

Министерство образования и науки Российской Федерации
Тольяттинский государственный университет
Институт финансов, экономики и управления
Кафедра «Финансы и кредит»

Е.В. Павлова

ЦЕННЫЕ БУМАГИ И ПРОИЗВОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Электронное учебное пособие

© ФГБОУ ВО «Тольяттинский
государственный университет», 2016

ISBN 978-5-8259-0957-8

УДК 336.76
ББК 65.264

Рецензенты:

канд. экон. наук, доцент кафедры «Экономика и финансовое право» Филиала Российского государственного социального университета в г. Тольятти *М.И. Галочкин*;

д-р экон. наук, доцент, профессор кафедры «Финансы и кредит» Тольяттинского государственного университета *А.А. Курилова*.

Павлова, Е.В. Ценные бумаги и производные финансовые инструменты : электронное учебное пособие / Е.В. Павлова. – Тольятти : Изд-во ТГУ, 2016. – 1 оптический диск.

Учебное пособие содержит основной материал, обеспечивающий формирование теоретических знаний студентов по учебной дисциплине «Ценные бумаги и производные финансовые инструменты».

Предназначено для студентов направления подготовки бакалавров 080100.62 (38.03.01) «Экономика» очной и заочной форм обучения.

Текстовое электронное издание.

Рекомендовано к изданию научно-методическим советом Тольяттинского государственного университета.

Минимальные системные требования: IBM PC-совместимый компьютер: Windows XP/Vista/7/8; ПИИ 500 МГц или эквивалент; 128 Мб ОЗУ; SVGA; Adobe Acrobat Reader.

© ФГБОУ ВО «Тольяттинский
государственный университет», 2016

Редактор *Т.Д. Савенкова*

Корректурa и техническое редактирование: *Е.В. Ахмадуллина*

Компьютерная верстка: *Л.В. Сызганцева*

Художественное оформление,

компьютерное проектирование: *Г.В. Карасева*

Дата подписания к использованию 24.05.2016.

Объем издания 3,5 Мб.

Комплектация издания: компакт-диск, первичная упаковка.

Заказ № 1-67-15.

Издательство Тольяттинского государственного университета

445020, г. Тольятти, ул. Белорусская, 14,

тел. 8(8482) 53-91-47, www.tltsu.ru

Содержание

ВВЕДЕНИЕ	5
Тема 1. Экономическая сущность ценных бумаг	8
Тема 2. Акции	20
Тема 3. Облигации	34
Тема 4. Государственные ценные бумаги	56
Тема 5. Векселя, чеки, депозитные и сберегательные сертификаты	67
Тема 6. Товарораспорядительные ценные бумаги. Закладная и другие ипотечные ценные бумаги	86
Тема 7. Инфраструктура рынка ценных бумаг	98
Тема 8. Эмиссия ценных бумаг	112
Тема 9. Инвестирование в ценные бумаги. Инвестиционные фонды	123
Тема 10. Производные финансовые инструменты	129
ПРИМЕРЫ РЕШЕНИЯ ТИПОВЫХ ЗАДАЧ	144
ТЕСТЫ	152
ВОПРОСЫ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЯ	180
БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК	182

ВВЕДЕНИЕ

Невозможно себе представить современного финансиста, банкира или экономиста-международника, который не знал бы экономической природы ценных бумаг, их функций, взаимосвязи финансового и фондового рынков.

Финансирование предприятий, венчурных проектов, привлечение заемных средств государством и муниципалитетами — все это осуществляется через инструменты фондового рынка. В рыночной экономике именно с помощью ценных бумаг происходит перелив капитала в те сферы и отрасли хозяйства, которые в тот или иной момент обеспечивают наиболее эффективное развитие экономики и общества. Руководители организаций, которые знают, как эффективно привлечь капитал, заведомо ставят свою компанию в более выигрышное положение по сравнению с другими.

Цель учебного пособия — помочь студентам в самостоятельном изучении дисциплины «Ценные бумаги и производные финансовые инструменты». Учебное пособие предназначено для студентов очного и заочного отделений и посвящено изучению основ таких ценных бумаг, как акции, банковские ценные бумаги, векселя, государственные и муниципальные облигации, а также фьючерсных, форвардных, опционных контрактов и своп-контрактов. Данная дисциплина относится к циклу профессиональных.

Цель дисциплины — дать целостное представление о ценных бумагах и производных финансовых инструментах.

Задачи дисциплины

1. Выяснить экономическую сущность ценных бумаг, рассмотреть особенности конкретных видов ценных бумаг, условия их выпуска и обращения, возможности использования в практике экономических субъектов.

2. Рассмотреть структуру рынка ценных бумаг, виды его участников (профессиональных участников, инвесторов, эмитентов), их взаимодействие, а также операции различных категорий участников с ценными бумагами.

3. Дать представление об основах инвестирования в ценные бумаги, методах инвестиционного анализа и оценки финансовых рисков, связанных с ценными бумагами.

Объект данной дисциплины — это ценные бумаги и производные финансовые инструменты.

В результате обучения студент должен

✓ *знать:*

- основные положения, характеризующие необходимость, сущность и функции ценных бумаг и производных финансовых инструментов;
- фундаментальные понятия фондового рынка и виды ценных бумаг;
- деятельность профессиональных участников, эмитентов и инвесторов на рынке ценных бумаг;
- организацию фондовой биржи и внебиржевого оборота ценных бумаг;
- системы биржевой торговли, биржевые индексы и рейтинги фондового рынка;
- регулирование рынка ценных бумаг и его правовую инфраструктуру;

✓ *уметь:*

- правильно применять полученные знания для анализа происходящих экономических явлений и процессов;
- подготовить профессионально-грамотные выступления на тему «Ценные бумаги и производные финансовые инструменты»;
- разъяснять политику РФ в области рынка ценных бумаг;
- оценивать современное состояние рынка ценных бумаг;
- свободно ориентироваться в законодательстве о ценных бумагах;
- охарактеризовать основные свойства акций, облигаций, векселей, сертификатов, чеков, товарораспорядительных ценных бумаг и производных финансовых инструментов;
- сформировать инвестиционный портфель из ценных бумаг, просчитав по нему доходность и определив его риски;
- четко определять элементы инфраструктуры российского рынка ценных бумаг;
- разбираться в биржевых индексах;

✓ *владеть:*

- специальной экономической терминологией и лексикой дисциплины «Ценные бумаги и производные финансовые инструменты»;

- навыками самостоятельного усвоения новых знаний по указанной дисциплине;
- навыками выполнения расчетов таких показателей, как дивиденд, купон, дисконт.

Структурно теоретический материал состоит из 10 тем. В каждой теме рассмотрены вопросы, ориентированные на выполнение практических и тестовых заданий.

В учебном пособии представлены также примеры решения задач, задачи для самостоятельного решения и тестовые задания.

Тема 1. Экономическая сущность ценных бумаг

Цель — ознакомиться с экономической сущностью финансового рынка, рынка ценных бумаг, функциями и классификацией рынка ценных бумаг, экономической сущностью и фундаментальными свойствами ценных бумаг.

Учебные вопросы

1. Экономическая сущность финансового рынка, рынка ценных бумаг.
2. Функции и классификация рынка ценных бумаг.
3. Количественные и качественные характеристики российского рынка ценных бумаг.
4. Экономическая сущность и фундаментальные свойства ценных бумаг.

Изучив данную тему, студент должен

✓ *знать:*

- основные понятия рынка ценных бумаг;
- классификацию ценных бумаг;
- классификацию рынка ценных бумаг;
- современное состояние рынка ценных бумаг;

✓ *уметь:*

- описывать структуру рынка ценных бумаг;
- анализировать современное состояние рынка ценных бумаг;
- определять направления совершенствования рынка ценных бумаг;

✓ *иметь представление:*

- о роли рынка ценных бумаг в народном хозяйстве страны;
- о структуре рынка ценных бумаг.

Ценные бумаги — это сложное, многообразное и противоречивое явление. С юридической точки зрения **ценная бумага** — это денежный документ, удостоверяющий имущественные права. Для того чтобы стать ценной бумагой как таковой, финансовый инструмент должен быть квалифицирован в качестве ценной бумаги государством.

Гражданский кодекс Российской Федерации называет следующие виды ценных бумаг.

Статья 143:

государственная облигация;
облигация;
вексель;
чек;
деPOSITный и сберегательный сертификаты;
банковская сберегательная книжка на предъявителя;
коносамент;
акция;
приватизационные ценные бумаги.

Статья 912:

двойное складское свидетельство;
простое складское свидетельство;
складская квитанция.

Указ Президента РФ от 26.07.95 г. № 765 «О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики Российской Федерации»: *инвестиционный пай.*

Федеральный закон РФ от 29.07.98 г. № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» и Федеральный закон РФ от 16.07.98 г. № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)»:

федеральные государственные ценные бумаги;
государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации;
муниципальные ценные бумаги;
закладные.

Федеральный закон РФ от 24.04.96 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»: *опцион эмитента.*

Федеральный закон РФ от 11.11.2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах»:

ипотечные ценные бумаги;
облигации с ипотечным покрытием;
ипотечный сертификат участия.

С экономической точки зрения ценная бумага — это совокупность имущественных прав на те или иные материальные объекты, которые обособились от своей материальной основы и получили собственную материальную форму. Ценные бумаги могут предо-

ставлять и неимущественные права. Но не все имущественные права являются ценными бумагами.

Ценная бумага становится таковой, только когда она обладает в совокупности следующими фундаментальными свойствами:

- обращаемость;
- доступность для гражданского оборота;
- стандартность и серийность;
- документальность;
- признание государством и регулируемость;
- рыночность;
- ликвидность;
- рискованность;
- непереносимость исполнения обязательства.

Финансовый рынок обеспечивает переток средств от сберегателей или *поставщиков инвестиций* к заемщикам или *потребителям инвестиций* посредством создания и обмена финансовых активов. Очевидно, что основным назначением финансового рынка, как, впрочем, любого рынка, является сведение продавцов с покупателями. Но в развитых странах финансовый рынок помимо указанной функции выполняет еще три важнейшие, а именно:

- обеспечивает ценообразование посредством конкуренции большого количества продавцов и покупателей;
- создает возможность совершения сделок купли-продажи активов, так называемое *вторичное обращение*, обеспечивая ликвидность финансового актива, то есть возможность обмена на наличные деньги без существенных потерь;
- создает *инфраструктуру*, обеспечивающую снижение издержек (на поиск контрагента по сделке, получение информации, оценку достоинств или *инвестиционных качеств* финансовых активов) за счет большого объема операций и концентрации однотипных операций в специализированных структурах.

Рассмотрим схему процесса инвестирования, основными участниками которого являются поставщики инвестиций, потребители инвестиций и *финансовые институты*, роль которых в процессе инвестирования будет отмечена ниже.

Основными потребителями инвестиций являются частные предприятия и государственный сектор. Доля населения (частных лиц) в потреблении инвестиций по сравнению с указанными категориями составляет незначительную часть.

Инвестиции требуются предприятиям по двум основным причинам. Во-первых, предприятия нуждаются в так называемом *оборотном капитале*, то есть в финансировании краткосрочных производственных потребностей (выплата заработной платы наемным работникам, оплата расходов на приобретение сырья и материалов) до того, как продукция будет произведена и продана. Во-вторых, предприятию необходимы инвестиции в *постоянный капитал* (здания, оборудование и пр.), которые окупаются в течение длительного времени, то есть требуют долгосрочного финансирования.

Значительная часть этих потребностей в капитале покрывается за счет внутренних источников (например, нераспределенной прибыли), другая часть удовлетворяется *кредитным рынком* в форме предоставления банками займов. Наконец, остальная часть может быть обеспечена механизмом *рынка ценных бумаг* посредством выпуска предприятием:

- краткосрочных долговых ценных бумаг — документов, являющихся свидетельствами долга, выпущенных на срок не более года и имеющих способность к обращению;
- долговых ценных бумаг, выпущенных на срок более года (средне- и долгосрочных облигаций);
- документов, предоставляющих право собственности на долю капитала компании, — долевых ценных бумаг (обыкновенных или привилегированных акций).

