ликвидные – недвижимость.

Инвестиционный горизонт – это запланированная дата окончания срока действия инвестиции, т.е. ее ликвидации. Горизонт необходимо учитывать инвесторам, которые выбирают подходящие для себя активы из совокупности активов, характеризующихся различными сроками погашения. Например, срок погашения определенной облигации может сделать ее более привлекательной инвестицией для инвестора, если этот срок совпадает с моментом, когда инвестору понадобятся деньги.

5.2. Инвестиционная политика

Инвестиционная политика должна отражать соответствующий профиль "риск – доходность", а также потребности в ликвидности, прибыли и налогообложении.

Первое решение, которое должен принять инвестор, решение о распределении активов, к числу которых относятся:

- 1) активы денежного рынка (денежные эквиваленты);

- 2) ценные бумаги с фиксированным доходом (главным образом, облигации);
- 3) акции;
- 4) облигации;
- 5) недвижимость;
- 6) драгоценные металлы и другие товары.

Лишь после определения общих классов активов, которые предполагается включить в портфель, можно приступить к выбору конкретных видов ценных бумаг для этого портфеля.

Затем необходимо повторно сбалансировать портфель.

Общая черта крупных организаций – наличие комитета по инвестициям и некоторой совокупности активов. В состав комитета по инвестициям входят высшие менеджеры, старшие менеджеры портфеля и старшие аналитики ценных бумаг. Комитет по инвестициям определяет инвестиционную политику и проверяет, в какой мере действия менеджеров портфеля и аналитиков ценных бумаг "вписываются" в рамки указанной инвестиционной политики. Основная обязанность комитета по инвестициям – трансформация целей и ограничений данной компании в определенную совокупность активов, которая представляет собой утвержденный перечень активов для каждого из портфелей компании.

Высшее руководство определяет политику портфеля в целом, разрабатывая рекомендации по распределению активов. Менеджеры портфеля (нижний уровень), принимая решения по выбору конкретных ценных бумаг, определяют детали.

Одно из решений, которое приходится принимать всем инвесторам (как индивидуальным, так и институциональным), касается степени активного и пассивного управления портфелем. Пассивное управление основывается на предположении, что курсы ценных бумаг, как правило, близки к своим "справедливым" уровням. Вместо того чтобы тратить время и другие ресурсы на попытки "перехитрить рынок", т.е. найти ценные бумаги с заниженными курсами и чрезвычайно привлекательными соотношениями "риск-доходность", инвестор просто предполагает, что он в любом случае получит справедливую компенсацию за риск, который он готов принять на себя, и выбирает портфель, соответствующий своей склонности к риску.

Методы пассивного управления могут применяться как к выбору ценных бумаг, так и к распределению активов. В отношении распределения активов пассивное управление означает лишь то, что в ответ на изменение ожиданий, связанных с эффективностью тех или иных рынков,

менеджер продолжает придерживаться своих "обычных" пропорций, отводимых в портфеле различным классам активов. Эти "обычные" пропорции базируются на целевых показателях доходности и риска соответствующего инвестора.

В отличие от пассивных стратегий, активное управление предполагает способность одного инвестора прогнозировать поведение рынка точнее остальных инвесторов и выявлять такие ценные бумаги или классы активов, которые в ближайшем будущем обеспечат наивысшую доходность. Активный выбор ценных бумаг для институциональных инвесторов, как правило, предполагает выполнение следующих двух этапов: анализ ценных бумаг и выбор портфеля. Финансовые аналитики специализируются на конкретных отраслях и компаниях; они готовят оценки закрепленных за ними ниш рынка. Затем менеджеры портфеля просматривают отчеты всех своих аналитиков. Решения менеджеров портфеля, касающиеся распределения активов, основываются на прогнозах ситуации на рынке, а выбор конкретных ценных бумаг, которые будут включены в каждый класс активов, основывается на рекомендациях аналитиков ценных бумаг.

Рассмотрим основные типы инвесторов, их стратегию поведения на фондовом рынке, характер взаимодействия между собой.

Стратегические инвесторы вполне определенные и специфические задачи. Их первая задача состоит в получении полного контроля над интересующей их компанией. После того как этот контроль достигнут, на первое место выдвигается получение прибыли. Эту задачу можно достичь, используя различные способы, среди которых основными являются следующие:

1) Осуществление эффективного управления предприятием, модернизация его технологического процесса и выпуск новой, конкурентоспособной продукции. Прибыль в этом случае будет обусловлена производственной деятельностью приобретенной компании.

2) Повышение инвестиционной привлекательности ценных бумаг компании. Начало реализации перспективных инвестиционных проектов приводит к росту курсовой стоимости ценных бумаг компании.

3) Дробление приобретенного акционерного общества на более мелкие компании. При этом владелец имеет возможность выделить экономически убыточные компании и осуществить их банкротство. Сосредоточив основные усилия на прибыльных компаниях и улучшив их финансово-экономическое положение, стратегический инвестор повышает курсовую стоимость акций этих компаний и имеет возможность продать принадлежащие ему ценные бумаги, получив прибыль на курсовой разнице.

4) Осуществление процедуры банкротства приобретенной компании. Прибыль стратегическим инвестором в этом случае может быть получена из других источников: либо процедурой банкротства устранен конкурент, либо использовано выгодное местоположение приобретенной компании (освобождается место после ее банкротства) и т.п.

Стратегический инвестор, решая вопросы повышения экономической эффективности компании, может, используя методы фондового рынка, решить ряд задач, основные из которых следующие:

1) Привлечение денежных средств для реализации инвестиционных проектов. Эта задача может быть решена эмиссией акций, облигаций или других долговых ценных бумаг.

2) Оптимизация финансовых потоков в технологическом цикле работы эмитента. Одним из способов такой оптимизации является выпуск векселей.

3) Создание положительного облика с использованием возможностей рынка ценных бумаг. Для этого необходимо создание ликвидного рынка ценных бумаг и повышение капитализации компании;

4) Сохранение и усиление контроля над компанией, ее дочерними и зависимыми организациями.

Степень влияния акционера на деятельность акционерного общества зависит от количества акций, принадлежащих его владельцу. Согласно российскому законодательству обладание определенным количеством акций (в процентном отношении от величины оплаченного уставного капитала общества) предоставляет инвестору различные права. В основном эти права оговорены в Федеральном законе № 208-ФЗ «Об акционерных обществах», который был принят Государственной Думой 24 ноября 1995 г. и подписан Президентом РФ 26 декабря 1995 г.

Следует отметить, что с ростом величины пакета акций их владелец имеет все права акционеров с меньшим пакетом акций и, кроме того, приобретает некоторые новые права.

Значительный пакет акций, принадлежащий стратегическому инвестору, представляет собой определенную финансовую ценность причем зачастую довольно значительную. Замораживать данный капитал представляется финансово нецелесообразным, поэтому решение вопроса удешевления контроля над акционерным обществом является актуальной задачей при значительных размерах пакета акций.

Институциональные инвесторы. В отличие от стратегических институциональные инвесторы ставят перед собой задачу получения полного контроля над акционерным обществом. Их действия на фондовом рынке состоят в том, чтобы, используя методы фундаментального анализа, удачно сформировать инвестиционный портфель и затем управлять этим

портфелем (покупать и продавать ценные бумаги, принимать на общих собраниях акционеров решения, которые приводили бы к росту курсовой стоимости ценных бумаг), получая прибыль. Пакеты акций одного акционерного общества, которые могут держать в своем портфеле институциональные инвесторы, обычно не превышают 20% от его уставного капитала. Поэтому институциональным инвесторам оказывать прямое воздействие на деятельность акционерного общества достаточно затруднительно. Они могут проводить свое влияние через решения, принимаемые общим собранием акционеров. От того, какие решения будут приняты общим собранием акционеров и кто их будет проводить в жизнь, зависит инвестиционная привлекательность ценных бумаг акционерного общества, а значит, и их курсовая стоимость.

Итак, основными группами инвесторов на фондовом рынке являются стратегические и институциональные инвесторы. Стратегические инвесторы ставят своей целью добиться управляемости акционерного общества. Институциональные инвесторы стремятся повысить инвестиционную привлекательность его ценных бумаг. В качестве институциональных инвесторов обычно выступают:

- коммерческие банки;
- инвестиционные фонды, паевые инвестиционные фонды и инвестиционные компании;
- страховые компании и пенсионные фонды.

При этом работа по размещению активов, принадлежащих институциональным инвесторам, происходит по двум направлениям:

- выбор типа актива, который будет использоваться для формирования инвестиционного портфеля;
- определение объема средств, которые будут вкладываться в каждый тип акций.

Суть формирования портфеля состоит в определении групп активов, которые будут независимо реагировать на изменение ситуации на Фондовом рынке (например, облигации являются низкодоходным финансовым инструментом в период инфляции, в то время как недвижимость, наоборот, растет в цене).

При классическом подходе к формированию инвестиционного портфеля используются следующие основные принципы:

- необходимо придерживаться долгосрочных перспектив в определении размера портфеля, избегая попыток точно определять ситуацию на рынках;
- при управлении крупными пулами активов необходимо иметь в виду, что функционирование институционального инвестора само может

влиять на состояние рынка;

– владение политической, экономической и финансовой информацией является основным фактором успеха.

Работа институциональных инвесторов состоит в определении предприятий и групп предприятий, ценные бумаги которых имеют наибольший потенциал роста в среднесрочном и долгосрочном периодах, оценке рискованности вложений в эти ценные бумаги и определении на этой основе того объема денежных средств, который имеет смысл направлять на приобретение ценных бумаг общества.

Инвесторы по тактике действий на фондовом рынке подразделяются на консервативных, умеренных и рискованных. Консервативные инвесторы стремятся сохранить свои деньги от обесценивания инфляцией, не преследуя цели получить значительную прибыль с помощью инструментов фондового рынка. Такая тактика характерна для консервативных институциональных инвесторов и в определенной степени для стратегических инвесторов, стремящихся сократить затраты, связанные с контролем предприятия.

Умеренные инвесторы ориентированы на получение прибыли методами фондового рынка при минимальном риске инвестиционных вложений. Такая тактика характерна для основной массы институциональных инвесторов.

Рискованные инвесторы готовы рисковать многим ради получения большой прибыли. Это тактика спекулянтов, совершающих краткосрочные инвестиционные вложения в надежде вовремя продать рискованные ценные бумаги при ухудшении конъюнктуры рынка.

Спекулянты на фондовом рынке являются одной из наиболее многочисленных групп инвесторов. Они в значительной степени обеспечивают ликвидность рынка ценных бумаг, принимая на себя основные риски операций на фондовом рынке. Однако по характеру своих операций (инвестирование денежных средств в течение одной торговой сессии, быстрое чередование операций купли-продажи) они ближе к профессиональным участникам рынка ценных бумаг. Инвесторами их можно назвать с известной долей натяжки.

Контрольные вопросы:

- 1) В чем основные цели инвесторов?
- 2) Чем обусловлен выбор инвесторами тех или иных инвестиций?
- 3) Перечислите основные виды инвесторов.
- 4) В чем различие между трастом и доверительным управлением?
- 5) Какие ограничения налагаются на инвестора при выборе инвестиционной политики?

б) Охарактеризуйте основные стратегии инвесторов, применяемые ими на рынке ценных бумаг.

6. Фундаментальный анализ рынка ценных бумаг

Существует три главных метода анализа финансовых и товарных рынков: фундаментальный анализ, технический анализ и интуитивный подход к анализу.

Фундаментальный анализ изучает движение цен под влиянием макроэкономических факторов. Он может способствовать определению рыночного тренда, однако для определения конкретного момента совершения сделки фундаментального анализа зачастую бывает недостаточно. В этом случае гораздо полезнее применять технический анализ.

Технический анализ основан на следующей гипотезе – рыночные цены учитывают все знания, желания и действия всех участников рынка, отражая их в своей динамике. В результате и цена и объем включают в себя каждую сделку, совершенную многотысячной армией трейдеров.

Интуитивный (психологический) подход к анализу исповедуется небольшим числом трейдеров и, как правило, не приводит к долговременному успеху.

На практике рекомендуется использовать элементы всех 3 видов анализа. Это не конкурирующие, а взаимодополняющие друг друга инструменты, предназначенные помогать людям, принимающим инвестиционные решения.

Школа фундаментального анализа рынка возникла с развитием прикладной экономической науки. За свою основу она взяла знания о макроэкономической жизни общества и ее влиянии на динамику цен конкретных товаров.

Например, знание погодных условий в Латинской Америке на текущий год может помочь рассчитать объемы производства кофе и соответственно динамику цен на кофе в этот период.

Стратегические инвесторы, осуществляющие долгосрочное инвестирование, основное внимание в своей работе уделяют именно фундаментальному анализу, хотя при этом они пропускают краткосрочные технические колебания цен.