Как и предприятия, государство и местные органы власти нуждаются в краткосрочном и долгосрочном финансировании своей деятельности до того, как поступят доходы (в основном от сбора налогов и прочих источников, например, от продажи государственной собственности). Поскольку, как правило, эта деятельность требует значительных средств, неудивительно, что правительства практически всех стран являются наиболее крупными заемщиками на финансовых рынках.

Государственные заимствования принимают форму кратко-, средне- и долгосрочных долговых ценных бумаг. Основные характеристики государственных ценных бумаг будут рассмотрены ниже.

Срок до погашения государственных заимствований будет в значительной степени зависеть от причины возникновения потребности в привлечении средств и времени, достаточного, по расчетам правительства, для того, чтобы аккумулировать необходимые средства для погашения займа. Кроме того, правительство путем политики заимствования может показать рынку тенденцию в области финансовой политики и особенно в области процентных ставок.

Например, правительство может выпускать краткосрочные долговые обязательства, если оно испытывает потребность в денежных средствах для оплаты краткосрочных расходов в ситуации недостаточности бюджетных средств либо как возможность контроля наличной денежной массы в финансовой системе. Выпуск краткосрочных долговых обязательств при условии их приобретения покупателями изымает определенное количество денег из обращения. Это, в свою очередь, приводит к тому, что у населения становится меньше денег для покупки товаров и оплаты услуг, что также позволяет контролировать совокупный объем потребления в стране.

Как было отмечено выше, государство может использовать краткосрочные формы заимствования в качестве средства контроля над краткосрочными банковскими процентными ставками. В связи с этим правительство может выпустить новый краткосрочный заем и предложить более высокую процентную ставку, показывая таким образом рынку, что процентные ставки будут расти.

Правительство может производить заимствования денег для финансирования краткосрочных проектов, то есть тех, которые могут быть завершены в течение 5 лет, или приобретения активов, которые могут окупиться в течение 5 лет.

Правительство, даже если не нуждается в финансировании своей деятельности, может выпустить краткосрочные обязательства, если, например, оно поощряет развитие рынка финансовых институтов, аккумулирующих сбережения населения для вложения в краткосрочные государственные обязательства.

И наконец, для финансирования крупных проектов, имеющих длительный срок окупаемости (дороги, мосты, различные строительные контракты, проекты реформирования сил безопасности и пр.), а также в целях погашения краткосрочных заимствований правительству необходимо осуществлять долгосрочное заимствование.

В некоторых случаях правительство, даже если у него есть потребность в финансировании долгосрочных проектов, может продолжать осуществлять краткосрочные заимствования для того, чтобы не составлять конкуренцию в качестве потенциального заемщика корпоративному сектору в жизненно важных отраслях экономики или в тех отраслях, в которых правительство хочет поощрить предприятия к долгосрочным инвестициям. Последнее соображение связано с тем, что с точки зрения инвесторов кредитоспособность компаний вряд ли может сравниться с кредитоспособностью государства.

Частным лицам могут потребоваться средства для финансирования строительства домов, покупки товаров длительного пользования (автомобилей) и пр. Некоторую часть потребностей в подобном финансировании удовлетворяет кредитный рынок. Кроме того, рынок ценных бумаг тоже предоставляет источники финансирования частным лицам (например, *закладные*). Существенными моментами здесь являются следующие обстоятельства.

1. Частные лица привлекают средства, выпуская долговые обязательства, не предназначенные для неограниченного круга лиц (в отличие от государства и предприятий).

2. Выпуск указанных долговых бумаг осуществляется с привлечением финансовых институтов (банков, строительных обществ).

Источником инвестиций, как было показано выше, являются в первую очередь сбережения, то есть денежные средства, которые не использованы на текущее потребление. Поэтому в конечном счете основными поставщиками инвестиций являются частные лица (семьи, индивиды). Крупнейшими поставщиками капитала являются также финансовые институты, аккумулирующие сбережения населения и осуществляющие трансформацию сбережений в инвестиции в форме предоставления кредитов или вложения в ценные бумаги, выпускаемые предприятиями и государством. Описанный ниже механизм инвестирования посредством участия в нем финан-

совых институтов в качестве посредников между поставщиками и потребителями инвестиций носит название *косвенного инвестирования* в отличие от *прямого инвестирования*, которое осуществляется непосредственно лицами, имеющими временно свободные денежные средства (инвесторами), посредством вложения в конкретные материальные активы или долговые либо долевыe ценные бумаги.

Рассмотрим подробнее роль финансовых институтов в качестве посредников в процессе перемещения денежных ресурсов от источников к потребителям.

Основной сферой деятельности банков является предоставление кредитов частным лицам, компаниям и правительствам по процентным ставкам, превышающим ставки по депозитам и другим привлеченным средствам. Разница (спред) между этими двумя уровнями процентных ставок является источником покрытия операционных расходов банков, а также получения прибыли в соответствии с требуемым уровнем рентабельности.

В дополнение к основной деятельности банки осуществляют специализированные виды кредитования, которые включают: жилищное ипотечное кредитование, срочное кредитование (крупные, средне- и долгосрочные кредиты заемщикам, таким как предприятия добывающих отраслей), проектное финансирование (строительство фабрик и приобретение оборудования), кредитование корпораций, правительств или других банков за рубежом, кредитование венчурных предприятий, кредитование по кредитным картам, лизинг оборудования.

Страховая компания представляет собой специфический тип финансового посредника. Подобно банку она продает свои обязательства и использует поступившие средства для вложения в активы, приносящие доход. Однако страховые компании отличаются от банков природой своих обязательств: банки предлагают депозиты, а страховые компании предлагают *страховые полисы*. Поэтому в отличие от банков, относящихся к финансовым посредникам *депозитного типа*, страховые компании относятся к финансовым посредникам так называемого *контрактно-сберегательного типа*.

Двумя основными видами страхования являются: 1) страхование жизни; 2) страхование здоровья, собственности и убытков в ре-

зультате непредвиденных событий. Выплаты осуществляются при наступлении страхового случая: при страховании жизни – в случае смерти владельца полиса страхования, при страховании здоровья, собственности и убытков – в результате наступления непредвиденных событий.

Осуществляющие страхование жизни компании являются наиболее крупными поставщиками долгосрочных ресурсов для инвестиций. Поскольку полисы страхования жизни являются долгосрочными обязательствами, эти компании стремятся инвестировать в большей степени в долгосрочные активы и держать долговые обязательства в своих активах до момента их погашения для того, чтобы минимизировать *процентные* риски, связанные с колебанием процентных ставок (зависимость рыночных цен ценных бумаг от уровня процентных ставок будет описана далее). Следовательно, компании по страхованию жизни являются активными участниками рынков акций и долгосрочных облигаций.

Паевые инвестиционные фонды, инвестиционные фонды, взаимные фонды представляют собой объединение средств многих инвесторов в пулы, доли собственности в которых удостоверяются акциями (паями), предоставляемыми инвесторам в обмен на вложенные средства. Пулы инвестиций далее размещаются в ценные бумаги государственного и корпоративного сектора. Указанные акции обладают двумя принципиальными преимуществами по сравнению с ценными бумагами, приобретенными посредством прямого инвестирования, а именно:

- 1) более низким риском, то есть вероятностью получения убытков, благодаря диверсификации активов;
- 2) более высокой ликвидностью благодаря тому, что акционеры (вкладчики) фондов могут в любой момент купить и продать свои акции (пай).

Пенсионные фонды получают ежемесячные отчисления от предприятий-работодателей, в свою очередь гарантируя работнику выплату причитающейся ему суммы дохода при достижении пенсионного возраста и увольнении работника по этой причине. Аналогично страховым компаниям пенсионные фонды представляют собой финансовых посредников контрактно-сберегательного типа.

В отличие от рассмотренных выше финансовых посредников – банков, инвестиционных фондов, страховых компаний (кроме компаний по страхованию жизни), которые должны поддерживать часть своих активов в высоколиквидной (легко обращающейся в деньги) форме, обязательства пенсионных фондов носят долгосрочный характер. Последнее обстоятельство, а также то, что активы пенсионных фондов вкладываются, как правило, в диверсифицированные портфели, состоящие из в большей степени долгосрочных акций и облигаций, объясняет важную роль пенсионных фондов на рынке долгосрочных инструментов.

Вернемся к понятию финансового рынка. Существует множество его определений и подходов к классификации. Классификация, приведенная ниже, дана исходя из основного предназначения финансового рынка – обеспечение перетока инвестиций от источников (сбережения населения, временно свободный денежный капитал прочих лиц) к потребителям капитала – предприятиям и государству. Поэтому за рамками данного курса остается рассмотрение валютного рынка и венчурного капитала.

Также из дальнейшего рассмотрения мы исключаем такую часть финансового рынка, как рынок кратко- и долгосрочных банковских кредитов. В странах так называемой долговой экономики он играет ведущую роль в обеспечении предприятий инвестиционными ресурсами, чему способствует высокая склонность к сбережениям и консервативная приверженность населения к традиционным банковским продуктам. В большей степени это относится к Германии, где по статистике Немецкого института акций в 1996 году 39,2 % активов домашних хозяйств было вложено в банковские депозиты и только 21,5 % активов – в акции предприятий и облигации государства и частных компаний. В меньшей степени – к Франции и Японии. В противоположность им в экономике США и Великобритании, население которых в соответствии с традициями «протестантского капитализма» отличается ярко выраженной склонностью к активному прибыльному инвестированию и индивидуализм в экономическом поведении, рынок банковских кредитов в финансировании играет подчиненную роль по сравнению с рынком ценных бумаг, в особенности рынком акций.

Одним из способов классификации рынка ценных бумаг является деление его по срокам обращения (погашения) инструментов на рынок краткосрочных долговых обязательств — *денежный рынок* и рынок долгосрочных долговых ценных бумаг и долевых ценных бумаг — *рынок капиталов*.

Термин «денежный рынок» используется для описания рынка долговых инструментов со сроком погашения менее одного года. Обычно интересы частных инвесторов лежат вне сферы денежного рынка, так как операции с такими инструментами осуществляются банками и предприятиями с целью управления собственными краткосрочными ресурсами и поддержания их в ликвидной форме.

Общепринятой является классификация инструментов денежного рынка на четыре категории:

- казначейские векселя,
- коммерческие векселя,
- коммерческие бумаги,
- депозитные сертификаты.

Казначейские векселя выпускаются государством в виде обязательств выплатить установленную условиями выпуска денежную сумму по истечении установленного срока до погашения, обычно не превышающего трех месяцев с даты их выпуска. Казначейский вексель не имеет процентной или купонной ставки, означающей выплату фиксированной суммы процентных платежей в качестве платы за пользование кредитом. Обычно казначейские векселя размещаются с *дисконтом*, то есть со скидкой к номинальной стоимости. Фактическая *доходность*, обычно определяемая как отношение дохода к затраченному капиталу, в данном случае — цене приобретения векселя, на момент выпуска векселей определяется соответствующим размером дисконта. Например, если в настоящий момент основная процентная ставка по государственным обязательствам составляет 10 % годовых, то трехмесячный вексель номинальной стоимостью \$100 будет выпущен по цене \$97,56. Это принесет доход \$2,44, что составляет 2,5 % за три месяца от суммы \$97,56 или в годовом исчислении 10 %.

Как правило, государство регулярно осуществляет выпуски казначейских векселей, и, как выше было указано, это является способом контроля объема наличной денежной массы. Покупая

векселя у государства, банки сокращают денежную наличность, тем самым сокращая возможности предоставления кредитов. И наоборот, продавая векселя государству, банки увеличивают денежную массу, находящуюся в обращении.

Благодаря стремлению банков использовать краткосрочные инструменты для того, чтобы наличные денежные средства постоянно приносили хоть какой-нибудь доход, возникает мощный ликвидный рынок вторичного обращения. Ликвидность данных инструментов привлекает и крупные финансовые институты, использующие их в качестве гарантий покрытия возможных убытков (например, при операциях с деривативами).

Цель рынка ценных бумаг — аккумуляирование финансовых ресурсов и обеспечение возможности их перераспределения путём совершения разнообразных операций с ценными бумагами, то есть осуществление посредничества в движении временно свободных денежных средств от инвестора к эмитентам ценных бумаг.

Задачи рынка ценных бумаг (РЦБ):

- мобилизация временно свободных финансовых ресурсов для осуществления конкретных инвестиций;
- формирование рыночной инфраструктуры, отвечающей мировым стандартам;
- развитие вторичного рынка;
- активизация маркетинговых исследований;
- трансформация отношений собственности;
- совершенствование рыночного механизма и системы управления;
- обеспечение реального контроля над фондовым капиталом на основе государственного регулирования;
- уменьшение инвестиционного риска;
- формирование портфельных стратегий;
- развитие ценообразования;
- прогнозирование перспективных направлений развития.

Функции РЦБ:

- учётная (регистрация участников РЦБ, учёт всех видов ценных бумаг, фиксация фондовых операций, оформленных различными договорами);

- контрольная (контроль за соблюдением норм законодательства участниками рынка);
- сбалансирование спроса и предложения (обеспечение равновесия спроса и предложения на финансовом рынке путём проведения операций с ценными бумагами);
- стимулирующая (мотивация юридических и физических лиц стать участниками рынка ценных бумаг);
- перераспределительная (перераспределение денежных средств между субъектами хозяйствования, государством и населением, отраслями и регионами);
- регулирующая (регулирование различных общественных процессов по средствам конкретных фондовых операций).

Вспомогательные функции РЦБ:

- использование ценных бумаг в приватизации;
- содействие антикризисному управлению;
- содействие реструктуризации экономики;
- стабилизация денежного обращения;
- антиинфляционная политика.

Классификация РЦБ:

- по географическому признаку: национальный, международный, региональный, мировой;
- по месту обращения ценных бумаг: биржевой и внебиржевой;
- по видам применяемых технологий: стихийный, аукционный, дилерский;
- по отношению ценных бумаг к их выпуску в обращение: первичный и вторичный;
- по срокам обращения ценных бумаг: денежный рынок и рынок капиталов;
- по видам ценных бумаг: рынок акций, рынок облигаций, рынок государственных обязательств, вексельный рынок, рынок производных финансовых инструментов и т. д.;
- по видам сделок с ценными бумагами: рынок кассовых и срочных сделок с ценными бумагами;
- по эмитентам: рынки государственных ценных бумаг, корпоративных ценных бумаг, банковских ценных бумаг и т. д.

Тема 2. Акции

Цель — ознакомиться с экономической сущностью и фундаментальными свойствами акций, изучить виды акций, производные финансовые инструменты, связанные с акциями.

Учебные вопросы

1. Экономическая сущность и фундаментальные свойства акций.
2. Виды цен акций.
3. Инвестиционные качества акций различных эмитентов.
4. Дивиденд. Ставка дивиденда.
5. Обыкновенные и привилегированные акции.
6. Производные финансовые инструменты, связанные с акциями.

Изучив данную тему, студент должен

✓ *знать:*

- сущность акции;
- отличия обыкновенной акции от привилегированной;
- отличия акции от облигации;
- виды цен акций;

✓ *уметь:*

- рассчитывать дивиденды обыкновенных и привилегированных акций;
- выделять преимущества эмитента при выпуске акций;
- раскрывать права акции;
- характеризовать акцию;

✓ *иметь представление:*

- о крупнейших эмитентах России;
- достоинствах и недостатках акции;
- производных финансовых инструментах, связанных с акциями.

Акция — это ценная бумага, удостоверяющая права ее владельца (в общем случае) на следующее:

- 1) на часть капитала компании (после расчетов с кредиторами);
- 2) на часть полученной компанией прибыли (после выплат процентов по заемным средствам);
- 3) на участие в управлении компанией через голосование на общем собрании акционеров.

Существуют два основных типа акций, которые компания может выпускать, – привилегированные и обыкновенные. Ключевым различием между этими двумя формами акций является степень их участия в управлении компанией, приоритет в распределении доходов компании и ее имущества при ликвидации.

Следовательно, в зависимости от того, какими акциями удостоверяются перечисленные выше права, уточняются и приоритеты акционеров при реализации этих прав. Как следует из названия, привилегированные акции предоставляют их владельцам преимущество по сравнению с владельцами обыкновенных акций. Указанное преимущество состоит, во-первых, в том, что в случае ликвидации компании выплаты владельцам привилегированных акций будут осуществляться в первую очередь после расчетов с кредиторами и владельцами выпущенных компанией облигаций. Именно благодаря этому свойству привилегированная акция называется старшей корпоративной ценной бумагой.

Во-вторых, владельцы привилегированных акций имеют преимущество при распределении полученной компанией прибыли. Распределяемая между акционерами чистая прибыль на одну акцию называется дивидендом. По привилегированным акциям размер дивиденда является фиксированным, а выплата дивиденда осуществляется в приоритетном порядке по сравнению с выплатой дивидендов по обыкновенным акциям, размер которых объявляется советом директоров общества по итогам финансового года и утверждается общим годовым собранием акционеров.

Среди характеристик акций необходимо упомянуть следующие.

- *Номинальная стоимость акции* представляет собой произвольную величину, установленную для акции в документах, направляемых для утверждения регистрирующему органу при создании корпорации (в США – соглашение о создании корпорации – articles of incorporation). Номинальная стоимость обычно указана на сертификате акции и имеет мало общего с рыночной ценой акции, которая может превосходить номинальную во много раз. Законодательство в некоторых странах допускает выпуск акций без указания определенной номинальной стоимости, то есть безноминальных акций, но в то же время требует для таких акций указания объявленной стои-

мости (stated value) в целях бухгалтерского учета. Следует отметить, что для инвестора номинальная (объявленная) стоимость не имеет существенного значения в отличие от рыночной.

- *Рыночная стоимость* складывается под воздействием законов спроса и предложения, а также множества прочих факторов, влияющих на цену. Существует теоретическая формула расчета рыночной цены акции. В общем случае рыночная стоимость — это та цена, по которой участники рынка готовы заключить сделку купли-продажи ценной бумаги. О принципах установления равновесной рыночной цены на организованных рынках ценных бумаг (фондовых биржах) будет рассказано далее.

- *Права, удостоверяемые акцией.* Уже упоминалось право на получение дивиденда, право на долю имущества в случае ликвидации компании и право на участие в управлении компанией.

Право голоса

Законодательство многих стран устанавливает условия, при которых владельцы привилегированных акций получают право участия в управлении компанией. Тем не менее необходимо отметить, что в общем случае правом голоса обладают только владельцы обыкновенных акций, реализующие свое право путем личного присутствия на общих собраниях акционеров или путем голосования через доверенных лиц (проху).

Предоставление права голоса от имени акционера доверенному лицу означает, что акционер уполномочивает другое лицо голосовать по вопросам повестки дня собрания акционеров по собственному усмотрению или по указанию данного акционера.

Возможны два типа голосования.

1. Голосование «одна акция — один голос» (statutory voting). Каждому акционеру разрешено иметь один голос на каждую принадлежащую ему акцию для голосования. Например, если акционер владеет 100 акциями и голосование будет происходить за 5 мест в совете директоров, то за каждое место в совете директоров акционер может голосовать 100 акциями. В сумме у акционера будет 500 голосов.

2. Кумулятивное голосование. При голосовании на выборах членов совета директоров количество голосов акционера равно произведению числа акций на число мест в совете директоров, но акционе-

ру разрешено голосовать так, как он пожелает. Например, акционер владеет 200 акциями и число мест в совете директоров, по которым происходит голосование, равно 10. Кумулятивное голосование разрешает акционеру голосовать 2000 акциями любым способом. Все 2000 акций могут быть отданы за одного кандидата в члены совета директоров или 1000 могут быть отданы за двух кандидатов, или 200 могут быть отданы за каждого из 10 кандидатов в члены совета директоров. Считается, что этот тип голосования имеет больше преимуществ для мелкого акционера, так как акционер может отдать все свои голоса за выбранного им кандидата в члены совета директоров.

Право на получение информации о деятельности компании

Законодательство, регулирующее деятельность корпораций (акционерных обществ), устанавливает обязательный перечень информации, на получение которой акционеры общества имеют право (список акционеров, финансовые отчеты и пр.).

Преимущественное право приобретения акций дополнительных выпусков

Если компания принимает решение о новом выпуске акций, то, как правило, владельцы обыкновенных акций обладают так называемым преимущественным правом приобретения акций этого выпуска обычно пропорционально имеющейся доле в акционерном капитале компании до того момента, когда они будут предложены для приобретения широкой публике. Наличие этого права гарантирует акционеру возможность сохранения первоначальной доли собственности в капитале компании при осуществлении новых выпусков акций.

Реализация преимущественного права может происходить путем так называемого выпуска прав (rights issue, rights offering). Обычно цена подписки, то есть цена, по которой предлагаются акции новых выпусков существующим акционерам, не превышает текущей рыночной цены. В свою очередь, акционеры могут приобрести акции новых выпусков по цене подписки или продать права другим лицам.

Как было описано выше, в случае выпуска акций стоимость привлечения капитала с точки зрения последующей выплаты дивидендов по акциям контролируется самой компанией. Она не несет обязательств по выплате дивидендов, если не получила никакой прибыли или исходя из других соображений (например, при направлении полученной прибыли на цели расширения объемов производства).

Может показаться, что при таких условиях для компании всегда менее рискованно привлекать дополнительный капитал путем выпуска акций. Однако, как мы видели, серьезным последствием таких действий может стать размывание прав собственности существующих акционеров компании в случае отсутствия у последних преимущественного права приобретения акций дополнительных выпусков.

Рассмотрим некоторые показатели, позволяющие оценить инвестиционные качества акций.

Историческая дивидендная доходность рассчитывается точно так же, как и текущая доходность облигации, то есть дивиденд на акцию делится на текущую рыночную цену акции и умножается на 100 %.

$$\text{Дивидендная доходность} = \frac{\text{Годовой дивиденд}}{\text{Рыночная цена акции}} * 100\%. \quad (1)$$

Пример. Если компания выплатила дивиденды на акцию в размере 15 долл., а текущая рыночная цена акции 275 долл., то историческая дивидендная доходность равна 5,45 %.

Аналитики по инвестициям придают большое значение предполагаемым дивидендам для расчета показателя, называемого перспективная дивидендная доходность, который рассчитывается аналогично предыдущему показателю, за исключением того, что в числителе дроби присутствует прогнозируемый компанией дивиденд.

Компании обычно не выплачивают всю полученную прибыль в виде дивидендов своим акционерам. Любая дополнительная прибыль сверх выплаты дивидендов переводится на счет резервов и может быть использована на развитие, маркетинг, замену активов компании или просто оставлена для использования в будущем на неопределенные цели. Следовательно, для инвестора еще важнее суметь оценить потенциал будущей прибыли компании.

Величина дохода на одну акцию (earning per share, EPS) позволяет оценить размер прибыли компании, на которую теоретически могут рассчитывать акционеры — владельцы обыкновенных акций.

$$\text{Доход на акцию} = \frac{\text{Прибыль после налогов, процентов и дивидендов по привилегированным акциям}}{\text{Количество выпущенных обыкновенных акций}}. \quad (2)$$

Пример. Прибыль компании после оплаты налогов (и расходов) составляет 1 000 000 долл., компания выпустила 50 000 акций, тогда EPS составляет 20 долл. на акцию. Отношение рыночной цены к доходу на акцию характеризуется коэффициентом P/E .