Как видно из приведенных выше целей фундаментального и технического анализа, они не могут иметь одинаковую дальность взгляда. Пер-

вый дает возможность заглянуть в далекое будущее, а второй – только в самое ближайшее будущее.

Фундаментальный анализ обычно используется инвесторами, рассчитывающими на реализацию долгосрочных стратегий, зарабатывающими на многолетних тенденциях. Цель такого подхода – «оседлать» тренд, пусть даже не в самом начале его возникновения, и «проехаться» на нем до самого конца.

Опытные спекулянты также используют фундаментальный анализ, реагируя на новости фундаментального характера. Среди последних можно выделить следующие группы новостей:

- объявление макроэкономических индикаторов, отражающих состояние экономики страны;
- исследования аналитиков ведущих инвестиционных компаний или аналитических бюро, таких, как «СКРИН», «СОЛИД», «Тройка Диалог», «Эми Траст», (исследования могут касаться стран, отраслей, товарных рынков и конкретных компаний);
- корпоративные новости от акционерных компаний;
- политические события;
- природные явления.

Фундаментальный анализ – один из методов анализа, нацеленный на прогнозирование изменения цены с точки зрения изучения политико-экономической ситуации в мире и в стране, экономической ситуации и общего состояния в отрасли, в конкретном эмитенте: его доходов, положения на рынке (в основном через показатель объема продаж), активов и пассивов, нормы прибыли на собственный капитал и других показателях, характеризующих эффективность деятельности эмитента. Базой анализа являются балансы, отчеты о прибылях и убытках, другие материалы, публикуемые компанией.

С помощью фундаментального анализа делается прогноз дохода, который определяет будущую стоимость акций и, следовательно, может повлиять на цену. Это является основой для разработки рекомендаций о целесообразности покупок и продаж.

В узком смысле – фундаментальный анализ – анализ финансовой деятельности компании с целью адекватной оценки ценных бумаг, при этом особое внимание уделяется будущим доходам компании, ожидаемым дивидендам и будущим процентным ставкам, а так же оценка риска деятельности компании.

Фундаментальные факторы оцениваются обычно с двух позиций:

- с точки зрения влияния на официальную учетную ставку;
- с точки зрения состояния национальной экономики страны.

В целом фундаментальный анализ выделяет четыре группы факторов, влияющих на рынок:

- экономические;
- политические;
- слухи и ожидания;
- форс-мажор.

Экономическую группу факторов влияния на рынок можно разбить на следующие составляющие:

– данные об экономическом развитии страны. Они включают в себя такие ключевые показатели как торговый и платежный балансы, темпы инфляции, безработицу, валовой национальный продукт и т.п. (табл.3.);

- торговые переговоры;
- заседания центральных банков;
- изменения денежно-кредитной политики;
- заседания большой семерки, экономических или торговых союзов;
- выступления глав центральных банков, глав правительств, видных экономистов по поводу ситуации на рынке валют, изменении экономической политики, экономической ситуации в стране или их прогнозы;
- интервенции;
- сопредельные рынки;
- спекуляции.

Если фундаментальная новость противоречит действующему тренду, то время ее влияния на динамику рынка может ограничиться часом или несколькими часами. Если же фундаментальный фактор подтверждает тренд, то происходит его некоторое ускорение с последующим возможным откатом.

Цикл жизни фундаментальных факторов:

- короткий цикл: не более одних суток; характерен для всех неожиданных новостей;
- длинный цикл: от нескольких недель до нескольких лет; все факторы, связанные с общим состоянием национальной и мировой экономики (динамика инфляции, безработицы и процентных ставок и т.п.).

Таблица 3

Влияние экономической политики правительств развитых стран

Экономич. показатель	Высокое значение	Низкое значение	Оптимальное значение
Инфляция	→ высокие % ставки → снижение эффективности производства → перераспределение капитала от производства к посредникам	→ низкие % ставки → застой в торговле и в финансовой сфере	при стабильно высокой эффективности производственного сектора остаются возможности для доходного ведения дел у посредников
Безработица	→ соц. напряженность, уменьшения среднего класса, снижение чистой массы реальных доходов населения	→ у работников пропадают стимулы к хорошему труду → страдают интересы работодателей	на пересечении интересов работодателей и работников
Бюджетный дефицит	→ рост гос. долга → ускорение инфляции Решение - либо через снижение расходов (за счет малообесп.), либо через повышение налогов (за счет налогоплательщика)	→ снижение инфляции → см. Инфляция	основано на умеренной инфляции при соблюдении интересов всех заинтересованных в бюджете страны групп
Обменный курс	Невыгодно экспортерам и внутренним производителям → снижение экспорта, вывоз капитала за рубеж	Невыгодно импортерам и внутренним потребителям → повышение цен на импорт, усиление инфляции	величина, близкая к рыночной, но отличающаяся от нее в силу спекулятивных колебаний
Учетная ставка	→ удорожание кредита → экономический застой Невыгодно осн. массе населения и производству	→ отток капитала из страны, обесценивание нац. Валюты, что противоречит интересам финансовых посредников	находится на пересечении интересов всех заинтересованных групп

Торговля слухами

"Покупай слухи – продавай факты":

В момент появления слуха главное – быстро совершить сделку, т.к. на рынке зарождается новая мощная и быстрая волна, способная формировать сильные тренды; трейдеры заинтересованы в работе на слухе до момента его подтверждения или опровержения. При этом важно успеть быстро "спрыгнуть с поезда".

Основная цель фундаментального анализа, как бы сильно она не была замаскирована аналитиками, это – выявление недооцененных (пере-

оцененных) рынком компаний. Обнаружив, что по тем или иным показателям, компания сильно недооценена (переоценена), инвестор покупает (или продает) ее акции, в надежде, что в скором времени, биржевая стоимость акций компании сравняется с реальной.

Сразу оговоримся, ждать возможно придется не один год. Более того, инвесторы, опирающиеся в своей работе только на фундаментальный анализ, вынуждены принимать на себя довольно большие риски.

Особняком здесь стоит один из самых богатых людей мира – Уоррен Баффет, который, пользуясь собственной методикой поиска недооцененных компаний, смог заработать не один миллиард долларов. Однако исключения скорее подтверждают правила.

Проведение фундаментального анализа требует значительных финансовых ресурсов, а также усилий по поиску и обработке информации. С распространением Интернета сбор и подготовка данных стали более удобными, чем десятилетия назад, но все равно это может оставаться сложным и дорогостоящим делом. Всегда трудно свести воедино все необходимые данные, а также оценить надежность полученной статистики.

Как бы то ни было, в итоге процесса отбора появляются рекомендации для потенциального инвестора о том, как должен выглядеть его оптимальный портфель инвестиций. Портфель – это набор различных акций (или других видов ценных бумаг), которые выбраны на основе учета целей инвесторов и результатов фундаментального анализа.

Имеется огромное количество инструментов для исследования прошлой, текущей или будущей экономической ситуации в стране или отдельной компании. Для удобства использования они определены и рассчитаны как **индикаторы**, которые делятся на **опережающие, совпадающие и запаздывающие**:

1) **Опережающие индикаторы** рассматривают экономическое развитие в будущем, с некоторым временным опережением. Примером такого макроэкономического индикатора является индекс ISM, характеризующий производственную и торговую активность в экономике, или процентное изменение предложения денег. Более того, можно говорить о том, что сам фондовый рынок является опережающим индикатором, по отношению к основным экономическим показателям.

2) **Индикаторы совпадения** отражают текущее состояние экономики. В качестве примера можно привести уровень использования производственных мощностей или более общую статистическую информацию о производстве, заказах и доходах.

3) **Индикаторы запаздывания** в основном используются для измерения и оценки уже произошедших событий. К этой категории относятся отношение потребительского долга к личному доходу, цены на потреби-

тельские товары, инфляция, краткосрочные (и долгосрочные) процентные ставки.

Отнесение индикаторов к какой-либо из этих 3 категорий представляет определенную сложность. Могут происходить изменения в зависимости от текущей экономической ситуации. Например, уровень безработицы может быть классифицирован как опережающий индикатор на стадии пика или как индикатор запаздывания – на стадии спада либо не определен для стадий сокращения и расширения.

На основе небольшого набора фундаментальных индикаторов можно выяснить общее направление рынка, оценить макроэкономическую ситуацию, привлекательность отраслей и динамику инвестиционной активности.

Мы можем это сделать, понимая, что:

- рынок обладает некоторой инерцией, а следовательно благоприятные макроэкономические фундаментальные показатели свидетельствуют скорее о потенциале роста, чем наоборот;

- отдельные отрасли в зависимости от стадии их развития могут находиться как в стадии бурного роста, так и в стадии старения и стагнации, и следовательно, их инвестиционная привлекательность будет различна;

- благоприятный новостной фон влияет на психологию инвесторов и они склонны скорее покупать, чем продавать и наоборот.

Конъюнктура рынка находится под влиянием спроса: притока и оттока (движения) капитала на фондовом рынке. Фундаментальный макроэкономический анализ изучает влияние факторов на этот процесс. Основным источником капитала – валовый национальный продукт – финансовый рынок не создает, а лишь перераспределяет, поэтому, чем выше произведенный валовый национальный продукт, тем на больший объем инвестиций можно рассчитывать на фондовом рынке.

Однако вполне возможно, что средства не поступят на фондовый рынок, т.к. они могут быть использованы на потребление.

Основную часть инвестиций на фондовый рынок составляет население, если оно имеет доходы, превышающие расходы на потребление.

Аналитики, занимающиеся фундаментальными исследованиями на макроуровне, различают:

- эффективную систему социального обеспечения, при которой расходы, ранее покрываемые образованием резервов, обеспечиваются социальными выплатами, снижают приток капитала на фондовый рынок;

- инвесторы могут отдать предпочтение либо ценным бумагам, либо другим видам использования своих средств. Поэтому фундамен-

тальный анализ изучает движение процентных ставок, динамику валютного курса в сопоставлении с индикаторами фондового рынка;

– доходы, которые могут быть инвестированы за границей, приводят к ухудшению социально-политического и экономического климата в стране, фискальной и монетаристской политики ее правительства, влияния на фондовом рынке.

Модель случайных (колеблющихся) гипотез

Колеблющиеся гипотезы – традиционная модель, используемая для описания движения курсов ценных бумаг. Основным ее допущением является то, что существует эффективность информации.

Вообще рынок капиталов называется информационно эффективным, если любая текущая информация всегда отражается в курсах ценных бумаг. Различают 3 степени информационной эффективности:

– наивысшая информационная эффективность достигается в случае, если в ценах учитывается вся существующая информация;

– информационная эффективность считается достаточно высокой, если цены отражают всю общественно доступную информацию;

– информационная эффективность считается невысокой, если цены отражают только всю ретроспективную информацию.

Если некоторый фондовый рынок информационно эффективен, то цена содержит все относящиеся к делу данные и стоимость акций эквивалентна действительной стоимости компании. Следовательно, текущая цена акций является наилучшим прогнозом их завтрашней цены. Текущая цена акций изменяется только в том случае, если на рынке появляется новая информация, оказывающая влияние на определение уровня цены, которая еще не учтена в текущей цене:

$$C_{t+i} = C_t + e_t, \quad (26)$$

где C_{t+1} — завтрашняя цена на акции;

C_t — сегодняшняя цена на акции;

e_t — изменение цены, вызванное новой информацией.

Информация о будущем, позитивная ли она или негативная, не может быть предсказана с абсолютной точностью, и, следовательно, прогноз о движении всех цен на рынке может быть получен лишь с определенной степенью вероятности. Таким образом, вывод теории колеблющихся гипотез состоит в том, что изменения курсов ценных бумаг происходят случайным образом, и поэтому любой вид анализа фондового рынка не приносит пользы.

Поведенческие финансы

Особую роль здесь играют особенности социального поведения толпы. Такие факторы надо обязательно учитывать, по возможности отделяя рациональную составляющую события от эмоциональной.

Изменение цены на определенную ценную бумагу определяется спросом и предложением. Однако большинство решений может быть объяснено не рациональным и объективным поведением, а скорее эмоциями индивидуальных инвесторов. Иногда подавляющее большинство участников рынка поддаются влиянию популярных рыночных тенденций, подобных биотехнологической эйфории 80-х гг. или мыльному пузырю Интернета 90-х гг. XX в. Это хорошо известное явление в принципе может быть описано так: «Рынок быков вскармливает быков на рынке». Многие инвесторы покупают акции, когда они в действительности выпущены уже в избыточном количестве. И наоборот, многие инвесторы продают акции на медвежьих рынках (с тенденцией к снижению курсов) около самой низкой точки падения, для того чтобы предотвратить убытки. Как можно объяснить это поведение? Фондовый рынок в идеальном случае представляет собой взаимодействие двух противоположных тенденций, присущих психологической среде: рынок быков с растущими курсами ценных бумаг и рынок медведей с падающими курсами. В каждой из этих рыночных тенденций может быть выделено 3 фазы:

Рынок быков:

1) Накопление. Дальновидные инвесторы предвидят предстоящий подъем и покупают акции у паникующих продавцов, несмотря на тяжелую экономическую ситуацию. Публикуемые ежегодно деловые отчеты показывают негативные результаты и полны пессимистических ожиданий. Общественное мнение не рекомендует осуществление инвестиций в акции.