В фундаментальном анализе акций это самый важный аналитический показатель, позволяющий оценить потенциал доходности акции. Главная его цель — дать возможность сравнить стоимости сопоставимых ценных бумаг и установить ориентиры потенциальной доходности акций для предприятий конкретных отраслей.

$$\text{Отношение цены к доходу на акцию (P/E)} = \frac{\text{Текущая рыночная цена акции}}{\text{Доход на акцию}}. \quad (3)$$

Например, используя цифры из вышеупомянутых примеров, P/E для этой компании равно:

$$P/E = \frac{275}{20} = 13,75.$$

Показатели P/E сравнимы только для компаний, работающих в одной отрасли, и хотя существуют сравнительные соотношения между P/E для разных отраслей, они не дают эффективного механизма даже для сравнения одинаковых отраслей в различных странах. Рассчитывать показатели P/E по данным отчетности невозможно, поскольку компании могут прогнозировать будущие дивиденды, но, как правило, не прогнозируют будущую прибыль. Оценочные коэффициенты P/E содержатся в отчетах инвестиционных аналитиков, специализирующихся на конкретных отраслях или компаниях и прогнозирующих будущие потоки доходов компаний на основании изучения их отчетности, текущей информации о существенных событиях в компании или отрасли.

Например, в предыдущем примере, когда аналитик прогнозирует, что доход на акцию в предстоящем финансовом году составит 25 долл., это будет свидетельствовать о потенциальном P/E , равном 11.

$$P/E = \frac{275}{25} = 11.$$

При практическом использовании коэффициентов P/E следует отметить, что высокий коэффициент P/E может указывать на то, что инвесторы уверены в способности компании обеспечить достаточно высокий уровень прибыли. Точно так же высокий коэффици-

ент P/E может указывать на переоцененность акций компании по сравнению с их реальной стоимостью. Таким образом, коэффициенты такого рода следует воспринимать только как ориентиры для проведения дальнейших исследований.

Стоимость чистых активов на одну акцию (*net assets value per share, NAV*) – показатель, используемый для сравнения с рыночными ценами акций. Он представляет собой разницу между суммарными активами и пассивами компании, поделенную на количество выпущенных акций.

Под активами при этом понимается собственное (находящееся в собственности) имущество: недвижимость, машины и оборудование, товарные запасы, денежные средства, ценные бумаги, имеющие денежную оценку, и пр. Под пассивами понимаются обязательства компании перед поставщиками, наемными работниками, владельцами долговых ценных бумаг и прочими кредиторами. По сути, этот стоимостный коэффициент показывает денежную оценку имущества, приходящегося на одну акцию после того, как будут покрыты все издержки и произведены расчеты по всем обязательствам компании. Таким образом:

$$\text{Стоимость чистых активов (СЧА)} = \frac{\text{Активы} - \text{Обязательства}}{\text{Количество выпущенных акций}} \quad (4)$$

Пример. Количество выпущенных акций компании равно 5000, суммарные активы компании составляют 10 млн руб., а суммарные пассивы – 4 млн руб. Таким образом, СЧА одной акции 1200 руб.

Соотношение между СЧА (NAV) и рыночной ценой акции значительно различается для разных типов предприятий. Например, для паевого фонда СЧА равняется цене пая, для других инвестиционных фондов СЧА близка к цене акции фонда, для промышленной компании СЧА может составлять около половины или одной трети, или меньшую долю от цены акции. Но для компании из сферы услуг СЧА, скорее всего, составит крошечную долю от цены акции.

Стоимость чистых активов может быть основой для оценки обеспечения банковского кредита или выпущенных долговых ценных бумаг. Этот показатель важен для большинства выпусков акций также потому, что он является границей, ниже которой не должна падать рыночная цена акции компании. Действительно,

если цена акции компании опускается почти до СЧА одной акции, это может привести к попыткам скупки акций на рынке с целью поглощения компании.

Классификация акций

В зависимости от инвестиционных качеств акции большинства компаний могут быть отнесены к одной из нижеперечисленных категорий. Следующая схема показывает характеристики этих категорий акций в терминах риска, доходности и стабильности дохода.

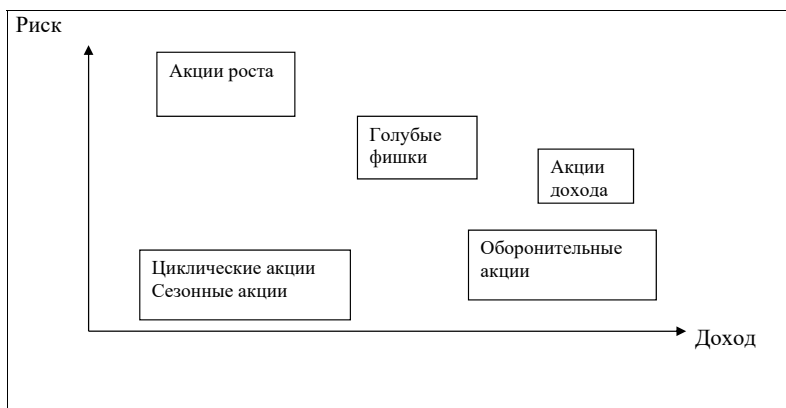


Рис. 1. Зависимость риска и дохода

- *Голубые фишки (blue chips)* – это первоклассные акции ведущих компаний, имеющих длительные и непрерывные статистические данные о доходах и дивидендных выплатах. Термин «голубые фишки» используется для описания обыкновенных акций крупных, благополучных, стабильных и зрелых компаний. Как правило, такие акции имеют достаточно высокую рыночную цену и являются надежной инвестицией, приносящей невысокий, но стабильный дивидендный доход.

- *Акции роста (growth stocks)* – это акции компаний, в которых уровни продаж, доходов или рыночных цен акций растут быстрее, чем средние показатели по отрасли и экономике в целом. Компании роста, как правило, придают большое значение исследованиям и придерживаются агрессивной рыночной стратегии. Для сохранения

потенциала роста и финансирования расширения либо дальнейшего развития деятельности большая часть полученной прибыли реинвестируется, а не выплачивается акционерам в форме дивидендов. Таким образом, инвесторам, для которых первостепенное значение имеет получение регулярного текущего дохода, не стоит приобретать акции роста.

- *Оборонительные ценные бумаги (defensive securities)* – это ценные бумаги, в данном случае акции, цены которых демонстрируют стабильность даже на стадии спада в экономике, так как уровень доходов компаний-эмитентов этих ценных бумаг не зависит от текущей стадии экономического цикла. К оборонительным ценным бумагам относятся акции компаний, находящихся главным образом в отраслях экономики, предоставляющих жизненно необходимые услуги, такие как газ, электричество и пр. Оборонительные ценные бумаги являются надежной и доходной инвестицией.

- *Акции дохода (income shares)* – это акции компаний, выплачивающих дивиденды, превышающие средний уровень по отрасли. Этот тип акций не подходит для инвесторов, предпочитающих рост вложенного капитала, так как практически всю полученную прибыль компания распределяет на дивиденды, ограничивая таким образом потенциал получения прибыли и роста в будущем. Очень часто акциями дохода являются ценные бумаги государственных коммунальных предприятий.

- *Циклические акции (cyclical stocks)* – это акции компаний, курсы которых подвержены сезонным колебаниям из-за цикличности производства в определенных отраслях, а доходы меняются синхронно с экономическим циклом. Такой цикличности подвержено производство в автомобильной промышленности, жилищном строительстве, в то время как отрасли промышленности, связанные с предоставлением жизненно важных товаров и услуг (продукты питания, лекарства), не имеют прямой связи с фазами экономического цикла.

- *Сезонные акции (seasonal stocks)* – это акции компаний, в которых доходы и колебания рыночных цен акций имеют сезонный характер (предприятия по производству новогодних игрушек, торговые компании, осуществляющие рождественские распродажи).

Далее рассмотрим участников рынка акций и их роли.

Роль государства является главной на этапе реализации приватизационной программы. Оно также играет основную роль в случае полной переориентации политики разгосударствления, становясь покупателем в ходе программы национализации. Однако в остальное время оно осуществляет вложения в инфраструктуру и, помимо оказания поддержки социально значимым отраслям, как правило, не вкладывает средства напрямую в рынок акций и в любом случае не может выступать эмитентом прав собственности.

Тем не менее государство несет политическую ответственность за обеспечение эффективного и законного регулирования рынка акций. Кроме того, своей политикой государство часто поощряет накопление сбережений населения посредством налоговых мер и экономической политики и деятельность финансовых посредников, способствующих трансформации сбережений в инвестиции и акции путем создания коллективных схем инвестирования, а также таких услуг, как полисы страхования и пенсионные программы.

Роль компаний-эмитентов в поддержании функционирования рынка собственных акций заключается в следующем:

- обеспечение открытой и доступной информации, поступающей от компании;
- добросовестное выполнение менеджментом и советом директоров компании своих обязанностей и приоритет интересов акционеров компании над их личными интересами.

При наличии этих мер публика будет относиться к компании-эмитенту с доверием, а взамен компания может с уверенностью обращаться на рынок за дополнительными средствами.

Инвесторы, приобретающие акции

Поскольку при неплатежеспособности компании обыкновенные акции занимают последнее место после всех кредиторских обязательств, неудивительно, что они считаются более рискованными инвестициями, чем облигации любого типа. Однако поскольку чем больше риск, тем больше ожидаемый доход, эти инструменты привлекают инвесторов, заинтересованных скорее в приросте капитала, чем в надежном доходе. Доход (дивиденды) по обыкновенным акциям может существенно различаться для акций разных компаний и колебаться из года в год для акций одной компании, поскольку

в значительной мере зависит от прибыли за финансовый год. Поэтому вполне справедливо утверждение, что акции могут считаться спекулятивной инвестицией, хотя верно и то, что чем выше финансовая стабильность компании, тем менее спекулятивным считается инвестиция в нее.

Банки, принимающие депозиты (в отличие от вышеупомянутых инвестиционных банков), в целом не являются крупными участниками рынка акций, разве только в качестве эмитентов. Однако иногда банк принимает акции после финансовой реструктуризации компании (то есть взамен долгового обязательства), но рассматривает эту инвестицию как краткосрочную. Кроме того, банк может стать держателем пакета акций, если у него есть деловые обязательства перед данной компанией. Однако в целом банки, привлекающие депозиты, редко принимают активное участие в торговле акциями в качестве принципалов (то есть торгующих за свой счет).

Степень интереса пенсионного фонда к рынку акций в большой мере зависит от зрелости фонда. Если в фонде много пенсионеров и, возможно, небольшое количество вкладчиков, у фонда очень мало простора для маневра с точки зрения принятия на себя риска по портфелю.

Только начиная с 1960-х годов пенсионные фонды получили реальную свободу вложений в акции на рынках капитала. По данным эмпирических исследований, с 1900 года в каждом десятилетии цены обыкновенных акций росли быстрее цен облигаций (с точки зрения общих поступлений, то есть дохода и прироста капитала). Соответственно, пенсионные фонды постепенно увеличили процентную долю акций в своих портфелях за последние сорок лет. Хотя, как уже упоминалось, в зрелых фондах в акции может быть вложено и менее десяти процентов средств, а некоторые новые фонды стремятся вложить таким способом до шестидесяти процентов своих активов.

Тем не менее по своей сути пенсионные фонды — это консервативные инвесторы, которые стремятся вкладывать средства в высококачественные компании. Поскольку в таких фондах, особенно в первые годы их работы, больше вкладчиков, чем пенсионеров, они получают больше денег, чем должны выплачивать. Как следствие, они являются крупными клиентами фирм по торговле ценными бумагами и инвестиционных банков.

В отличие от пенсионных фондов страховые компании, как правило, не имеют никаких налоговых льгот. В связи с этим накапливаемый ими доход на деле оказывается более ценным, чем прирост капитала по акциям. Однако по налоговому законодательству многих стран налог на прирост капитала подлежит уплате только в случае продажи (то есть реализации прибыли). В тех случаях, когда возможен взаимозачет убытков и прибыли, страховые компании могут быть готовы к инвестициям в более высокодоходные акции (и соответственно, более рискованные), поскольку такой поток дохода для них выгоднее и в краткосрочном, и в долгосрочном плане.