2) Возрастание активности. Может наблюдаться увеличение доходов компаний. Обостряется деловое чутье. Особенно успешна деятельность инвесторов, ориентирующихся на данные технического анализа.

3) Перегрев. Публикуются многочисленные положительные деловые новости. Фондовая биржа показывает захватывающий рост цен. В общественном мнении господствует эйфория.

Рынок медведей:

1) Период сброса ценных бумаг. Дальновидные инвесторы предвидят исключительно падение прибылей компаний и начинают продавать ценные бумаги. Высокие объемы продаж становятся заметными. Общественное мнение выражает разочарование инвесторов отсутствием роста прибылей.

2) Паника. Число покупателей постоянно уменьшается. Ускоряется падение цен на акции до тех пор, пока оно не достигает кульминации в

предвидении краха.

3) Стагнация. Деловые новости ухудшаются. Падение курсов акций продолжается, но с менее высокой скоростью. Инвесторы, которые купили их в начале падения рынка из – за их более низкой, очевидно недооцененной стоимости (по сравнению с пиковой ценой), продают эти акции снова. Кроме того, продажа по крайне низким ценам осуществляется для расчетов по взятым ранее кредитам.

Очевидно, что психология оказывает значительное влияние на изменение цен на акции. Имеется немалое количество фундаментально недооцененных акций. Но они игнорируются теми инвесторами, у которых нет никаких «фантазий» в отношении этих ценных бумаг. Существенное влияние на ситуацию на рынке оказывают и слухи. Они могут быть как истинными, исходящими от посвященных лиц, так и ложными, преднамеренно распространяемыми, для того чтобы повлиять на уровень пены.

Утверждение теории поведенческих финансов о том, что деятельность человека ограничено рациональна, противоречит традиционному тезису экономической теории, объявляющей человека существом экономическим (*homo economicus*).

Еще одним заключением является то, что инвестор имеет большее желание снова покупать акции в период убытков, чем в период прибылей (эффект отражения).

В социальной психологии есть другая теория – познавательного разногласия. Она постулирует, что люди всегда пытаются путем различных манипуляций устранить существующие различия между действительностью и их представлениями о ней. Таким образом, инвесторы проявляют тенденцию выбирать только ту информацию, которая вписывается в их устоявшиеся представления. Иногда, наоборот, они продают свои прибыльные активы слишком рано, для того чтобы избежать возможных потерь (несоответствие ожиданий).

Что полезного может дать теория поведенческих финансов? Прежде всего – наглядное представление описанных поведенческих схем. Тенденции на рынке фактически не могут идти в соответствии с теорией случайных блужданий и тезисом об эффективности рынков. Но поведенческие финансы показывают нам обратное. Оценка информации, получаемой из финансовых новостей, связана с эмоциональным восприятием событий участниками рынка. Следовательно, те, кто на фондовом рынке оказываются в выигрыше, будут действовать намного быстрее, чем проигравшие, что происходит в результате упреждения ситуации, противоречащей целям инвесторов.

Выбор портфеля

Для того чтобы снизить вероятность получения плохого портфеля ценных бумаг, необходимо использовать системный подход. Применение определенных стратегий выбора помогает избежать ненужного риска при осуществлении инвестиций и повысить вероятность получения более высоких доходов.

Известны 2 классических метода формирования портфеля ценных бумаг:

– **метод «сверху вниз»** больше ориентирован на оценку состояния национальной экономики и идет от изучения макроэкономической ситуации, спускаясь затем до микроуровня. Из возможного объема мировых инвестиций шаг за шагом исключаются определенные части, которые не согласовываются с предпочтениями аналитиков.

– **метод «снизу вверх»**, известный также как «сортировка акций», в отличие от нисходящего подхода начинает анализ с детального изучения компаний. Прежде всего, определяется круг анализируемых компаний, затем они постепенно отфильтровываются с целью выявления тех из них, которые соответствуют требованиям макроуровня.

В этих двух схемах помимо чисто внешнего отличия есть и еще один момент. При анализе снизу вверх объем работы может быть на порядок выше, за счет того, что приходится рассматривать значительно больше кандидатов на инвестирование.

Макроэкономический анализ – это анализ общего экономического состояния как результата экономических, политических, сезонных и целого ряда случайных факторов.

В основу оценки макроэкономического состояния страны положен анализ экономических индикаторов.

Мы остановимся на ряде ключевых индикаторов, имеющих традиционно значительное влияние на общую оценку.

Торговый баланс (trade balance) – разница между экспортом и импортом товаров. Если экспорт превышает импорт, торговый баланс имеет положительное сальдо, если импорт превышает экспорт, торговый баланс имеет отрицательное сальдо. Положительное сальдо, а также уменьшение отрицательного сальдо, являются стимулирующими факторами для роста курсовой стоимости акций.

Уровень безработицы (unemployment), процент безработицы – это число безработных, которые активно ищут, но не могут найти работу, как процент от общей рабочей силы. Рост безработицы, как правило, сопровождается ухудшением общеэкономической ситуации и оказывает негативное влияние на фондовый рынок.

Индекс производственных цен (producer price index, PPI) этот показатель характеризует изменения оптовых цен на уровне производства на различных стадиях, рассчитывается и публикуется Бюро трудовой статистики, обычно в середине месяца за предыдущий месяц. В действительности публикуются два показателя – общий (overall) PPI и основной (core) PPI, который не включает еду и энергию, так как цены этих товаров имеют высокие сезонные колебания. PPI – опережающий индикатор. Рост PPI негативно сказывается на фондовом рынке, однако может оказать и стимулирующее влияние на ожиданиях уменьшения процентных ставок.

Индекс потребительских цен (consumer price index, CPI) рассчитывается бюро трудовой статистики, этот индекс показывает изменения цен на потребительском уровне. Это запаздывающий индикатор. Рост CPI, приводит к последствиям, аналогичным росту PPI.

Валовой внутренний продукт, ВВП (gross domestic product, GDP) этот показатель отражает результаты работы всей экономики страны и является суммой стоимости всех конечных товаров и услуг, произведенных в стране за данный период. Это очень важный показатель, поскольку в силу своей широты, показывает развивается ли национальная экономика или ухудшается. Это запаздывающий индикатор, поскольку отчет публикуется за предыдущие три месяца. Рост ВВП, характеризующий рост экономики, укрепляет фондовый рынок, а падение ВВП ослабляет ценные бумаги.

Отчет о розничных продажах (retail sales report). Он публикуется Министерством торговли в середине месяца, за прошлый месяц. Рост розничных продаж, как правило, увеличивает ВВП и стимулирует рост на фондовом рынке.

Отчет о заказах на товары длительного пользования (durable goods orders report) товарами длительного пользования являются товары, со сроком использования более 3 лет. Этот отчет публикуется Министерством торговли (Department of Commerce). Поскольку изменение спроса на такие товары отражает их закупки в будущем, то это опережающий индикатор. Рост показателя ведет, как правило, к подъему фондового рынка.

Отчет о промышленном производстве (industrial production report) этот отчет публикуется Федеральным резервом и является показателем физического производства товаров, не включая услуг. Поскольку этот индикатор сфокусирован на узком секторе, то он весьма чувствителен к любым изменениям в производительности экономики, отражает эти изменения быстро и, следовательно, является опережающим показателем. Рост показателя ведет, как правило, к подъему на фондовом рынке.

Промышленное производство и способность к потреблению (Industrial Production and capacity utilisation). Ежемесячный индекс, отражающий темпы роста промышленного производства. Является одним из показателей темпов роста экономики. Выражается в процентах к предыдущему периоду. Оказывает положительное влияние на рынок ценных бумаг.

Запасы товаров, предназначенных для продажи (business inventories). Ежемесячный индекс, отражающий объем товарных запасов в оптовой и розничной торговле. Выражается в миллиардах долларов. Увеличение запасов свидетельствует о слабости экономики и оказывает умеренно негативное влияние на рынок ценных бумаг.

Выплаты служащим (pay roll employ) увеличение выплат служащим, стимулирующее совокупный спрос, в краткосрочном периоде до 1-2 лет для развитых стран (для развивающихся стран меньше) способствует укреплению рынка ценных бумаг.

Зарплата в промышленном секторе и секторе услуг (Non-farm pay roll) Ежемесячный отчет, содержащий информацию о заработной плате в различных секторах экономики, кроме сельскохозяйственного. Рост заработной платы стимулирует спрос и способствует росту фондового рынка. Индекс уверенности потребителей (consumer confidence index) ежемесячное исследование взгляда потребителей на экономику на основании их персональных финансов, занятости и планов на крупные покупки в близком будущем. Оптимизм или пессимизм потребителей напрямую отражается на их расходах и экономике, следовательно это опережающий индикатор.

Жилищное и иное строительство (housing starts and building permits) этот отчет включает в себя количество выданных разрешений на жилищное и иное строительство и, следовательно, очень чувствителен к уверенности потребителей в силу высокой стоимости домостроения. Исторически, падение домостроительства происходит за шесть месяцев до рецессии остальной экономики и поэтому это опережающий индикатор. ЦБ может регулировать процентные ставки для контроля за уровнем инфляции в стране и курсом национальной валюты. В компетенции ЦБ находятся три основных процентных ставки:

Учетная ставка – Discount rate. Процентная ставка, под которую ЦБ кредитует коммерческие банки.

Ставка – Repo rate. Процентная ставка, применяемая ЦБ в операциях с коммерческими банками и другими кредитными институтами при покупке (учете) государственных казначейских обязательств. ЦБ этим самым осуществляет регулирование рынка ссудных капиталов.

Ломбардная ставка – Lombard rate. Процентная ставка, применяемая ЦБ под залог недвижимости, золотовалютных ценностей при выдаче кредитов коммерческим банкам.

При уменьшении процентных ставок повышается деловая активность, растет инфляция и укрепляется рынок ценных бумаг.

В качестве примера, рассмотрим макроэкономические показатели фундаментального анализа (06.06.06 г.)¹ (табл.4.).

Таблица 4

Макроэкономические показатели

Показатель	Период	Значение		Изменение	
			Ед. изм.		Ед. изм.
Инфляция	01/01-31/01	2.4	%	+1.6	%
Золотовалютные резервы	27/01	188.2	млрд. USD	+3.0	млрд. USD
Денежная база	06/02	2138.5	млрд. руб.	-9.0	млрд. руб.
Остатки на кор. счетах	13/02	362.7	млрд. руб.	-25.1	млрд. руб.
Остатки на депозитных счетах	13/02	108	млрд. руб.	+1.0	млрд. руб.
ВВП	01/04-31/10	5990.4	млрд. USD	+960.3	% к началу года
Объем промышленного производства	01/01-31/12	1065	млрд. руб.	+22.4	млрд. руб.
Экспорт	01/12-31/12	22.0	млрд. USD	0	млрд. USD
Импорт	01/12-31/12	12.2	млрд. USD	+1.0	млрд. USD
Доходы федерального бюджета	01/01-31/01	450.1	млрд. руб.	38.0	% от плана
Расходы федерального бюджета	01/01-31/01	231.2	млрд. руб.	19.8	% от плана
Инвестиции в основной капитал	01/01-31/01	229.1	млрд. руб.	-330	млрд. руб.

¹ Финансовая компания ЭМИ ТРАСТ

Анализ отраслей

При изучении отдельных отраслей прежде всего исследуются следующие данные:

- заказы на продукцию отрасли;
- наличие и величина заказов;
- величина товарных запасов;
- планы производства;
- индексы чувствительности;
- правительственное вмешательство (налоги и ограничения);
- структура рынка и конкурентная ситуация.

Другой частью анализа отраслей, которая становится все более популярной, является изучение стадий их жизненного цикла.

Подобно общеизвестному экономическому циклу, существует также и цикличность развития фондового рынка. Знание их взаимосвязи помогает аналитику готовить соответствующие прогнозы. Цикличность развития отрасли вызывает перемещение инвестиционных потоков из одной отрасли в другую в соответствии с динамикой экономического цикла.

Принципиальный подход теории циклического развития основан на том, что во всех фазах экономического цикла компании определенных отраслей превосходят по динамике своего развития компании других отраслей. Цикл фондового рынка предугадывает с некоторым временным лагом предстоящие доходы различных отраслей.