Особенность многих страховых компаний состоит и в том, что они имеют программы коллективных инвестиций в качестве основы для долгосрочных страховок-вкладов (страхование жизни с выплатой прибыли от капитала в конце периода). Имея такие инвестиционные продукты, эти компании являются также крупными инвесторами в акции и, следовательно, важнейшими клиентами фирм по торговле ценными бумагами и инвестиционных банков.

Поскольку паевые фонды имеют цель получение дохода либо прирост капитала, либо сочетание того и другого, управляющие фондами испытывают постоянную конкуренцию, так как доходность управляемых ими фондов постоянно сравнивается с показателями других фондов.

Для управляющего фондом важно постоянно учитывать, что ему может потребоваться наличность для выкупа паев у инвесторов фонда. В этой связи в процессе отбора он обращает особое внимание на рыночную ликвидность приобретаемых акций. Паевые фонды также образуют очень крупную группу инвесторов на рынке акций.

Частные лица покупают акции по ряду причин, не всегда логичных с точки зрения инвестирования. Хотя этот сегмент сам по себе в целом не является источником крупных сделок, благодаря количеству частных лиц от них обычно поступает больше приказов на инвестиции в акции, чем от всех других групп инвесторов вместе взятых.

Частные инвесторы часто приобретают акции напрямую либо в дополнение к приобретению других инвестиционных продуктов, рассматривая инвестиции как способ контроля над собственными сбережениями для использования последних в будущем.

Там, где профессиональные инвесторы тяготеют к научному подходу при выборе инвестиций, многие частные инвесторы добиваются успехов, используя гораздо более бесхитростные приемы. Какой бы метод ни применялся, следует отметить, что в целом частные инвесторы более склонны к риску. Как следствие, участники этого сегмента инвестиционного рынка, как правило, приобретают акции мелких компаний и меньше заботятся о рыночной ликвидности (поскольку пакеты акций в данном случае имеют такой размер, что их проще продать в обычных условиях), чем о реальной цене, по которой они могут заключить сделку и которую они в состоянии регулярно отслеживать.

Итак, акция — это долевая, бессрочная эмиссионная ценная бумага, дающая своему владельцу права голоса, участия в управлении, на получение дивидендов, на льготное приобретение дополнительных выпусков, на получение прироста капитала.

Для эмитента преимущество акции состоит в следующем:

- 1) бессрочность привлечения,
- 2) прилив капитала.

Российские синие фишки (акции крупных компаний):

1. Нефтегазовый сектор:

- «Газпром»,
- «Лукойл»,
- «Роснефть»,
- «Сургутнефтегаз»,
- «Татнефть».

2. Металлургический сектор:

- «Норильский никель».

3. Банковский сектор:

- Сбербанк,
- ВТБ24.

4. Телекоммуникационный сектор:

- «Ростелеком»,
- МТС,
- «ВымпелКом».

5. Торговый сектор:

- «Магнит».

Рассмотрим отличия обыкновенной акции от привилегированной (табл. 1).

Таблица 1

Отличия обыкновенной акции от привилегированной

<i>Обыкновенная акция</i>	<i>Привилегированная акция</i>
Даёт право голоса	Не даёт право голоса
Дивиденд равен $\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Количество выпущенных акций}}$	Дивиденд равен % от номинальной стоимости
Дивиденд выплачивается после привилегированных акций	В первую очередь выплачивается дивиденд по привилегированным акциям, потом – по обыкновенным
	Максимальный выпуск – 25 % от уставного капитала

Виды привилегированных акций

Кумулятивные – привилегированные акции, по которым дивиденд может накапливаться за ряд промежутков времени. По таким акциям дивиденд уплачивается раз в 2 или 3 года. Выгода акционерного общества (АО) состоит в том, что не надо заботиться о текущих выплатах дивидендов и часть чистой прибыли остаётся в обороте АО.

Конвертируемые – привилегированные акции, которые могут обмениваться на обыкновенные или привилегированные акции других типов. АО, желая сделать свои акции более привлекательными, может дать акционерам возможность выбора между акциями с фиксированным и нефиксированным дивидендом.

Сплит – это увеличение числа акций, сопровождаемое пропорциональным уменьшением номинальной стоимости. Уставный капитал при этом не меняется.

Консолидация – это сокращение числа акций, сопровождаемое пропорциональным увеличением номинальной стоимости. Уставный капитал при этом не меняется.

Тема 3. Облигации

Цель — ознакомиться с экономической сущностью и фундаментальными свойствами облигаций, изучить виды облигаций.

Учебные вопросы

1. Экономическая сущность и фундаментальные свойства облигаций.
2. Виды цен облигаций.
3. Инвестиционные качества облигаций различных эмитентов.
4. Купон.
5. Купонные и дисконтные облигации.

Изучив данную тему, студент должен

✓ *знать:*

- сущность облигации;
- отличия облигации от акции;
- виды дохода по облигации;

✓ *уметь:*

- рассчитывать купонный доход;
- выделять преимущества эмитента при выпуске облигаций;
- характеризовать облигацию;

✓ *иметь представление:*

- о крупнейших эмитентах России;
- о достоинствах и недостатках облигации.

Облигация представляет собой долговое обязательство, эмитированное на определенных условиях с целью привлечения дополнительного капитала и представленное в такой форме, которая позволяет ей свободно обращаться на рынке. Выпуск облигаций является примером секьюритизации (оформления в виде ценных бумаг) долговых обязательств.

К основным характеристикам облигации относятся следующие.

Номинальная стоимость представляет собой основную сумму долга, которая подлежит возмещению при наступлении срока погашения облигации и служит основой для определения других характеристик облигации, таких как купонная ставка или размер дисконта.

Срок обращения (срок до погашения) — это период от даты выпуска до даты погашения, при наступлении которой владельцу облигации

выплачивается номинальная стоимость (цена погашения). Существуют различные схемы погашения. Наиболее общим способом является полное погашение к определенному сроку. Далее различают погашение сериями (выплата частями в соответствии с графиком всей суммы основного долга в течение срока обращения облигаций) и погашение постепенно возрастающими взносами (часть суммы — в течение срока обращения облигации, остаток — в дату погашения, так называемый воздушный шар). Облигации могут быть и бессрочными, в таком случае условия выпуска предполагают право эмитента выкупить облигации в любое время.

Купонная ставка — это отношение регулярно выплачиваемого владельцу облигации купонного дохода к номинальной стоимости облигации. Регулярный доход может выражаться *фиксированной* или *плавающей процентной ставкой*. В этом случае процентная ставка по облигациям регулярно пересматривается по отношению к общеизвестному ориентиру процентных ставок на международных рынках ссудного капитала типа ЛИБОР (London Interbank Offered Rate, LIBOR) — процентной ставке, по которой предлагаются кредиты на Лондонском межбанковском рынке. Наличие фиксированной процентной ставки означает, что эмитент-должник знает свои ежегодные расходы по обслуживанию займа, а инвестор-кредитор — сумму доходов, которую он будет ежегодно получать. Однако хотя купон и является постоянной величиной, данное обстоятельство не означает, что *текущая доходность* по облигациям, которая представляет собой отношение дохода к текущей рыночной стоимости облигации, является фиксированной величиной. Последняя зависит, как мы убедимся ниже, от следующего:

- преобладающего уровня процентных ставок;
- общего восприятия экономических факторов (особенно уровня инфляции в стране).

Облигации могут быть выпущены либо в виде ценных бумаг на предъявителя (см. выше), либо в виде *именных* ценных бумаг. Владельцы последних регистрируются, а права собственности учитываются в специальной книге учета или компьютерной базе данных, называемой реестром, ведение которого осуществляет эмитент либо специализированная организация.

Интересной разновидностью именных облигаций являются *облигации с отрывным купоном*, права собственности на которые учитываются только в отношении основной суммы долга (номинальной стоимости или стоимости погашения), а купоны по облигациям выпускаются в форме бумаг на предъявителя. По ним доход выплачивается любому лицу, которое предъявило купон эмитенту или банку-агенту, обеспечивающему выплаты купонного дохода.

Облигация может быть выпущена с дисконтом, то есть скидкой, выраженной в процентах от номинальной стоимости (цены погашения). В таком случае облигация называется *дисконтной*. Как правило, облигации, по которым эмитент не несет обязательств по выплате купонного дохода, так называемые *бескупонные облигации*, размещаются с дисконтом.

Уровень купонной ставки и размер дисконта, устанавливаемые эмитентом для выпуска облигаций, как мы убедимся ниже, определяют показатель *доходности к погашению облигаций*. Он позволяет инвесторам сравнивать инвестиционную привлекательность конкретных облигаций с альтернативными возможностями инвестирования (банковские вклады, вложения в акции) и принимать верные инвестиционные решения. А эмитентам — сравнивать цену заимствования данного выпуска облигаций со стоимостью альтернативных возможностей привлечения дополнительного капитала (банковские кредиты, выпуск акций).

Очевидно, что эмитент заинтересован в максимальном снижении цены заимствования, но в общем случае и уровень купонной ставки, и размер дисконта будут в значительной степени зависеть от следующего:

- соотношения спроса и предложения на рынке ссудного капитала, определяющего равновесный уровень процентных ставок;
- кредитного рейтинга эмитента;
- условий выпуска и обращения других долговых обязательств данного эмитента;
- прочих характеристик данного выпуска облигаций, таких как наличие обеспечения или конвертируемость облигаций.

Последние две характеристики разделяют облигации на *обеспеченные и не обеспеченные* имуществом эмитента, а также на облигации *конвертируемые и неконвертируемые*.

Обеспеченные облигации – это облигации, обеспеченные конкретными активами компании-эмитента (земельными участками, зданиями). Надежность обеспеченных облигаций означает в данном случае высокую вероятность выплаты основной суммы долга и процентов по облигациям. Эта надежность достигается за счет гарантии выполнения обязательств из доходов, полученных путем продажи активов, являющихся обеспечением, даже в случае возникновения у эмитента состояния общей неплатежеспособности. Облигации, обеспеченные выпуском закладных (документов, дающих право их владельцу получить причитающуюся ему сумму долга из стоимости проданных активов, которые являются предметом залога) на недвижимость или другую собственность эмитента, называют также *ипотечными облигациями*.

Необеспеченные облигации, как следует из названия, не обеспечены залогом каких-либо конкретных активов эмитента. Выплаты основной суммы долга и процентов по ним в случае банкротства обеспечены общим имуществом эмитента, оставшимся после расчетов с кредиторами по обеспеченному долгу, уплаты налогов и прочих более приоритетных платежей. С учетом этих обстоятельств очевидно, что обеспеченные облигации более привлекательны для инвестора, чем необеспеченные.

Конвертируемые облигации – это облигации, которые по желанию инвестора-владельца могут быть обменены на долговые или долевые ценные бумаги того же эмитента по фиксированной цене (так называемая цена конверсии) или в фиксированной пропорции (так называемое конверсионное соотношение). Считают, что конвертируемость облигаций придает им большую инвестиционную привлекательность, в особенности если цена конверсии превышает текущую рыночную стоимость бумаг, на которые могут быть обменены конвертируемые облигации. Как следствие, конвертируемые облигации обычно имеют низкую процентную ставку и представляют для эмитента дешевую форму заимствования.

Ранжирование корпоративных облигаций по качеству становится еще более важным при оценке соотношения между риском невыполнения обязательств по этим облигациям и ожидаемым уровнем доходности. При этом возникает необходимость анализа качествен-

ных факторов рассматриваемой облигации и определения их воздействия на ее доходность. К ним могут быть отнесены следующие.

Кредитный рейтинг — это оценка кредитоспособности эмитентов в системе градации государств и компаний, присваиваемая рейтинговыми агентствами. Ведущими рейтинговыми агентствами являются американские компании Standart & Poor, S&P и Moody's Investors Services, Moody's. Ниже в табл. 2 приведены рейтинговые оценки указанных агентств и их содержательная характеристика.

Таблица 2

Оценка кредитоспособности

<i>S&P</i>	<i>Moody's</i>	Характеристика рейтинга
<i>AAA</i>	<i>Aaa</i>	Облигации высшего класса. Погашение и процентные выплаты гарантированы. Сильные защитные факторы от изменения внешних условий
<i>AA</i>	<i>Aa</i>	Облигации высокого класса по всем критериям, но могут возникнуть условия, ослабляющие защитные факторы по облигациям
<i>A</i>	<i>A</i>	Облигации класса выше среднего. Условия защиты выплаты процентов и основной суммы долга адекватны, но включают элементы, чувствительные к изменению внешних или внутренних условий
<i>BBB</i>	<i>Baa</i>	Облигации среднего класса, условия защиты не очень сильные, могут стать неадекватными по прошествии длительного времени или при наступлении неблагоприятных экономических условий

Облигации с рейтингом ниже *Baa* (*Moody's*) и *BBB* (*S&P*) часто именуются *мусорными*. К ним относятся облигации компаний, для которых наступили тяжелые времена (так называемые падшие ангелы), и облигации низкого класса, которые выпускают компании для финансирования поглощений или, наоборот, защиты от них.

Отраслевые особенности включают особенности сектора, в котором осуществляет свою деятельность компания. При этом различают:

- 1) длинный (обычно четыре года) или короткий (один год) экономический цикл отрасли и стадии этого цикла в настоящий момент;
- 2) стадии развития компании (первоначальная, стадия расширения, стадия зрелости). Если компания находится на ранних ста-

дях, то инвестор рассчитывает на рост компании в будущем и ее способность обеспечивать выполнение обязательств по облигации, следовательно, будет требовать меньшую доходность;

3) создает ли компания денежные потоки немедленно или же проходит достаточно времени до получения платежей. В первом случае риск меньше, чем во втором, и, соответственно, требования к доходности будут меньше.

Размер выпуска. Зависимость здесь обычно обратно пропорциональна, так как чем больше размер выпуска, тем охотнее он будет раскуплен рынком. Маленькие выпуски обычно не интересуют крупных инвесторов. Существуют некоторые ограничения, но чем больше выпуск, тем меньше будет ожидаемый доход.

Валюта выпуска. Если национальная валюта слаба по сравнению с твердыми международными валютами, то иностранный инвестор будет требовать значительно более высокую доходность, за исключением случаев, когда компания основную часть прибыли получает за счет экспорта своей продукции.

Обеспечение активами. Очевидным представляется факт, что государственные ценные бумаги выпускаются без обеспечения, так как выполнение обязательств по ним гарантируется всей финансовой мощью государства. Хотя возможны исключения, но достаточно общим является правило, что долговые ценные бумаги, выпущенные корпорациями, не могут конкурировать, например, с ценными бумагами, выпущенными национальным правительством этой же страны. Из сказанного выше вытекает, что особенностями выпуска корпоративных облигаций является предоставление эмитентами различных способов обеспечения корпоративных облигаций, которое полностью или частично гарантирует выполнение обязательств по займу.

Кроме того, в целях обеспечения дополнительной защиты инвесторов на деятельность корпораций по выпуску собственных долговых ценных бумаг накладываются ограничения, например, на количество или стоимость долговых ценных бумаг в дополнение к уже выпущенным [5].

Ниже перечислены виды корпоративных облигаций по способам обеспечения в порядке уменьшения ранга, то есть приоритетности выплаты процентов и основной суммы долга.

1. *Обеспеченные или ипотечные облигации* выпускаются корпорацией в том случае, если у нее есть какие-то конкретные высококачественные активы, как правило, недвижимость или иное имущество, которое компания планирует использовать в течение длительного времени (например, десять – двадцать пять лет), выступающее в качестве *фиксированного залога по облигациям*.

Держатели ипотечных облигаций с фиксированным залогом обычно защищены условиями *облигационного соглашения*, в котором корпорация-эмитент дает обязательство перед *доверенным представителем* о выполнении определенных обязательств. В их число наряду с выплатой процентов и возвратом основной суммы долга входят условия продажи имущества, являющегося предметом залога, для удовлетворения претензий кредиторов в случае, если эмитент не может выполнить своих обязательств, используя текущие потоки денежных поступлений от своей финансово-хозяйственной деятельности.

Условия соглашения могут включать запрет на выпуск компанией других облигаций под обеспечение имуществом, которое является предметом залога по данному облигационному соглашению. Если указанного запрета нет, то облигации, выпущенные позднее под залог того же имущества, являются бумагами более *низкого порядка* в смысле приоритета прав кредиторов при реализации имущества, являющегося предметом залога.

Еще одной особенностью обеспеченных облигаций является создание в соответствии с условиями облигационного соглашения компанией-эмитентом *выкупного фонда*, в который компания ежегодно производит отчисления, одинаковые по размеру или привязанные к доходу от реализации продукции или прочим финансовым результатам. Одним из следствий использования такого подхода (в соответствии с законом спроса и предложения) является то, что кредитор будет готов получать более низкую процентную ставку.

В развитых странах практически не было случаев падения цен на недвижимость, за исключением периода с 1987 по 1995 год. Таким образом, данный способ кредитования является наиболее безопасным для инвестора, так как осуществляется путем вложения в высококачественные долговые ценные бумаги.

2. Облигации, которые не имеют фиксированного залога, но обеспечены какими-либо материальными или нематериальными активами, включая торговые марки или долгосрочные контракты, или гарантии третьих лиц, относятся к *обеспеченным облигациям с плавающим залогом*. Обычно по таким облигациям не создается выкупной фонд. Данное обстоятельство, а также более низкое качество обеспечения определяют то, что кредиторы будут рассчитывать на более высокую процентную ставку, чем по облигациям, обеспеченным фиксированным залогом.

В отличие от владельцев облигаций с фиксированным залогом владельцы облигаций с плавающим залогом в случае невыполнения эмитентом условий займа обычно не имеют права потребовать реализации имущества, являющегося предметом залога. Однако владельцы таких облигаций могут потребовать ликвидации компании для того, чтобы в процессе продажи активов компании и расчетов с кредиторами вернуть свои деньги. При условии, что залог активов был юридически правильно оформлен, права кредиторов по таким видам займов будут погашаться после облигаций, обеспеченных фиксированным залогом, но до удовлетворения требований владельцев необеспеченных облигаций.

3. Если компания не может себе позволить выпустить инструменты более высокого качества, то для целей долгосрочного финансирования своей деятельности она может выпустить *необеспеченные облигации*. Поскольку этот вид корпоративных облигаций имеет еще более низкое качество и более рискованный инструмент для инвестиций, то инвестор будет ожидать от заемщика готовности заплатить более высокую процентную ставку, чем по предыдущим видам облигаций.

Данный вид займа является необеспеченным в том смысле, что владельцы таких облигаций в случае неспособности компании ответить по своим финансовым обязательствам будут приравнены к другим кредиторам, претензии которых удовлетворяются пропорционально размеру претензий каждого кредитора из общей суммы средств, оставшихся после расчетов с кредиторами, имеющими более высокий приоритет. При этом вероятна ситуация, когда указанных средств будет недостаточно для погашения всех требований в полном объеме.

Когда в обращении находится более одного выпуска необеспеченных облигаций эмитента, то обязательно определяются их приоритеты. У *субординированных необеспеченных облигаций (subordinated debentures)* приоритет ниже, чем у несубординированных.

Конвертируемые необеспеченные облигации аналогичны вышеописанным облигациям. Единственное различие между ними в том, что конвертируемые облигации предоставляют право своим владельцам по их собственному усмотрению и при определенных обстоятельствах обменять облигации на другие ценные бумаги, например обыкновенные акции.

Эмитент предоставляет владельцам облигаций бесплатную возможность, которая может стоить значительно больше, чем сама облигация, так как стоимость обыкновенных акций растет с ростом прибыли компании. В связи с этим компания может предложить более низкую купонную ставку по таким облигациям. Свойство конвертируемости нередко делает выпуск облигаций более привлекательным для инвесторов, старающихся «угнаться за двумя зайцами» — достичь роста вложений и обеспечить регулярное получение дохода.

Конверсия обычно осуществляется в тот момент, когда дивиденды по акциям выросли по отношению к облигациям, а конверсионная премия по отношению к акциям упала до нуля. *Конверсионная премия* — это разница между конверсионной ценой акции и ее текущей рыночной ценой. *Конверсионной ценой* обычно называют часть рыночной стоимости облигации, обмениваемой на одну ценную бумагу, например обыкновенную акцию. Рассмотрим конкретный пример.

Конвертируемая облигация имеет номинальную стоимость 10 тыс. руб. и купон 7 %. Цена акций в настоящий момент 100 руб., а дивиденд — 4 руб. Соотношение обмена таково: одна облигация обменивается на 80 обыкновенных акций. Облигации размещаются по номиналу, таким образом, в момент размещения конверсионная цена равна 125 руб. за одну обыкновенную акцию. Существуют два основных фактора, которые необходимо принимать во внимание.

1. Разница доходностей: доходность акции равна 4 % (4 руб. разделить на цену акции 100 руб.). Доходность облигации — 7 %, то есть разница составляет 3 % в пользу облигации.

2. Конверсионная премия: в данном случае конверсионная премия равна 25 % (разность между конверсионной ценой 125 руб. и рыночной ценой обыкновенной акции 100 руб.).

Через пять лет цена обыкновенных акций выросла, например, до 150 руб., дивиденд вырос до 8 руб. на акцию, а цена конвертируемой облигации выросла до 12 500 руб. Рассчитаем разницу доходностей и конверсионную премию.

Разница доходностей: доходность акции равна 5,33 % (8 руб. разделить на цену акции 150 руб.). Доходность облигации – 5,6 % (700 руб. разделить на цену облигации 12 500 руб.). Разница составляет 0,27 % в пользу облигации.

Конверсионная премия: в данном случае конверсионная премия равна 4 %, так как конверсионная цена равна 156,25 руб. (цену облигации 12 500 руб. разделить на 80 обыкновенных акций), а рыночная стоимость – 150 руб.: $(156,25 - 150)/150 = 0,04$ или 4 %.

До момента конверсии данные облигации по приоритету прав владельцев могут быть отнесены к другим необеспеченным займам, но после конверсии данные ценные бумаги приравниваются в правах владельцев к обыкновенным акциям.

Следует помнить, что владельцы долговых инструментов, как правило, не имеют права голоса на собраниях компании по вопросам ее деятельности, но они имеют право получать:

- 1) информацию об условиях погашения займа;
- 2) фиксированную (индексируемую) сумму процентов за предоставление кредита;
- 3) основную сумму долга на дату погашения (если погашение не было осуществлено раньше срока по условиям соглашения).

Прокомментируем подробнее последнее обстоятельство. Обычно компания-эмитент заинтересована в сохранении за собой *права выкупа своих облигаций по номинальной стоимости до срока их погашения*, что позволяет ей применять более гибкие стратегии в долгосрочном финансировании, например, сокращать долговое финансирование или прибегать к *приемам рефинансирования*. Если прогнозируется снижение уровня рыночных процентных ставок, то компания-эмитент выпускает новые ценные бумаги с более низкими купонными ставками с целью погашения облигаций, выпущенных на рынок ранее в период высоких процентных ставок.

Естественно, что интересы инвесторов противоположны, так как право досрочного выкупа препятствует повышению цены таких облигаций в случае снижения рыночных процентных ставок и лишает инвестора потенциальных доходов (зависимость между рыночной ценой облигации и уровнем рыночных процентных ставок будет описана ниже). Следовательно, облигации с правом досрочного выкупа размещаются при выпуске по цене более низкой, чем цена аналогичных облигаций без указанного права.

Если эмитент включает в облигационное соглашение право досрочного выкупа, то условия соглашения обычно содержат следующее:

- 1) период, в течение которого облигации не могут быть отозваны (погашены) эмитентом;
- 2) премию за отзыв (*call premium*), которая в сумме с номинальной стоимостью определяет цену отзыва и уменьшается по мере приближения срока погашения.