Очевидно, что первый шаг при реализации этого подхода – это выяснение текущего состояния экономического цикла путем использования различных инструментов фундаментального анализа.

Вообще рынок ценных бумаг в зависимости от его взаимосвязи с цикличностью экономического развития может быть разделен на 3 деловых сектора:

Акции, подверженные влиянию цикличности. Отрасли этой группы обычно тесно связаны с потребительским рынком. Поэтому чувствительность таких компаний к изменениям в уровне доходов и процентных ставок очень высока. Частные решения о покупках не требуют разработки детальных бизнес – планов или одобрения бюджетного комитета и совета директоров. В начале устойчивого увеличения доходов после выхода из рецессии дополнительные частные заказы могут легко выполняться циклическими компаниями в короткое время, что обусловлено наличием не использующихся в данное время производственных мощностей. Расширяющаяся циклическая промышленность шаг за шагом вытягивает за собой другие отрасли промышленности, размещая заказы на оборудование и машины. Начальные признаки предстоящего подъема исходят с потре-

бительского рынка жилья. В течение предшествующей фазы рецессии центральный банк обычно понижает процентные ставки, что также способствует снижению процентных ставок по ипотечным кредитам. Кроме того, правительство часто поддерживает частное жилищное строительство улучшением политики начисления износа и налогообложения. Следующее за этим увеличение закупок мебели и бытовых приборов приносит выгоды также и циклическому сектору. Так как циклические сектора показывают рост доходов в течение стадии бума, инвесторы должны обращать внимание на них заранее – начиная с начала фазы подъема экономического цикла.

Оборонительные акции. К таким можно отнести акции всех тех компаний, которые являются сравнительно малочувствительными к динамике экономического цикла и поэтому показывают результаты деятельности выше средних в течение фаз спада и рецессии. Большинство из них – это компании, производящие товары или оказывающие услуги с относительно постоянным спросом на них в течение ряда лет, такие, например, как продовольствие и здравоохранение. Кроме того, к оборонительным должны быть отнесены акции компаний коммунального хозяйства. Очевидно, что услуги компаний энерго-, газо- и водоснабжения имеют спрос даже в плохие времена, и поэтому они являются более стойкими к рыночным колебаниям. К тому же, как крупные дебиторы они извлекают выгоду из снижения процентных ставок в течение фазы рецессии.

Акции роста. Некоторые отрасли показывают значительный рост в течение всего экономического цикла. Во время рецессии большинство конкурентов отбраковывается инвесторами из-за падения их доходов. Заводы закрываются из-за низкого уровня использования их производственной мощности, оборудование и другие основные фонды продаются, чтобы вернуть взятые в долг средства. Выжившие компании выясняют, извлекут ли они выгоду из такого развития ситуации позже, с увеличением спроса, и приобретают эти основные фонды. Типичными примерами являются компании телекоммуникаций, информационных технологий или химической промышленности.

Корпоративный анализ

И, наконец, третьей частью портфельного анализа является корпоративный анализ, который проводится следующим образом:

Оценивая состояние любого предприятия, приходится анализировать огромное количество различных критериев, от структурных до общеэкономических. Предполагая доступность этих данных, что для российских компаний часто остается желаемым, но не действительным, мы остановимся на основных характеристиках экономического состояния эмитента.

Коэффициенты:

– **Ликвидность** (Liquidity Ratios).

Коэффициенты ликвидности характеризуют способность быстро погасить собственные долговые обязательства перед кредиторами.

1) **Коэффициент абсолютной ликвидности** (Cash ratio).

Показывает, какая доля долговых обязательств может быть покрываема за счет денежных средств и их эквивалентов в виде высоколиквидных активов предприятия (ценные бумаги, депозиты и т.д.). Этот показатель позволяет определить, имеются ли у предприятия ресурсы, способные удовлетворить требования кредиторов в критической ситуации.

Рассчитывается по формуле:

$$\text{Абс. лик.} = (\text{денежн. ср.} + \text{кратк. фин. вложения}) / \text{текущие обязательства} \quad (27)$$

Рекомендуемые значения: 0,2 — 0,5

2) **Коэффициент срочной ликвидности** (Quick ratio).

Отношение наиболее ликвидной части оборотных средств (денежные средства, дебиторская задолженность, краткосрочные финансовые вложения) к краткосрочным обязательствам. Хорошим показателем является значение этого индикатора больше 1. При снижении коэффициента срочной ликвидности предприятие может столкнуться с временным дефицитом ликвидных средств, однако эта проблема может быть разрешена, в том случае если предприятие имеет кредитную линию в кредитных учреждениях или высокий кредитный рейтинг, позволяющий выгодно продать собственные облигации на финансовом рынке.

Рассчитывается по формуле:

$$\text{QR} = (\text{денежн. ср.} + \text{кратк. фин. вложения} + \text{сч. к получению}) / \text{текущие пассивы} \quad (28)$$

Рекомендуемые значения: 0,3 — 1

3) **Коэффициент текущей ликвидности** (Current Ratio).

Рассчитывается как частное от деления оборотных активов на краткосрочные обязательства и показывает достаточно ли у предприятия средств, которые могут быть использованы для погашения краткосрочных обязательств. В состав оборотных активов принято включать денежные средства (cash), краткосрочные финансовые вложения (short term investments), дебиторскую задолженность (debtors), запасы сырья, материалов, товаров и готовой продукции (inventory).

Рассчитывается по формуле:

$$CR = \text{текущие активы} / \text{текущие пассивы} \quad (29)$$

Рекомендуемые значения: 1 — 2

4) **Чистый оборотный капитал** (Net working capital).

Разность между оборотными активами предприятия и его краткосрочными обязательствами. Недостаток оборотного капитала свидетельствует о неспособности предприятия своевременно погасить краткосрочные обязательства. Значительное превышение чистого оборотного капитала над оптимальной потребностью свидетельствует о нерациональном использовании ресурсов предприятия. Важное аналитическое значение имеет рассмотрение темпов роста собственного оборотного капитала предприятия на фоне темпов инфляции.

Рассчитывается по формуле:

$$NWC = \text{текущие активы} - \text{текущие пассивы} \quad (30)$$

Рекомендуемые значения: > 0

5) **Косвенные показатели ликвидности.**

На практике косвенными индикаторами наличия у предприятия проблем с ликвидностью могут быть задержки выплаты заработной платы сотрудникам, дивидендов акционерам, неплатежи прочим кредиторам предприятия. Согласно закону № 6-ФЗ РФ от 8 января 1998 г. «О несостоятельности (банкротстве)» «юридическое лицо считается неспособным удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей, если соответствующие обязательства и (или) обязанности не исполнены им в течение трех месяцев с момента наступления даты их исполнения». К такому предприятию может быть применена процедура банкротства.

– **Финансовая устойчивость** (Gearing ratios).

Финансовая устойчивость определяется структурой капитала. Показатели структуры капитала отражают соотношение собственных и заемных средств в источниках финансирования компании, т.е. характеризуют степень финансовой независимости компании от кредиторов. Для оценки структуры капитала используются следующие отношения:

1) **Коэффициент финансовой независимости** (Equity to Total Assets).

Характеризует зависимость фирмы от внешних займов. Чем ниже значение коэффициента, тем больше займов у компании, тем выше риск неплатежеспособности. Каких-либо жестких нормативов соотношения

собственного и привлеченного капитала не существует, как, впрочем, не существует жестких нормативов в отношении финансовых коэффициентов в целом. Тем не менее среди аналитиков распространено мнение, что доля собственного капитала должна быть достаточно велика — не менее 50 %, поскольку оно с большей вероятностью может погасить долги за счет собственных средств.

Рассчитывается по формуле:

$$\text{ФН} = \text{собственный капитал} / \text{активы предприятия} \quad (31)$$

Рекомендуемые значения: 0,5 – 0,8.

2) **Суммарные обязательства к суммарным активам** (Total debt to total assets).

Еще один вариант представления структуры капитала компании. Демонстрирует, какая доля активов предприятия финансируется за счет долгосрочных займов. Чем показатель меньше, тем лучше финансовая устойчивость компании.

Рассчитывается по формуле:

$$\text{TD} / \text{TA} = (\text{долгоср. обязат.} + \text{текущ. обязат.}) / \text{активы предприятия}, \quad (32)$$

Рекомендуемые значения: 0,2 – 0,5.

3) **Долгосрочные обязательства к активам** (Long-term debt to total assets).

Показывает, какая доля активов предприятия финансируется за счет долгосрочных займов.

Рассчитывается по формуле:

$$\text{LD} / \text{TA} = \text{долгоср. обязат.} / \text{активы предприятия} \quad (33)$$

4) **Суммарные обязательства к собственному капиталу** (Total debt to equity).

Отношение кредитных и собственных источников финансирования. Также, как и TD/TA, является еще одной формой представления коэффициента финансовой независимости. Чем меньше коэффициент, тем более стабильным является финансовое положение предприятия.

Рассчитывается по формуле:

$$\text{TD} / \text{EQ} = (\text{долгоср. обязат.} + \text{текущ. обязат.}) / \text{собственный капитал} \quad (34)$$

Рекомендуемые значения: 0,25 – 1.

5) **Долгосрочные обязательства к внеоборотным активам** (Long-term debt to fixed assets).

Демонстрирует, какая доля основных средств финансируется за счет долгосрочных займов.

Рассчитывается по формуле:

$$TD / FA = (\text{долгоср. обязат.} + \text{текущ. обязат.}) / \text{долгосрочные активы} \quad (35)$$

6) **Коэффициент покрытия процентов** (Times interest earned).

Характеризует степень защищенности кредиторов от невыплаты процентов за предоставленный кредит и демонстрирует: сколько раз в течение отчетного периода компания заработала средства для выплаты процентов по займам. Этот показатель также позволяет определить допустимый уровень снижения прибыли, используемой для выплаты процентов.

Рассчитывается по формуле:

$$TIE = \text{прибыль до вычета налогов и \% по кредитам} / \% \text{ по кредитам} \quad (36)$$

Рекомендуемые значения: > 1

Предупреждение: следует помнить, что рекомендуемые значения показателей, как правило, существенно различаются для разных отраслей, и даже внутри одной отрасли, и полное представление о финансовом состоянии компании можно получить только при анализе всей совокупности финансовых показателей с учетом особенностей деятельности предприятия.

– **Рентабельность** (Profitability ratios);

Коэффициенты рентабельности показывают, насколько прибыльна деятельность компании.

1) **Коэффициент рентабельности продаж** (Return on sales), в процентах.

Демонстрирует долю чистой прибыли в объеме продаж предприятия. Для российских предприятий неотрицательный коэффициент, с учетом уровня инфляции — уже хороший показатель.

Рассчитывается по формуле:

$$ROS = (\text{чистая прибыль} / \text{чистый объем продаж}) \times 100\% \quad (37)$$

2) **Коэффициент рентабельности собственного капитала** (Return on shareholders' equity), сокращенно ROE.

Позволяет определить эффективность использования капитала, инвестированного собственниками предприятия. Обычно этот показатель сравнивают с возможным альтернативным вложением средств в акции других предприятий. Под собственным капиталом обычно понимается сумма акционерного капитала и резервов, образованных из прибыли предприятия. Рентабельность собственного капитала показывает, сколько денежных единиц чистой прибыли заработала каждая единица, вложенная собственниками компании. Показатель рентабельности собственного капитала также характеризует эффективность работы менеджеров компании-эмитента. Однако коэффициент имеет и обратную трактовку – если у компании в отрасли доход на акционерный капитал много меньше, чем у остальных, то у данной компании, при выполнении ряда условий существуют перспективы роста, а следовательно повышение рыночной стоимости акций.

Рассчитывается по формуле:

$$ROE = (\text{чистая прибыль} / \text{собственный капитал}) \times 100 \%, \quad (38)$$

3) **Коэффициент рентабельности активов предприятия** (Return on assets), в процентах.

Позволяет определить эффективность использования активов предприятия. Коэффициент рентабельности активов показывает, сколько денежных единиц чистой прибыли заработала каждая единица активов. Показатель рентабельности собственного капитала характеризует эффективность работы финансовых менеджеров компании и специалистов в области управленческого учета.

Рассчитывается по формуле:

$$ROA = (\text{чистая прибыль} / \text{активы предприятия}) \times 100 \% \quad (39)$$

4) **Коэффициент рентабельности оборотных активов** (Return on current assets), в процентах .

Демонстрирует возможности предприятия в обеспечении достаточного объема прибыли по отношению к используемым оборотным средствам компании. Чем выше значение этого коэффициента, тем более эффективно и быстро используются оборотные средства.

Рассчитывается по формуле:

$$RCA = (\text{чистая прибыль} / \text{текущие активы}) \times 100 \% \quad (40)$$

5) **Коэффициент рентабельности внеоборотных активов** (Return on fixed assets), в процентах.

Демонстрирует способность предприятия обеспечивать достаточный объем прибыли по отношению к основным средствам компании. Чем выше значение данного коэффициента, тем более эффективно используются основные средства, а также тем быстрее окупятся новые инвестиции в основной капитал.

Рассчитывается по формуле:

$$RFA = (\text{чистая прибыль} / \text{долгосрочные активы}) \times 100 \% , \quad (41)$$

6) **Коэффициент рентабельности инвестиций** (Return on investment), %. Показывает, сколько денежных единиц потребовалось предприятию для получения одной денежной единицы прибыли. Этот показатель является одним из наиболее важных индикаторов конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности.

Рассчитывается по формуле:

$$ROI = (\text{чистая прибыль} / \text{собственный капитал} + \text{долгосрочные обязат.}) \times 100 \% \quad (42)$$

7) **Рентабельность продаж по маргинальному доходу** (Gross Profit Margin), в процентах.

Показывает, отношение маргинального дохода предприятия к выручке от реализации.

Рассчитывается по формуле:

$$GPM = (\text{выручка от реализации за вычетом переменных затрат} / \text{выручка от реализации}) \times 100 \% \quad (43)$$

– **Деловая активность** (Activity ratios).

Показатели оборачиваемости активов (assets turnover) и оборачиваемости собственного капитала (equity turnover) характеризуют уровень деловой активности предприятия и рассчитываются как отношение годовой выручки от реализации продукции (работ, услуг) к среднегодовой стоимости соответственно активов и собственного капитала. Эта группа коэффициентов позволяет проанализировать, насколько эффективно предприятие использует свои средства. Показатели деловой активности особенно важно сравнивать со среднеотраслевыми, так как их величина может существенно колебаться в зависимости от отрасли.

1. **Коэффициент оборачиваемости рабочего капитала** (Net working capital turnover).

Показывает насколько эффективно компания использует инвестиции в оборотный капитал и как это влияет на рост продаж. Чем выше значение этого коэффициента, тем более эффективно используется предприятием чистый оборотный капитал.

Рассчитывается по формуле:

$$NCT = \text{чистый объем продаж} / \text{чистый оборотный капитал} \quad (44)$$

2. **Коэффициент оборачиваемости основных средств** (Fixed assets turnover).

Фондоотдача. Этот коэффициент характеризует эффективность использования предприятием имеющихся в распоряжении основных средств. Чем выше значение коэффициента, тем более эффективно предприятие использует основные средства. Низкий уровень фондоотдачи свидетельствует о недостаточном объеме продаж или о слишком высоком уровне капитальных вложений, или о неэффективной технологии производства.

Рассчитывается по формуле:

$$FAT = \text{чистый объем продаж} / \text{долгосрочные активы} \quad (45)$$

3. **Коэффициент оборачиваемости активов** (total assets turnover).

Характеризует эффективность использования компанией всех имеющихся в распоряжении ресурсов, независимо от источников их привлечения. Данный коэффициент показывает сколько раз за год совершается полный цикл производства и обращения, приносящий соответствующий эффект в виде прибыли. Этот коэффициент также сильно варьируется в зависимости от отрасли.

Рассчитывается по формуле:

$$TAT = \text{чистый объем продаж} / \text{активы предприятия} \quad (46)$$

4. **Коэффициент оборачиваемости запасов** (Stock turnover).

Отражает скорость реализации запасов. Для расчета коэффициента в днях необходимо 365 дней разделить на значение коэффициента. В целом, чем выше показатель оборачиваемости запасов, тем меньше средств связано в этой наименее ликвидной группе активов. Особенно актуально

повышение оборачиваемости и снижение запасов при наличии значительной задолженности в пассивах компании.

Рассчитывается по формуле:

$$ST = \frac{\text{себестоимость реализованной продукции}}{\text{товарно-материальные запасы}} \quad (47)$$

5. **Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности** (Average collection period).

Показывает среднее число дней, требуемое для взыскания задолженности. Чем меньше это число, тем быстрее дебиторская задолженность обращается в денежные средства, а, следовательно, повышается ликвидность оборотных средств предприятия. Высокое значение коэффициента может свидетельствовать о трудностях со взысканием средств по счетам дебиторов.

Рассчитывается по формуле:

$$CP = (\text{счета к получению} / \text{чистый объем продаж}) \times 365, \quad (48)$$

– **Инвестиционные критерии** (Investment ratios).

1. **Прибыль на акцию** (Earning per ordinary share), сокращенно EPS.

Один из наиболее важных показателей, влияющих на рыночную стоимость компании. Показывает долю чистой прибыли в денежных единицах, приходящуюся на одну обыкновенную акцию. Увеличение прибыли на одну акцию свидетельствует о росте компании-эмитента и, как следствие, при прочих равных условиях приводит к росту размера дивидендов и росту курсовой стоимости акций.

Рассчитывается по формуле:

$$EPS = \frac{(\text{чистая прибыль} - \text{дивиденды по привилег. акциям})}{\text{число обыкновенн. акц.}} \quad (49)$$

2. **Дивиденды на акцию** (Dividends per ordinary share).

Показывает сумму дивидендов, распределяемых на каждую обыкновенную акцию. Повышение дивидендов свидетельствует о росте прибыли компании и, как правило, является сигналом курсовой стоимости акции, в случае если до этого акции не поднимались в своей стоимости.

Рассчитывается по формуле:

$$DPS = \text{дивиденды по обыкновенн. акц.} / \text{число обыкновенн. акц.} \quad (50)$$

3. Соотношение цены акции и прибыли (Price to earnings).

Один из главных показателей, которым руководствуется большая часть рядовых инвесторов и трейдеров рынка ценных бумаг. Этот коэффициент показывает, сколько денежных единиц согласны платить акционеры за одну денежную единицу чистой прибыли компании. Он, также, показывает, насколько быстро могут окупиться инвестиции в акции компании, и позволяет сравнивать цены акций на относительной основе. Акции по \$50, торгуемые с коэффициентом P/E, равным 10, относительно дешевле акций по 20 долл. США, торгуемых с коэффициентом 30.

Рассчитывается по формуле:

$$P / E = \text{рыночная цена акции} / \text{EPS} \quad (51)$$

4. Коэффициент выплаты (Payout ratio).

Процент чистой прибыли компании, идущий на выплату дивидендов. Нормальный уровень для западных корпораций 25-50 %.

Достоинства и недостатки фундаментального анализа.

Итак, фундаментальный анализ акций основывается на оценке эмитента: его доходов, положения на рынке, величины активов и пассивов, нормы прибыли на собственный капитал и многих других показателях, характеризующих деятельность фирмы. Базой анализа являются балансы, отчеты о прибыли и убытках, другие материалы, публикуемые компанией. Кроме того, изучается практика управления компанией, состав управляющих органов. Проводится изучение данных о состоянии дел в отрасли, анализ рынков, на которые компания выходит как продавец или покупатель. Эти исследования позволяют сделать вывод о том, завышена или занижена стоимость ценной бумаги по сравнению с реальной стоимостью активов.

Однако при всех этих достоинствах минусом фундаментального анализа является то, что это тяжелая, трудоемкая работа, требующая создания базы данных и адекватного финансирования. Доход от операций с ценными бумагами каждого отдельного оператора может оказаться недостаточным для покрытия расходов, связанных с проведением анализа.

В странах с развитой рыночной экономикой широко используется методика рейтинговой оценки корпораций в различных отраслях экономики, осуществляемая специалистами в рамках фирмы, компании, агент-

ства и т. д. Больше всего аргументов против фундаментального анализа имеют те, кто им не пользуются. Первым из них является то, что те, кто пользуются этим типом анализа при инвестировании, основывают свои решения на информации, уже известной всем основным участникам рынка, и, следовательно, эта информация не может дать им никакого преимущества.

Вторым аргументом является то, что большая часть фундаментальной информации «нечеткая» и «размытая», что часто означает зависимость ее интерпретации от личного мнения человека, анализирующего эту информацию. Хотя талантливые личности и преуспели на этом поприще, среднему человеку не стоит тратить время на анализ такого типа.

Еще один аргумент не в пользу фундаментального анализа состоит в том, что если рынок «недооценил» акцию сейчас, то вполне возможно, что он не сделает этого и в будущем, а в результате затраты не окупятся, т. е. отсутствуют гарантии того, что рынок подтвердит фундаментальные оценки аналитиков.

Контрольные вопросы:

1. Перечислите методы анализа финансовых и товарных рынков.
 2. В каких случаях инвесторам целесообразно использовать фундаментальный анализ?
 3. Какие четыре группы факторов, влияющих на рынок выделяет фундаментальный анализ? Охарактеризуйте их.
 4. Какие индикаторы используются для исследования прошлой, текущей или будущей экономической ситуации в стране или отдельной компании?
 5. Как при фундаментальном анализе применяется модель случайных (колеблющихся) гипотез?
 6. Как при фундаментальном анализе применяются поведенческие финансы?
 7. Какой из предложенных в данной главе метод формирования портфеля наиболее предпочтителен для инвестора?
-

Тесты по дисциплине «Рынок ценных бумаг»

- 1) Ценными бумагами являются:
 - a) страховые полисы;
 - b) облигации;
 - c) долговые расписки;
 - d) векселя;
 - e) акции.

- 2) Облигация является:
 - a) долговым обязательством инвестора перед эмитентом;
 - b) долговым обязательством эмитента перед инвестором;
 - c) документом, удостоверяющим право собственности инвестора на часть имущества эмитента.

- 3) Величина купонных выплат по облигациям зависит от:
 - a) срока приобретения облигации;
 - b) текущих банковских ставок по депозитам;
 - c) курсовой стоимости облигации;
 - d) купонной ставки по данному займу.

- 4) Облигации право на участие в управлении эмитентом:
 - a) дают, если это право предусмотрено условиями эмиссии;
 - b) дают;
 - c) дают, если это записано в уставе;
 - d) не дают.

- 5) Купонная облигация на первичном рынке может размещаться:
 - a) с дисконтом;
 - b) только по номинальной стоимости.

- 6) Акционерное общество может выпускать облигации:
 - a) не ранее третьего года существования, если облигации выпускаются без обеспечения, предоставленного третьими лицами;
 - b) только после полной оплаты уставного капитала;
 - c) сразу после государственной регистрации.

- 7) Номинальная стоимость всех акций акционерного общества составляет:
 - a) рыночную стоимость акционерного общества;

- b) собственный капитал акционерного общества;
- c) уставный капитал акционерного общества.

8) Акционер за деятельность акционерного общества несет ответственность:

- a) субсидиарную;
- b) ограниченную;
- c) солидарную;
- d) не несет никакой ответственности;
- e) всем своим имуществом.

9) По российскому законодательству акции могут выпускаться как ценные бумаги:

- a) именные;
- b) на предъявителя;
- c) ордерные.

10) По открытой подписке могут размещаться акции:

- a) открытого акционерного общества;
- b) закрытого акционерного общества.

11) Акционеры-владельцы привилегированных акций участвуют в общем собрании акционеров с правом голоса при решении вопросов:

- a) об открытии филиалов и представительств;
- b) о реорганизации акционерного общества;
- c) о выплате дивидендов по привилегированным акциям;
- d) о выборе руководящих органов акционерного общества;
- e) о ликвидации акционерного общества.

12) Кумулятивные акции – это:

- a) акции, обеспечивающие избрание в совет директоров акционерного общества;
- b) привилегированные акции, по которым невыплаченный дивиденд накапливается и выплачивается в дальнейшем;
- c) акции, дающие право на кумулятивную систему голосования на общем собрании акционеров.

13) Балансовая цена акции – это цена:

- a) по которой акции продаются на вторичном рынке;
- b) по которой акции продаются на первичном рынке;
- c) которая определяется на основе документов бухгалтерской от-

четности и представляет собой количество активов акционерного общества, приходящееся на одну акцию.

14) В России к государственным ценным бумагам относятся ценные бумаги:

- a) приватизированных предприятий;
- b) федеральные;
- c) субъектов РФ;
- d) банков с государственным участием.

15) Обязываться векселем могут:

- a) только юридические лица;
- b) юридические и физические лица;
- c) только физические лица;
- d) физические и юридические лица, а также Российская Федерация, ее субъекты и муниципальные образования в случаях, специально предусмотренных федеральным законом.

16) По Российскому законодательству вексель является ценной бумагой:

- a) ордерной;
- b) на предъявителя;
- c) долевой.