Размещая облигации с правом отзыва, эмитент фактически продает инвестору облигацию и покупает у него опцион, дающий право купить по истечении определенного срока облигацию по цене отзыва (*call price*). Поэтому цена размещения такой облигации будет равна разнице между ценой самой облигации и ценой опциона.

К описанным выше особенностям корпоративных облигаций необходимо добавить характеристики облигаций, не являющихся типичными для долговых ценных бумаг с фиксированным (индексируемым) доходом.

Доходные облигации (США, *income bonds*) – это вид корпоративных облигаций, доход по которым выплачивается только при условии получения компанией прибыли, то есть своевременная и полная выплата процентов по таким облигациям не является обязательной. Невыплаченный процентный доход может накапливаться, в таком случае облигация является *кумулятивной ценной бумагой* (*cumulative stock*). Поскольку такие облигации по своим характеристикам напоминают скорее привилегированные акции, расходы по выплате процентов по таким облигациям не производятся, как в случае классических облигаций, из прибыли до уплаты налогов, а осуществляются из чистой прибыли [4; 5].

Гарантированные облигации (*guaranteed bonds*) – это облигации, выполнение обязательств по которым гарантировано не эмитентом, а третьим лицом, для которого эти ценные бумаги фактически являются необеспеченными облигациями (например, ценные бумаги выпускает дочерняя компания, а выполнение обязательств гарантирует материнская).

Облигации участия (*participating bonds*) – это вид корпоративных облигаций, дающих право не только на фиксированный процентный доход, но и на получение надбавки к доходу в случае достижения определенного уровня показателя чистой прибыли, полученной компанией.

Голосующие облигации (*voting bonds*) – в отличие от классических облигаций предоставляют право их владельцам принимать участие в управлении компаний-эмитентом.

Некоторые компании считают, что валюты международных рынков более привлекательны для инвесторов, чем валюта внутреннего рынка облигаций. Соответственно, компании могут выпустить облигации на иностранном рынке в валюте страны размещения. Каждая страна, в которой осуществляются такие выпуски, склонна присваивать таким эмиссиям национальные названия. К трем основным странам относятся:

- США, где неамериканские эмитенты выпускают долларовые облигации, называемые «янки»;
- Япония, где иеновые облигации неяпонского эмитента называются «самураи»;
- Великобритания, где стерлинговые облигации небританских эмитентов называются «бульдоги».

В заключение остановимся на особенностях выпуска и обращения еврооблигаций. Следует различать выпуски облигаций, размещаемых за рубежом, но номинированных в валюте страны-эмитента, от выпуска еврооблигаций, номинированных в валюте, отличной от валюты страны, резидентом которой является эмитент, и размещаемых среди международных инвесторов различных стран. Эмиссионный синдикат (группа по размещению) обычно состоит из представителей крупнейших международных инвестиционных банков. Само название «евро» возникло только благодаря месту рас-

положения двух ведущих клирингово-расчетных палат, осуществляющих расчеты по этим выпускам, а не потому, что еврооблигации выпускаются только европейскими эмитентами или размещаются исключительно в Европе.

Две основные палаты по клирингу и расчетам с еврооблигациями:

- Евроклир (*Euroclear*) – основана в 1970 году американским банком «Морган Гаранти» (Morgan Gauranty Trust Company) и расположена в Бельгии;
- Седел (*Cedel*) – основана в 1972 году французскими и немецкими банками в качестве конкурента Евроклир и расположена в Люксембурге.

Существует так называемый электронный мост между двумя этими организациями, позволяющий производить расчеты и поставки непосредственно между счетами каждой клирингово-расчетной палаты. На практике большинство еврооблигаций содержится в этих организациях в *обездвиженной (иммобилизированной) форме*. Это означает, что облигации, представленные либо глобальными, либо индивидуальными сертификатами, не покидают депозитарии данных расчетно-клиринговых палат, а просто перемещаются между счетами клиентов и агентов внутри этих организаций, что позволяет более эффективно проводить расчеты.

Следует отметить, что по большинству выпусков еврооблигаций проценты выплачиваются только один раз в год. Торговые цены отражают *чистые цены* (то есть без накопленных процентов), а начисление процентов осуществляется в соответствии с американским подходом по истечении 360 дней, в то время как в Великобритании используется период 365 дней.

Как уже упоминалось выше, еврооблигации обычно выпускаются в валюте, отличной от валюты страны-эмитента. Поэтому следует поговорить о валютных особенностях выпусков еврооблигаций. Но сначала необходимо разяснить другие различия, существующие между еврооблигациями и внутренними выпусками.

Ведущий инвестиционный банк формирует консорциум (эмиссионный синдикат) из других представителей международных инвестиционных банков для проведения вспомогательного андеррайтинга и расширения возможностей для размещения облигаций.

Условия такой работы должны соответствовать стандартам, установленным Международной ассоциацией первичных рынков, и ее 16 рекомендациям. Выпуски еврооблигаций обычно подлежат стабилизации (см. выше).

Большинство облигаций во избежание проблем налогообложения проходят процедуру листинга либо на Люксембургской, либо на Лондонской фондовой бирже. Согласно соответствующим положениям Европейского союза должен быть выпущен проспект эмиссии, что предоставляет дополнительные возможности для расширения круга потенциальных инвесторов (многие международные инвесторы имеют ограничения во вложения в некотируемые ценные бумаги).

Возможно, самый важный фактор состоит в том, что большинство облигаций выпускается в долларах США. Причина состоит в том, что в США находятся крупнейшие международные инвесторы. Вторая крупная группа инвесторов находится в Японии и всегда готова осуществлять операции с твердыми международными валютами.

Последнее различие между внутренними выпусками облигаций и еврооблигациями связано с рейтинговыми оценками. Выпуск еврооблигаций может быть успешным только при условии наличия у эмитента рейтинга одного из ведущих рейтинговых агентств, таких как S&P и Moody's. Это условие ведущий инвестиционный банк считает обязательным.

Несмотря на то что выпуски еврооблигаций удовлетворяют условиям листинга, обычно они не обращаются как биржевые инструменты (то есть банки будут торговать ими как принципалы между собой). Тем не менее в последние двадцать лет такая торговля стала регулироваться Международной ассоциацией рынка ценных бумаг (ISMA), которая состоит из крупнейших европейских банков и инвестиционных домов. Эта ассоциация многими странами признается как саморегулируемая организация, основной задачей которой является обеспечение добросовестной практики торговли.

Как и в случае внутренних выпусков, показатели доходности будут зависеть от качества облигации и других факторов. Однако есть один очень важный фактор, который уникален для еврооблигаций.

Он состоит в том, что доходность еврооблигаций стремится к самым низким ставкам доходности, присущим, например, внутренним рынкам Японии и США. Следовательно, несмотря на то

что эмитент будет сталкиваться с валютным риском по своим займам, все-таки выпуск еврооблигаций позволяет ему привлечь средства по более низким ставкам, чем те, которые доступны эмитенту на внутреннем рынке.

Инвестиции в облигации

Считается, что облигации особенно привлекательны для инвесторов, которые стремятся к получению регулярного надежного дохода и относительно небольшого прироста капитала в течение длительного времени, и не интересуют спекулянтов, то есть инвесторов, стремящихся получить прибыль от операций купли-продажи ценных бумаг за счет разницы цен, возникающей в краткосрочном периоде. За редким исключением (например, «мусорные» облигации) облигации являются консервативными инвестициями, поэтому считается, что они, как правило, привлекают консервативных инвесторов, к числу которых традиционно относят следующих участников рынка.

Банки

Как известно, основным направлением деятельности банков является привлечение депозитов и вложение полученных средств под более высокие проценты. Облигации как объект для инвестирования являются очень привлекательными для банков, потому что по сравнению с кредитами, которые банки предоставляют физическим и юридическим лицам, облигации несут для банков меньший риск невозврата и более высокий потенциал для получения требуемых доходов.

В процессе управления портфелем облигаций банки включают в этот портфель как краткосрочные ликвидные облигации, цены которых менее изменчивы, так и долгосрочные облигации, приносящие обычно более высокий доход и прирост капитала, поскольку цены таких облигаций в большей степени подвержены изменениям.

Пенсионные фонды

Являясь объектами долгосрочного инвестирования, пенсионные фонды имеют разную инвестиционную политику, зависящую от соотношения между вкладчиками и пенсионерами.

Инвестиционная политика пенсионных фондов, как правило, также ограничивается законодательством с целью обеспечения способности фондов осуществлять регулярные выплаты пенсий. Регу-

лирующие нормы не предоставляют фондам ни малейшей возможности осуществлять инвестиции, которые по своей природе несут риск и угрозу капитальной базе пенсионного фонда.

Только что сформированному пенсионному фонду не скоро потребуется выплачивать пенсии, поэтому для такого фонда обеспечение защиты капитальной базы на начальном этапе не так важно, как в дальнейшие годы. Такие фонды будут получать большие потоки денежных поступлений от вкладчиков. Являясь крупными инвесторами на рынке ценных бумаг, молодые фонды вкладывают большую часть своих активов в облигации хотя бы потому, что традиционно доля облигаций на рынке гораздо выше, чем других ценных бумаг.

У зрелого пенсионного фонда, в котором число пенсионеров превышает число вкладчиков, для необходимости обеспечения защиты капитальной базы практически все активы будут вложены в облигации.

Страховые компании

Эти организации имеют постоянный поток денежных поступлений в форме премиальных (страховых) взносов, но также и краткосрочные обязательства (выплата страховых сумм при страховании имущества от материального ущерба) и долгосрочные актуарные обязательства (выплата страховых сумм при страховании жизни к моменту наступления страхового возраста).

При условии, что *актуарные расчеты* (то есть расчеты страховых рисков, страховых премий и предстоящих выплат с использованием аппарата теории вероятности и статистических методов) выполнены правильно, страховые компании, так же как и пенсионные фонды, в первые годы своего существования являются чистыми инвесторами. Они только принимают денежные средства и не осуществляют выплат при условии, что компания не столкнется с чрезвычайными и непредвиденными бедствиями (сильные ураганы, наводнения, авиакатастрофы и т. д.), которые приведут к необходимости выплачивать огромные средства.

Перед страховыми компаниями, как и перед пенсионными фондами, стоят те же задачи: как сохранять и увеличивать свой капитал, не подвергая его особому риску. Поэтому страховые компании осуществляют крупные инвестиции в облигации благодаря относительной надежности этих инструментов.

Паевые фонды

Паевые фонды, как правило, используют краткосрочные облигации в качестве высоколиквидных инвестиций, так как в любой момент им могут потребоваться значительные средства для выкупа паев. На рынке краткосрочных государственных и высококачественных корпоративных облигаций паевые фонды являются крупными инвесторами.

Управляющие индивидуальными портфелями

Диверсификация активов позволяет снизить риск по портфелю в целом. Исходя из этого, инвестиционные консультанты и управляющие предлагают вкладывать какую-то часть активов портфеля в ценные бумаги с фиксированным доходом, особенно если получение текущего дохода для инвестора является задачей более приоритетной, чем прирост своих вложений. Очевидно, что размер суммы, вкладываемой в облигации, будет зависеть от размера самого портфеля и отношения клиента к риску.

В тех странах, где частные лица платят высокие прогрессивные налоги на доход от сбережений и инвестиций, налоговые условия приведут к тому, что процентный доход практически не будет иметь никакой ценности (после налогообложения) для инвестора и, следовательно, более привлекательным будет прирост капитала.

Частные лица

Несмотря на то что всегда существует среди частных лиц довольно значительная группа инвесторов, использующих консервативный подход к инвестициям, частные лица не являются активными покупателями облигаций.

Как и другие ценные бумаги, облигация может приносить доход двумя способами:

- 1) в форме процентной ставки (купона) по займу, которая в большинстве случаев представляет собой фиксированную годовую сумму, выплачиваемую либо раз в полгода, либо один раз в конце года;
- 2) в форме прироста капитала в виде разницы между ценой покупки облигации и ценой, по которой инвестор продает облигацию или погашает ее при наступлении срока погашения.