17) Простой вексель отличается от переводного векселя:

- a) возможностью осуществить регресс;
- b) возможностью индоссамента;
- c) сроком обращения;
- d) лицами, обязанными уплатить вексельную сумму;

18) В случае непредъявления векселя к платежу в положенный срок риск неплатежа по векселю ложится на:

- a) векселедателя;
- b) любого из обязанных по векселю лиц;
- c) плательщика по векселю;
- d) векселедержателя.

19) Депозитные и сберегательные сертификаты выпускаются:

- a) только на предъявителя;
- b) именные и на предъявителя;
- c) только именные.

20) Эмитентом депозитных и сберегательных сертификатов могут быть:

- a) банки;
- b) любые юридические лица;
- c) только профессиональные участники рынка ценных бумаг.

21) Депозитный сертификат — это документ:

a) являющийся обязательством по выплате размещенных в банке депозитов, право требования по которому может уступаться одним лицом другому;

b) удостоверяющий факт хранения ценных бумаг в депозитарии;

c) удостоверяющий внесение клиентом банка ценных бумаг, драгоценных металлов или иных ценностей на счет в банке.

22) Если срок сберегательного сертификата просрочен, то в этом случае банк обязан погасить его:

- a) в течение 30 дней;
- b) в течение 10 дней;
- c) по первому требованию;
- d) не обязан погашать вообще.

23) Уступка прав требования по депозитным и сберегательным сертификатам на предъявителя осуществляется:

- a) индоссаментом;
- b) простым вручением;
- c) куплей-продажей;
- d) цессией.

24) АДР размещаются:

- a) в американских долларах;
- b) в валюте страны, резидентом которой является инвестор;
- c) в любой конвертируемой валюте.

25) АДР 1 уровня по сравнению с АДР 2 и 3 уровнями требуют:

- a) большего количества информации;
- b) дают возможность обращаться на биржах США;
- c) меньшего количества информации.

26) АДР 3 уровня отличается от АДР 2 уровня:

a) возможностью осуществления первичного размещения ценных бумаг на биржах США;

b) возможностью обращаться как на внебиржевом рынке, так и биржевом рынке США.

27) К производным финансовым инструментам относятся:

- a) фьючерсы;
- b) опционы;
- c) сертификаты акций;
- d) коносаменты.

28) Рынки ценных бумаг по порядку обращения подразделяются на:

- a) первичный;
- b) международный;
- c) вторичный;
- d) региональный;
- e) кассовый.

29) Рынок, на котором происходит продажа акций их первым владельцам, называется:

- a) первичным;
- b) вторичным;
- c) уличным.

30) Эмитент обязан обеспечить любым потенциальным инвесторам возможность доступа к информации, содержащейся в проспекте эмиссии:

- a) после приобретения ценных бумаг;
- b) в момент приобретения ценных бумаг;
- c) до приобретения ценных бумаг;

31) Государственное регулирование деятельности на рынке ценных бумаг в РФ осуществляется путем:

- a) лицензирования деятельности профессиональных участников фондового рынка;
- b) участия в саморегулируемых организациях;
- c) непосредственного управления деятельностью профессиональных участников фондового рынка;
- d) аттестации специалистов.

32) К видам профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг относится деятельность по:

- a) управлению ценными бумагами;
- b) заключению сделок на рынке срочных контрактов;

- с) хеджированию рисков на рынке ценных бумаг;
- д) определению взаимных обязательств (клиринговая деятельность);
- е) организации торговли на рынке ценных бумаг.

33) Саморегулирование на рынке ценных бумаг – это:

- а) передача государством части своих функций по регулированию рынка профессиональным участникам рынка ценных бумаг;
- б) создание системы экспертных советов ФСФР;
- с) система управления портфельными рисками.

34) По договору комиссии на операции с ценными бумагами брокер действует за счет:

- а) собственного капитала или капитала клиента в зависимости от положений договора;
- б) клиента;
- с) собственного капитала.

35) Оказанием услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги занимается:

- а) депозитарий;
- б) клиринговая организация.

36) Лицо, пользующееся услугами депозитария по хранению ценных бумаг и/или учету прав на ценные бумаги, именуется:

- а) комитентом по счету депо;
- б) депонентом;
- с) депозитором.

37) Обязанностью депозитария является:

- а) ведение счета депо депонента;
- б) регистрация фактов обременения ценных бумаг депонента обязательствами;
- с) ведение реестра владельцев ценных бумаг;
- д) внесение ценных бумаг на депозит коммерческого банка по поручению владельца;
- е) передача депоненту информации о ценных бумагах, полученной от эмитента или держателя реестра.

38) Инвестиционный фонд является:

- а) инвестором на рынке ценных бумаг;

- b) эмитентом ценных бумаг;
- c) профессиональным участником рынка ценных бумаг.

39) Основным видом деятельности инвестиционного фонда является осуществление:

- a) вложений в ценные бумаги;
- b) конкретных инвестиционных проектов, связанных со строительством или реконструкцией производственных мощностей;
- c) инвестиционного консультирования своих вкладчиков.

Ответы на тесты даны в табл. 5.

Таблица 5

Ответы на тесты

Номер теста	Ответ	Номер теста	Ответ	Номер теста	Ответ
1	b, d, e	14	b, c	27	a, b
2	b	15	d	28	a, c
3	d	16	a	29	a
4	d	17	d	30	c
5	a	18	d	31	a, d
6	a, b	19	b	32	a, d, e
7	c	20	a	33	a
8	b	21	a	34	c
9	a	22	c	35	a
10	a	23	b	36	b
11	b, d	24	a	37	a, b, e
12	b	25	c	38	a, b
13	c	26	a	39	a

Задачи по теме: «Ценные бумаги»

Задача 1.

Несколько предпринимателей решают создать акционерное общество с целью организации сталеплавильного производства. Предполагаемый размер уставного фонда вновь образуемого предприятия – 30 000 рублей. Первый учредитель внёс в общее дело 5 000 рублей, второй – 8 000 рублей, третий – 9 000 рублей. Уставный фонд был поделён на 3 000 акций. Определить:

- 1) номинальную стоимость одной акции;
- 2) количество акций, которое нужно было продать сторонним покупателям, чтобы полностью сформировать уставный фонд».

Номинальная стоимость акции равна:

$$30\,000 \text{ рублей} / 3\,000 \text{ акций} = 10 \text{ рублей.}$$

Учредителям удалось собрать:

$$5\,000 + 8\,000 + 9\,000 = 22\,000 \text{ рублей.}$$

Таким образом, необходимо «добрать» еще:

$$30\,000 - 22\,000 = 8\,000 \text{ рублей.}$$

Номинал одной акции – 10 рублей, следовательно, сторонним покупателям необходимо продать ещё:

$$8\,000 / 10 = 800 \text{ акций.}$$

Задача 2.

С момента создания акционерного общества прошло два года. Дела у предпринимателей идут хорошо. Активы компании оцениваются в 60 000 рублей. По итогам года решено было направить на выплату дивидендов 4 500 рублей из прибыли. Определить:

- 1) балансовую стоимость одной акции;
- 2) величину дивиденда, приходящуюся на одну акцию».

Балансовая стоимость акции равна:

$$60\,000 \text{ рублей} / 3\,000 \text{ акций} = 20 \text{ рублей.}$$

Величина дивиденда, приходящегося на одну акцию равна:

$$4\,500 / 3\,000 \text{ акций} = 1,5 \text{ кроны.}$$

Задача 3.

Если предприятие выпускает 3-годовалую облигацию номинальной стоимостью 1000 р. с купонной ставкой 12 %, по которой купонные выплаты производятся один раз в год и рыночная процентная ставка по аналогичным облигациям составляет 15 % годовых, то предприятие может рассчитать цену продажи облигаций по формуле:

$$P_{обл} = \frac{C}{(1+r)} + \frac{C}{(1+r)^2} + \frac{C}{(1+r)^3} + \dots + \frac{C}{(1+r)^n} + \frac{H}{(1+r)^n} = \sum_{i=1}^n \frac{C}{(1+r)^i} + \frac{H}{(1+r)^n},$$

где C – сумма купонных выплат;

r – доходность к погашению (ставка дисконтирования);

H – номинальная стоимость облигации;

n – число лет до погашения облигации.

$$P_{обл.} = \frac{120}{(1+0,15)} + \frac{120}{(1+0,15)^2} + \frac{120+1000}{(1+0,15)^3} = 931,5 \text{ руб.}$$

Задача 4.

Рассмотрим предыдущую задачу по 3-летней облигации при тех же параметрах, но выплаты по купонам производятся дважды в год. В этом случае цена облигации будет равна:

$$P_{обл.} = \frac{C/m}{(1+r/m)} + \frac{C/m}{(1+r/m)^2} + \dots + \frac{C/m}{(1+r/m)^{n*m}} + \frac{H}{(1+r)^n},$$

$$P_{обл.} = \frac{120/2}{(1+0,15/2)} + \frac{120/2}{(1+0,15/2)^2} + \frac{120/2}{(1+0,15/2)^3} + \frac{120/2}{(1+0,15/2)^4} +$$

$$\frac{120/2}{(1+0,15/2)^5} + \frac{120/2}{(1+0,15/2)^6} + \frac{1000}{(1+0,15/2)^3} = 939,1 \text{ руб.}$$

По данным облигациям предприятие за период их действия произведет 6 купонных платежей по 60 р. каждый. Как видим, цена облигации при полугодовых купонных выплатах выше и составляет 939,1 р. Это обусловлено тем, что купонные платежи производятся не в конце каждого года, а по полугодиям. Инвестор раньше получает денежные средства, которые он может использовать для своих нужд. Поэтому за более ранние поступления денежных средств он готов заплатить за облигацию более высокую сумму.

Задача 5.

Рассмотрим пример определения цены облигации номинальной стоимостью 1000 р., по которой ежегодно выплачивается купонный доход в размере 10 %. Ставка дисконтирования равна 15 %. Облигация при-

обретена в 60-й день купонного периода. До срока погашения осталось 2 года и 305 дней.

Для определения цены облигации рассчитаем долю купонного периода от даты покупки до даты купонных выплат:

$$k = \frac{t}{T}, k = \frac{305}{365} = 0,84.$$

Таким образом, доход по первому купону инвестор получит через 305 дней от даты покупки облигации, что составляет 0,84 длительности купонного периода. Второй купон будет получен через 1,84 года и третий – через 2,84 года со дня покупки.

В этом случае цену облигации можно определить следующим образом:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+r)^k \times (1+r)^{t-1}} + \frac{H}{(1+r)^k \times (1+r)^{n-1}} = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+r)^{k+t-1}} + \frac{H}{(1+r)^{k+n-1}},$$

$$P = \frac{100}{(1+0,15)^{0,84}} + \frac{100}{(1+0,15)^{0,84} + (1+0,15)^{(2-1)}} +$$

$$+ \frac{1100}{(1+0,15)^{0,84} + (1+0,15)^{(3-1)}} = 905,28 \text{ руб.}$$

Задача 6.

Рассмотрим пример. Требуется определить цену бескупонной облигации номиналом 1000 р., которую выпускает предприятие со сроком обращения 182 дня. Рыночная процентная ставка по облигациям аналогичного типа составляет 15 % годовых. При таких условиях цена облигации будет равна:

$$P_{\text{обл.}} = \frac{H}{1 + r \times \frac{t}{365}},$$

$$P_{\text{обл.}} = \frac{1000}{1 + 0,15 \times \frac{182}{365}} = 930,24 \text{ руб.}$$

Задача 7.

Рассмотрим вариант вложений в облигацию со сроком обращения 2 года и номинальной стоимостью 1000 р.

Если купонная ставка по облигации составляет 8 %, а ожидаемая инвестором доходность – 12 %, то цена при выплате купонного дохода 1 раз в год составит:

$$P_{обл.} = \frac{80}{1 + 0,12} + \frac{80}{(1 + 0,12)^2} + \frac{1000}{(1 + 0,12)^2} = 932,39 \text{ руб.}$$

В связи с тем, что купонная доходность ниже, чем требуемая доходность, облигация продается с дисконтом по цене ниже номинала.

Если рассмотреть обратную ситуацию, когда купонный доход составляет 12 %, а рыночная доходность равна 8 %, то цена облигации составит:

$$P_{обл.} = \frac{120}{1 + 0,08} + \frac{120}{(1 + 0,08)^2} + \frac{1000}{(1 + 0,08)^2} = 1071,32 \text{ руб.}$$

В этом случае облигация на рынке оценивается выше номинальной стоимости, т. е. продается с премией.

Например, процентная ставка составляет 10 % и остается неизменной в течение всего периода, а купонная ставка по облигации номиналом 1000 р. со сроком обращения 10 лет установлена в размере 12 %. Купон оплачивается один раз в год. Подставляя в ранее приведенную формулу числовые значения нашего примера, получим цену облигации, равную 1122,89 рублей

Если до конца срока обращения осталось 5 лет, то при прочих равных условиях текущая стоимость облигации, рассчитанная по известной формуле, составит 1075,82 р.

Задача 8.

Рассчитаем дюрацию для облигации номинальной стоимостью 1000 р., с купонным годовым доходом 80 р., доходностью 10 % и периодом обращения 3 года:

Пример расчета дюрации

Срок до наступления платежа, лет	Сумма платежа, руб.	Процентная ставка, %	Коэффициент приведения	Приведенная стоимость платежа, руб.	Приведенная стоимость платежа, умноженная на время, руб.
t	C	r	$1/(1+r)^n$	PV	$PV * t$
1	80	10	0,9091	72,73	72,73
2	80	10	0,8264	66,12	132,34
3	1080	10	0,7513	811,4	2434,2
Итого	1240	-	-	950,25	2639,17

Дюрация, рассчитанная по вышеприведенной формуле, в нашем примере составит:

$$D = \frac{2639,17}{950,25} = 2,78 \text{ года.}$$

Дюрацию можно рассчитать и другим способом, если определить долю каждого платежа в рыночной цене облигации и использовать их в качестве весов для периодов времени до наступления платежа. В этом случае дюрация рассчитывается по формуле:

$$D = \sum_{t=1}^T \left[\frac{PV(C_t)}{P_0} \times t \right],$$

Используя вышеприведенные данные, определим дюрацию с использованием весовых коэффициентов:

$$D = \frac{72,73}{950,25} \times 1 + \frac{66,12}{950,25} \times 2 + \frac{811,4}{950,25} \times 3 = 2,78 \text{ года.}$$

Если дюрация составляет 12,47 года, а рыночные процентные ставки равны 10 %, то модифицированная дюрация будет равна:

$$D_M = \frac{12,47}{1 + 0,1} = 11,34.$$

Показатель модифицированной дюрации определяет, на сколько процентов изменится цена облигации при изменении рыночной процентной ставки на 1%. Для измерения относительного изменения цены облигации в результате изменения процентных ставок применяют следующую формулу:

$$\Delta P_{обл} = -D_M \times \Delta r,$$

где $\Delta P_{обл}$ – изменение цены облигации (в %);

D_M – модифицированная дюрация;

Δr – изменение рыночных процентных ставок (в %).

Перед формулой стоит знак «минус», показывающий, что между курсом облигаций и процентными ставками существует обратная зависимость. Если процентные ставки растут, то цена облигаций снижается, и наоборот.

Если рыночные процентные ставки снизились с 10 до 9,5 %, то цена облигации возрастет на $[-11,34 \times (-0,5)] = 5,67\%$.

Таким образом, при снижении рыночной процентной ставки на 0,5 % цена облигации в нашем примере возрастет на 5,67 %. Если при прежних

процентных ставках облигация стоила 92,7 % от номинала, то при снижении процентных ставок на 0,5 % цена облигации повысится до 98,37%.

Задача 9.

Показатель дюрации используется не только для определения риска конкретной облигации, но и для измерения риска портфеля, состоящего из нескольких облигаций. Дюрация портфеля определяется по формуле:

$$D_{\Pi} = \sum_{i=1}^n D_i \times K_i,$$

где D_i – дюрация i -того вида облигаций по их рыночной стоимости;
 K_i – доля i -того вида облигаций по их рыночной стоимости в общей стоимости портфеля. Сумма всех $K_i = 1$;

$i = 1, 2, 3 \dots n$ – вид облигации, имеющейся в портфеле.

Рассмотрим пример расчета дюрации портфеля, который содержит облигации 5 компаний.

Расчет дюрации портфеля

Облигации компаний	Дюрация, лет	Доля в портфеле	Взвешенная дюрация, лет
<i>A</i>	3,7	0,2	0,74
<i>B</i>	5,2	0,5	2,60
<i>C</i>	6,5	0,1	0,65
<i>D</i>	7,0	0,1	0,70
<i>E</i>	8,1	0,1	0,81
Всего по портфелю	-	1	5,5

Рассмотрим пример. На рынке бескупонная облигация продается по цене 80 % от номинальной стоимости. До даты погашения осталось 182 дня. Требуется определить, какую доходность к погашению получит инвестор, купивший эту облигацию. Биржевые цены облигаций указываются не в рублях, а в процентах от номинальной стоимости. Поэтому номинал облигации принимается равным 100 %. Доходность к погашению по данной облигация равна:

$$r_n = \left[\sqrt[n]{\frac{H}{P}} - 1 \right] \times 100, \quad r_n = \frac{100 - 80}{80} \times \frac{365}{182} \times 100 = 50\%.$$

Если расчет произведен по сложному проценту, то мы получим:

$$r_n = \left[\sqrt[0,5]{\frac{100}{80}} - 1 \right] \times 100 = 56,25\%.$$

Разница в значениях обусловлена тем, что в первом случае, получив средства от погашения облигаций, инвестор этот доход забирает, а инвестирует на следующий срок только первоначальную сумму. Таким образом, если инвестор купил за полгода до погашения облигацию номинальной стоимостью 1000 р. за 80 %, т. е. за 800 р., то при погашении он получит 1000 р., из которых реинвестирует 800 р. с такой же доходностью. Следовательно, за второе полугодие он тоже получит доход в размере 200 р. Суммарный доход за год составит 400 р. (200 + 200), а годовая доходность равна 50 % (400 : 800).

Во втором случае предполагается, что после погашения облигации инвестор реинвестирует всю сумму (первоначальную и полученный доход). При погашении облигации через полгода после приобретения инвестор получит 1000 р., из которых 800 р. – это возврат первоначальных инвестиций, а 200 р. – это полугодовой доход. Всю полученную сумму в размере 1000 р. инвестор инвестирует еще на полгода с доходностью 25%, и за второе полугодие он будет иметь доход 250 р. Суммарный годовой доход равен 450 р. (200 + 250), а доходность первоначальных инвестиций – 56,25 % (450 : 800).

Задача 10.

Приобретая бескупонную облигацию, инвестор не обязан держать ее до погашения. Если ему потребуются средства, то он может продать облигацию на вторичном рынке. В этом случае доходность его вложений за период владения облигацией определяется по формуле:

$$r_g = \frac{P_{np} - P_n}{P_n} \times \frac{365}{t_{вл}} \times 100,$$

где P_n – цена покупки облигации;

P_{np} – цена продажи облигации;

$t_{вл}$ – число дней от даты покупки до даты продажи.

Например, инвестор приобрел облигацию за 87 % от номинала, а через 60 дней продал ее за 93 %. Его доходность за период владения облигацией в расчете на год составила:

$$r_g = \frac{93 - 87}{87} \times \frac{365}{60} = 41,9\% .$$

Задача 11.

Облигация на рынке котируется по цене 950 р. По облигации в течение года выплачивается по купону 100 р. Текущая доходность по данной облигации составляет:

$$r_{\text{тек}} = \frac{C_{\text{год}}}{P_{\text{тек}}} \times 100$$

$$r_{\text{тек}} = \frac{100}{950} \times 100 = 10,53\%.$$

Задача 12.

$H = 1000$ р.; $P = 850$ р.; $C_{\text{год}} = 150$ р.; $n = 4$ года. Рассчитайте ориентировочную и точную доходность облигации.

Расчет осуществляется по формуле:

$$D_{\text{ор}} = \frac{\frac{H - P}{2} + C_{\text{год}}}{\frac{H + P}{2}} \times 100,$$

где H – номинальная стоимость облигации;

P – цена облигации;

n – число лет до погашения;

$C_{\text{год}}$ – годовая сумма купонных выплат.

$$D_{\text{ор}} = \frac{\frac{1000 - 850}{2} + 150}{\frac{1000 + 850}{2}} \times 100 = 20,27\%.$$

Для расчета показателя точной доходности следует воспользоваться формулой:

$$r_{\text{точ}} = r_1 + (r_2 - r_1) * \frac{P_1 - P}{P_1 - P_2},$$

где r_1 – показатель доходности ниже ориентировочной доходности;

r_2 – показатель доходности выше ориентировочной доходности;

P_1 – цена облигации, рассчитанная для r_1 ;

P_2 – цена облигации, рассчитанная для r_2 .

Если в нашем примере $r_{op} = 20,27\%$, то в качестве r_1 можно взять 20% , а для $r_2 = 21\%$.

Для данных показателей доходности определим цены облигаций:

$$P_1 = \frac{150}{1,2} + \frac{150}{(1,2)^2} + \frac{150}{(1,2)^3} + \frac{1150}{(1,2)^4} = 870,5 \text{ руб.};$$

$$P_2 = \frac{150}{1,21} + \frac{150}{(1,21)^2} + \frac{150}{(1,21)^3} + \frac{1150}{(1,21)^4} = 847,57 \text{ руб.};$$

Исходя из полученных данных, определяем точную полную доходность:

$$r_{точ} = 20 + (21 - 20) \times \frac{870,56 - 850}{870,56 - 847,57} = 20,89.$$

Задача 13.

«Великобритания, XVII век. Правительство короля Джека I выпускает облигационный заем на сумму 100 000 фунтов для покрытия дефицита бюджета, вызванного военными столкновениями с Францией. Количество облигаций – 1000, срок обращения – 2 года, периодичность выплаты процентов – 2 раза в год, величина купонного процента – 3%. Определить:

- 1) номинал одной облигации;
- 2) совокупную величину купонных выплат по одной облигации».

Номинальная стоимость одной облигации равна:

$$100\,000 \text{ фунтов} / 1\,000 = 100 \text{ фунтов.}$$

Для того чтобы найти совокупную величину купонных выплат по одной облигации, сначала необходимо определить, сколько раз за всё время обращения будет выплачиваться купонный процент:

$$2 \text{ года} \times 2 \text{ раза в год} = 4 \text{ раза.}$$

Затем умножаем 4 на величину купонного процента:

$$4 \times 3\% = 12\%.$$

Совокупная величина купонных выплат по одной облигации равна:

$$12\% \times 100 \text{ фунтов} = 12 \text{ фунтов.}$$

Задача 14.

«Россия, XIX век. Трёхгорная мануфактура должна банку 6 000 рублей. Купец из Москвы должен мануфактуре 10 000 рублей. Директор мануфактуры выписывает переводной вексель (тратту) на имя банка, плательщиком по которому выступает купец (сумма, указанная в векселе равна 6 000 рублей). Определить:

1) сколько купец из Москвы будет должен банку после того, как купец акцептует переводной вексель?

2) сколько купец из Москвы будет должен Трёхгорной мануфактуре после того, как купец акцептует переводной вексель»?

После того, как купец из Москвы акцептует переводной вексель, он будет должен банку 6 000 рублей, а мануфактуре:

$$10\ 000 - 6\ 000 = 4\ 000 \text{ рублей.}$$

Задача 15.

«Италия, XIII в. Богатый торговец вином отправляется в Палестину. Он привозит в венецианский порт 5 225 ливров серебром. Опасаясь за сохранность денег, он отдаёт их венецианскому банку, взамен получая переводной вексель на сумму 5 180 ливров. Плательщиком является филиал банка в городе Яффа. Определить:

1) на сколько увеличится содержимое казны венецианского банка после этой операции?

2) в сокровищнице филиала венецианского банка в Яффе – 12 800 серебряных ливров. Сколько денег там останется, после того, как филиал рассчитается с ремитентом?

3) Какова будет общая прибыль банка от проведения этой операции»?

Итак, венецианский банк выписал переводной вексель, получив взамен 5 225 ливров серебром. Именно на эту сумму и увеличилось содержимое его казначейства. Однако когда торговец вином доберётся до Яффы, он предъявит к оплате тратту на 5 180 ливров. Очевидно, что после того, как казначей филиала выплатит торговцу указанную в векселе сумму, в казне останется:

$$12\ 800 - 5\ 180 = 7\ 620 \text{ ливров.}$$

А общая прибыль составит:

$$5\ 225 - 5\ 180 = 45 \text{ ливров.}$$

Специфика этой операции состоит в том, что содержимое казны банка в самой Венеции увеличивается, а в Яффе – уменьшится. Может показаться, что если провести ещё несколько таких операций, то средиземноморский филиал останется вообще без денег. Однако это не так: путешественники плывут туда и обратно. Главное в таких случаях, чтобы в казне было достаточно денег для расплаты с потенциальными ремитентами.

Задача 16.

«Акционерное общество “Abbot laboratories” (США) выпустило серию варрантов на обыкновенные акции. Один варрант даёт право приобрести пакет из 100 акций по цене \$35 за штуку. На вторичном рынке курс

акций “Abbot laboratories” подскочил до \$43. Во сколько можно оценить стоимость 2 000 варрантов на обыкновенные акции “Abbot laboratories”»?

Для того чтобы решить эту задачу, вначале необходимо понять: что же из себя представляет стоимость варранта? Варрант – это право купить (buy) акции по определённой цене (в данной задаче – по \$35). Если на вторичном рынке курс акций подскочил до \$43, то, очевидно, что стоимость права на покупку будет равняться:

$\$43 - \$35 = \$8$ из расчёта на одну акцию.

Отсюда считаем стоимость 2000 варрантов:

$2\,000 \text{ варрантов} * 100 \text{ акций в 1 варранте} * \$8 = \$1\,600\,000.$

Следует, однако, различать такую оценку стоимости и цену реальной сделки, которая может несколько отклоняться от оценочной величины.

Предположим, что владельцу варрантов срочно понадобилось их продать. Какова будет цена сделки? На первый взгляд кажется, что она должна быть по крайней мере меньше \$8, так как в противном случае покупатель может приобрести акции “Abbot laboratories” на вторичном рынке с теми же затратами. Кроме того, если мы хотим быстро продать варранты, то должны как-то стимулировать потенциального покупателя.

Однако на самом деле цена варрантов может быть и выше восьми долларов. Дело в том, что покупая варрант, его новый владелец получает право приобрести акции непосредственно у компании “Abbot laboratories” по твёрдой цене. А на вторичном рынке, где также продаются эти акции, котировка изменяется каждую секунду.

Представим себе, что мы продали варрант некоему игроку “X” по \$8.5 за акцию. Если на вторичном рынке цена акций упадёт, скажем, до уровня \$41, то игрок “X” станет ругать себя и подозревать нас в мошенничестве. Если же на вторичном рынке цена резко пойдёт вверх, то игрок “X” сочтёт нас за простаков, и будет всем рассказывать об удачной сделке. В последнем случае ситуация может развиваться очень драматично. Иногда на вторичном рынке спрос столь велик, а предложение столь мало, что все хотят купить и никто не хочет продавать. Покупатели перебивают друг у друга цену. В результате в некотором ценовом интервале сделок вообще не происходит. Представим себе, что цена на акции “Abbot laboratories” резко пошла вверх и в интервале \$44 - \$50 сделок не было и торговля началась только после того, как покупатели согласились брать акции по ценам выше \$50. В этой ситуации игрок “X” оказывается в выигрыше. Он приобрёл варрант по \$8.5, купил акции у фирмы по \$35, затратив всего \$43.5, а продал по \$50.5, заработав на каждой акции по \$7.

Задача 17.

1000 рублей помещается в банк под 10 % годовых. Определить стоимость вклада через 10 лет, если проценты начисляются:

- 1) по простой ставке,
- 2) по сложной ставке.

При начислении дохода по простой ставке будущая сумма будет

$$FV = PV \times (1 + i \times n)$$

$$FV = 1000 \times (1 + 10 \times 0.1) = 2.000 \text{ рублей}$$

В случае сложных процентных ставок

$$FV = PV \times (1 + i)^n$$

$$FV = 1000 \times (1 + 0.1)^{10} = 2593.74 \text{ руб.}$$

Задача 18.

Банк начисляет доход на вложенную сумму из расчета 1 % в месяц. Определить номинальную ставку, эффективную ставку и ставку непрерывного начисления процентов.

Номинальная процентная ставка

$$j = 1 \% \times 12 = 12 \%$$

Эффективная процентная ставка

$$i = \left(1 + \frac{j}{m}\right)^m - 1$$

$i = (1 + 0,12/12)^{12} - 1 = 0,1268$, или в процентном выражении $i = 12,68\%$.

Ставка при непрерывном начислении процентов

$$g = \ln(1 + i)$$

$$g = \ln(1 + 0.1268) = 0.1194, \text{ или } g = 11.94 \%$$

Задача 19.

Ежегодный купонный доход в 120 руб., приносимый облигацией с фиксированным доходом, реинвестируется посредством помещения на банковский счет под 14 % годовых в течение 6 лет. Какая сумма накопится на счете в результате реинвестирования?

$$FV = PMT * \frac{(1+i)^n - 1}{i}$$

$$120 \times \frac{(1,14)^6 - 1}{0,14} = 1024,26$$

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Гражданский кодекс РФ. Ч. 1 и Ч. 2. – М.: Ось-89, 1999.
2. Федеральный закон РФ “Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений” от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ. – Санкт-Петербург, 2000.
3. Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ.
4. Федеральный закон “О переводном и простом векселе” от 11.03.1997 г. № 48-ФЗ.
5. Закон Российской Федерации “О товарных биржах и биржевой торговле” от 20.02.1992 г. № 3281-1.
6. Письмо ГКАП РФ от 30 июля 1996 г. № 16-151/АК “Об форвардных, фьючерсных и опционных биржевых сделках”.
7. Федеральный закон “Об акционерных обществах” от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ. В редакции от 07.08.2001 г. № 120-ФЗ. – М.: Ось-89, 2001.
8. Федеральный закон “Об инвестиционных фондах” от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ. – М.: Ось-89, 2001.
9. Закон РФ “О валютном регулировании и валютном контроле” от 09.10.1992 г. № 3615-1. – М.: 1999.
10. Буренин А.Н. Фьючерсные, форвардные и опционные рынки. – М.: Тривола, 2004. 354 с.
11. Есипов В.Е. Ценообразование на финансовом рынке. – СПб.: Питер, 2000. 357 с.
12. Касимов Ю.Ф. Основы теории оптимального портфеля ценных бумаг. – М.: Филинь, 2005. 281 с.
13. Мертенс А.В. Инвестиции: Курс лекций по современной финансовой теории. – Киев: Киевское инвестиционное агентство, 2003. 395 с.
14. Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. – М.: Финансы и статистика, 2002. 432 с.
15. Лукаевич И.Я. Анализ финансовых операций. Методы, модели, техника вычислений. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 2005. 430 с.
16. Петерс Э. Хаос и порядок на рынках капитала. Новый аналитический взгляд на циклы и цены и изменчивость рынка / Пер. с англ. – М.: Мир, 2000. 306 с.
17. Семенкова Е.В. Операции с ценными бумагами: российская практика. Учебник. – М.: Перспектива: ИНФРА-М, 2001. 481 с.
18. Эрлих А.А. Технический анализ товарных и финансовых рынков: Прикладное пособие. – М.: ИНФРА-М, 2005. 513 с.
19. Балабанов А.И., Балабанов И.Т. Финансы. Учеб. пособие. – СПб.: Питер, 2000. 512 с.
20. Балабанов И.Т. Основы финансового менеджмента. Как управлять капиталом? – М.: Финансы и статистика, 2003. 581 с.
21. Бланк И.А. Управление использованием капитала. – Киев. Ника-Центр, 2000. 317 с.
22. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 2003. 423 с.
23. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции. – М.: Инфра-М, 2002. 423 с.
24. Богачек Н.Л. Операции портфельных инвесторов на рынке ценных бумаг. – М.: Современная экономика и право, 2002. 489 с.
25. Бочаров В.В. Финансовое моделирование. – СПб.: Питер, 2000. 498 с.
26. Бочаров В.В. Инвестиционный менеджмент. – СПб.: Питер, 2000. 534 с.
27. Иванов А.П. Инвестиционная привлекательность акций. – М.: Акционер, 2002. 376 с.
28. Касимова О.Ю. Введение в финансовую математику (анализ кредитных и инвестиционных операций). – М.: Анкил, 2001. 612 с.
29. Каратуев А.Г. Ценные бумаги: виды и разновидности. Учеб. пособие. – М.: Русская деловая литература, 2000. 512 с.

30. Крушвиц Л., Шефер Д., Шваке М. Финансирование и инвестиции. Сборник задач и решений / Пер. с нем. – СПб.: Питер, 2001. 412 с.
31. Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. – М.: Юристъ, 2002. 387 с.
32. Когут А.Е., Бахарев С.Ю., Шопенко Д.В. Управление инвестиционной деятельностью на предприятии. – СПб.: Изд-во ИСЭП РАН, 2003. 512 с.
33. Дуглас Л.Г. Анализ операций с облигациями на рынке ценных бумаг / Пер. с англ. – М.: Филинь, 2002. 318 с.
34. Мальхин В.И. Математика в экономике. Учеб. пособие. – М.: ИНФРА-М, 2001. 376 с.
35. Мельников А.В. Финансовые рынки: стохастический анализ и расчет производных ценных бумаг. – М.: ТВЦ, 2003. 412 с.
36. Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ / Пер. с англ. – М.: Дело, 2001. 229 с.
37. Найман Э. Д. Малая энциклопедия Трейдера. – Киев.: Альфа Капитал: Логос, 2004. 978 с.
38. Первозванский А.А., Первозванская Т.Н. Финансовый рынок: расчет и риск. – М.: ИНФРА-М, 2004. 412 с.
39. Крушвиц Л. Финансирование и инвестиции. – СПб.: Питер, 2000. 413 с.
40. Рэдхэд К., Хьюс С. Управление финансовыми рисками / Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2005. 423 с.
41. Севрух В.Т. Риски финансового сектора Российской Федерации: Практическое пособие. – М.: ЗАО “Финстатинформ”, 2001. 324 с.
42. Савенков В.Н. Ценные бумаги в России. Практическое пособие. – М.: Концерн “Банковский Деловой Центр”, 2002. 871 с.
43. Трояновский В.М. Математическое моделирование в менеджменте. Учеб. пособие. – М.: Русская деловая литература, 2003. 312 с.
44. Четыркин Е.М. Финансовая математика. Учебник. – М.: Дело, 2001. 456 с.
45. Баранова Н.Б., Еремкина И.А. Инвестиционный процесс в России. Учеб. пособие. – Пенза: ПГАСА, 2004. 387 с.
46. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент. Полный курс. В 2-х т. / Пер. с англ. под ред. В.В. Ковалева. – СПб.: Экономическая школа, 2003. 512 с.
47. Алехин Б. И. Рынок ценных бумаг: Введение в фондовые операции. – М.: Финансы и статистика, 2001. 498 с.
48. Белое В. А. Вексельное законодательство России: Научно-практический комментарий. – М.: ЮрИнфор, 2003. 135 с.
49. Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учеб. пособие. – М.: 1 Федеративная книготорговая компания, 2004. 412 с.
50. Гитман Л. Док., Джонк М. Д. Основы инвестирования: Пер. с англ. – М.: Дело, 2003, гл. 11. 512 с.
51. Каратуев А. Г. Ценные бумаги: виды и разновидности: Учеб. пособие. – М.: Русская деловая литература, 2004. 513 с.
52. Колтынюк Б. А. Ценные бумаги: Учебник. 2-е изд. – СПб.: Изд-во Михайлова В. А., 2001. 423 с.
53. Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: Перспектива, 2005. 698 с.
54. Рубцов Б. Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. – М.: ИНФРА-М, 2004, 698 с.
55. Рынок ценных бумаг/Под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 2001. 423с.
56. Рынок ценных бумаг/Под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 2001. 659 с.
57. Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. – 2-е изд., пере-

раб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2002. 598 с.

58. Фельцман А. А. Вексельное обращение. – М.: ИНФРА-М, 2000. 98 с.

59. Ценные бумаги: Учебник/Под ред. В. И. Колесникова, В. С. Торкановского. — М.: Финансы и статистика, 2003. 623 с.

60. Ценные бумаги: Учебник/Под ред. В. И. Колесникова, В. С. Торкановского. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2002. 543 с.

61. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2004. 539с.

СОДЕРЖАНИЕ

Введение.....	3
1. Фундаментальные понятия рынка ценных бумаг.....	4
1.1. История развития рынка ценных бумаг.....	4
1.2. Понятие рынка ценных бумаг.....	10
1.3. Классификация рынка ценных бумаг.....	19
2. Ценные бумаги. Виды ценных бумаг.....	22
2.1. Понятие ценной бумаги.....	22
2.2. Классификация ценных бумаг.....	25
2.3. Виды ценных бумаг.....	28
3. Профессиональные участники рынка ценных бумаг.....	80
4. Эмиссия ценных бумаг. Эмитенты на рынке ценных бумаг.....	98
4.1. Эмиссия ценных бумаг.....	98
4.2. Эмитенты. Способы классификации эмитентов.....	101
4.3. Порядок и процедуры эмиссии ценных бумаг в Российской Федерации.....	105
4.4. Правила и процедуры листинга в Российской Федерации.....	119
5. Инвесторы на рынке ценных бумаг и инвестиционный процесс.....	122
5.1. Характеристика инвесторов рынка ценных бумаг.....	122
5.2. Инвестиционная политика.....	126
6. Фундаментальный анализ рынка ценных бумаг.....	132
Тесты по дисциплине «Рынок ценных бумаг».....	157
Ответы на тесты.....	163
Задачи по теме: «Ценные бумаги».....	164
Список использованной литературы.....	176