Инвестор, вкладывающий деньги в облигации, будет постоянно сравнивать *текущую доходность* этого вложения с доходностью аль-

тернативных инвестиций для того, чтобы принять решение — оставить облигацию или продать ее. Для расчета текущей доходности используется именно текущая рыночная цена, а не цена, по которой облигация была приобретена, хотя возможны случаи, когда эти цены совпадают. Ниже приведена формула расчета текущей доходности облигаций:

$$\text{Текущая доходность} = \frac{\text{Купон}}{\text{Цена}} \cdot 100. \quad (4)$$

Пример

1. Текущая цена облигации равна 100 руб., ставка купона — 10 %, тогда текущая доходность будет равна:

$$(10/100) \times 100 \% = 10 \%$$

2. Если цена облигации упадет до 75 руб., какой тогда будет текущая доходность? Так как купонная ставка фиксирована, то расчеты будут следующими:

$$(10/75) \times 100 \% = 13,33 \%$$

3. Если цена облигации выросла до 150 руб., то какой будет текущая доходность?

$$(10/150) \times 100 \% = 6,66 \%$$

Если облигация выпущена на определенный срок, по истечении которого выплачивается ее номинальная стоимость, то существует еще один показатель доходности — доходность к погашению.

Доходность к погашению равна общей сумме доходов, полученных за период владения облигацией, как в форме купонных платежей, так и в форме прироста или уменьшения капитала по отношению к вложенной сумме (цене приобретения).

Существует несколько методов расчета доходности к погашению. Здесь рассматривается только самый простой способ, который не предполагает, что полученные в виде купонных платежей доходы реинвестируются. В основе данного подхода лежит предположение, что все купонные платежи инвестор получает в момент погашения или продажи облигации, что является достаточно искусственным допущением. Сам подход состоит в том, что к текущему доходу добавляется доход от прироста капитала (или убыток в результате снижения капитала) и рассчитывается процент полученной величины дохода от текущей цены:

$$\text{Доходность к погашению} = \frac{\text{Купон} + \frac{\text{Номинал} - \text{Цена}}{\text{Число лет до конца срока}}}{\text{Рыночная цена}} \cdot 100 \%. \quad (5)$$

Пример. Цена облигации 75 руб., годовой купон — 10 %, номинальная стоимость — 100 руб., период погашения — 10 лет. Доходность к погашению облигации равна:

$$\frac{10 + \frac{100 - 75}{10}}{75} \cdot 100 = 16,66 \%$$

Из приведенной выше формулы можно сделать вывод, что доходность к погашению облигации равна ее купонной ставке в случае, если рыночная цена облигации равна ее номиналу.

Одно из основных различий между инструментами с фиксированной ставкой и акциями состоит в том, что долевые инструменты в основном покупаются с целью достижения прироста капитала, а облигация обращается как альтернатива депозитов. Следовательно, профессиональный подход к работе с облигациями предполагает получение ежедневного дохода от инвестиций в облигации.

Хотя купоны объявляются как ежегодные суммы и выплачиваются в конце купонного периода, при покупке и продаже облигаций с фиксированной ставкой учитывается доход, накопленный к моменту совершения сделки за период, прошедший с даты последней выплаты купона. Соответственно, за каждый день в году, если за основу продолжительности года взять 360 дней, облигация с номинальной стоимостью 100 рублей и десятипроцентным годовым купоном приносит доход 10/360 рублей.

Обычным условием на рынке облигаций является работа с чистыми ценами, которые не включают ежедневные суммы процентных платежей, но при расчетах по фактически совершенным сделкам накопленный купонный доход входит в расчетную цену.

В предыдущем примере облигация имеет номинальную стоимость 100 руб. При предположении, что десятипроцентный купон выплачивается один раз в год, через шесть месяцев с момента последней выплаты купонов начисленный доход составит 5 руб. Тогда текущая рыночная цена 75 руб. будет являться чистой ценой, а грязная цена, которая включает накопленный купонный доход, будет равна $75 + 5 = 80$ руб. Следует подчеркнуть, что в обоих случаях расчетная сумма будет равна 80.

Сумма начисленного дохода обычно определяется как сумма, зафиксированная на прошедшее число дней с момента выплаты последнего купонного платежа. Использование в расчетах базиса 360 дней просто облегчает расчеты.

Оценивая доходность облигаций, необходимо знать очень важное правило: рыночные процентные ставки и цены облигаций меняются в противоположных направлениях, то есть цены облигаций растут по мере падения и падают по мере роста процентных ставок.

Такая зависимость объясняется очень просто: при росте рыночных процентных ставок, означающих также и рост процента по банковскому вкладу, растет привлекательность альтернативных вложений (банковский вклад, долговые ценные бумаги, размещаемые в этот период под более высокую процентную ставку), так как они приносят более высокий доход.

Это приводит к снижению спроса на облигации, имеющие фиксированную процентную ставку ниже рыночной, и к снижению рыночной цены таких облигаций. В итоге эти разнонаправленные движения процентных ставок и рыночных цен приводят к уравниванию доходностей обращающихся на рынке инструментов. Таким образом, можно сделать еще один вывод, что цена облигации изменяется противоположно изменению доходности облигации.

По тем же причинам цены облигаций, имеющих фиксированную процентную ставку, в большей степени подвержены изменениям, чем рыночные цены облигаций, имеющих плавающую процентную ставку, которая регулярно пересматривается по отношению к рынку.

При анализе облигаций очень важно принимать во внимание степень зависимости изменений цены облигации от изменений уровня рыночных процентных ставок. Цены разных облигаций будут неодинаково реагировать на изменения процентных ставок. Амплитуда изменений будет зависеть от размера купонной ставки и срока до погашения. Общие правила, описывающие указанную зависимость, таковы:

- 1) долгосрочные облигации более чувствительны к изменению процентных ставок, чем краткосрочные;
- 2) облигации с низким купоном более чувствительны к изменению процентных ставок, чем облигации с высоким купоном.

Для долгосрочных облигаций основным компонентом дохода будет доход от реинвестирования купонов, а для краткосрочных облигаций реинвестиционный доход не будет иметь столь существенного значения, поскольку, например, при падении процентных ставок владелец краткосрочной облигации будет получать меньший доход в течение более короткого периода, чем владелец долгосрочной облигации.

Это, однако, не означает, что владелец долгосрочной облигации должен предпринимать какие-то немедленные действия. Как мы выяснили, при падении рыночных процентных ставок цены облигаций растут, следовательно, владелец облигации может компенсировать снижение дохода от реинвестирования купонов доходом от роста цены облигаций.

По аналогии с первым правилом второе правило в отношении ставки купона может быть объяснено тем, что по мере падения процентных ставок облигации с высоким купоном будут приносить больший доход за счет реинвестирования купонного дохода, чем облигации с низким купоном, что опять же будет компенсировано ростом цены последней.

В заключение можно сказать, что наиболее изменчивыми (или чувствительными) облигациями являются долгосрочные облигации с низким купоном, а наименее изменчивыми — краткосрочные облигации с высоким купоном.

Достаточно точную оценку процентного изменения рыночной цены облигации при малых изменениях доходности (купонных ставок, сроков погашения, рыночных процентных ставок) дают показатели дюрации (дюрация Маколея, модифицированная дюрация и пр.). В задачи данного курса не входит подробное описание и расчеты показателей дюрации. Достаточно сказать, что облигации с меньшей дюрацией будут менее чувствительны к изменению процентных ставок, чем облигации с большей дюрацией.

В качестве примера здесь будет рассмотрен критерий «одна восьмая». Это менее сложный способ, который показывает (после проведения других расчетов) величину, на которую должны измениться процентные ставки для того, чтобы привести к изменению

цены на $1/8$ денежной единицы. Чем больше рассчитанная величина, тем менее чувствительна облигация.

Пример. Облигация имеет цену 97 ед. и доходность 12 %, критерий $1/8$ равен 0,1 %. Если процентные ставки вырастут до 12,5 %, как изменится цена облигации? По условиям задачи на каждую 0,1 % изменения процентных ставок цена облигации будет меняться на $1/8$. Поскольку процентные ставки изменились на 0,5 %, то цена облигации должна измениться на $5/8$. В какую сторону?

Ответ на вопрос заключается в приведенном выше правиле: если процентные ставки выросли, то цена облигации должна упасть. Тогда ожидаемая рыночная цена составит:

$$97 - 5/8 = 96 \frac{3}{8}.$$

Тема 4. Государственные ценные бумаги

Цель — ознакомиться с экономической сущностью и фундаментальными свойствами государственных ценных бумаг (ГЦБ), изучить их виды.

Учебные вопросы

1. Сущность государственных ценных бумаг, секьюритизация долга.
2. Федеральные государственные ценные бумаги, государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации, муниципальные ценные бумаги.
3. Виды государственных и муниципальных ценных бумаг по эмитентам, сроку обращения, технологии выпуска и обращения.
4. Инвестиционное качество государственных и муниципальных ценных бумаг и риски, присутствующие на этом рынке.

Изучив данную тему, студент должен

✓ *знать:*

- виды государственных и муниципальных ценных бумаг по эмитентам, сроку обращения, технологии выпуска и обращения;
- технологию регистрации и размещения еврооблигаций, особенности функционирования;
- методы регулирования рынка государственных и муниципальных ценных бумаг;

✓ *уметь:*

- рассчитывать купонный и дисконтный доходы по гособлигациям;
- раскрывать достоинства и недостатки гособлигаций;
- характеризовать гособлигацию;

✓ *иметь представление:*

- об инвестиционном качестве государственных и муниципальных ценных бумаг и рисках, присутствующих на этом рынке;
- о современном состоянии рынка государственных и муниципальных ценных бумаг России и тенденциях его развития;
- об инвесторах гособлигаций.

Рынок правительственных заимствований имеет разные названия, в их числе: рынок государственных облигаций, рынок государственного или национального долга, рынок правительственных

займов или рынок государственных инструментов с фиксированной ставкой. В Великобритании, например, такой рынок также называется рынком золотообрезных облигаций, так как на сертификатах таких бумаг присутствует золотая кайма.

Каждый раз, когда правительство собирается привлечь займы, оно решает, на какое время понадобятся эти средства. Существуют различные названия периодов заимствования, чаще всего это сроки погашения.

В практике выпуска ценных бумаг большинства государств самый короткий период, на который привлекаются средства, равен 3 месяцам. Обычно такие инструменты называются *краткосрочными бумагами денежного рынка*. В некоторых странах этот термин может использоваться для заимствований и на более долгосрочные периоды, то есть вплоть до года. Такие ценные бумаги, как указывалось в предыдущем разделе, обычно предлагаются правительствами только первоклассным банкам, торгующим ими в основном на межбанковском рынке и очень редко — на биржевом рынке ценных бумаг.

Следующая разновидность ценных бумаг — это *краткосрочные облигации*, которые обычно представляют собой заимствования на срок от года до пяти лет. Чаще всего эти инструменты не представляют интереса для частных лиц, обращаются на биржевом (организованном) рынке, сделки по ним совершаются небольшим кругом инвестиционных институтов, размещающих в них свои активы. Следует отметить, что краткосрочные бумаги и краткосрочные облигации являются абсолютно различными инструментами.

Рынок среднесрочных займов (облигаций). Термин «среднесрочные ценные бумаги» до недавнего времени использовался только в Великобритании и США и обозначал облигации со сроком погашения от 5 до 15 лет в Великобритании или от двух до десяти лет в США. Большинство других государств не привлекали средства на периоды более 10 лет. Только недавно Германия и Япония стали выпускать облигации со сроком погашения 20 и более лет.

Последний вид заимствований с точки зрения сроков называется *долгосрочным*, и этот термин используется для займов на период вплоть до тридцати лет.

Следует заметить, что такие названия дал соответствующим инструментам рынок, следовательно, содержание этих терминов может различаться в разных странах. Например, в Великобритании под сроком погашения понимается период с настоящего времени до момента погашения облигаций правительством независимо от того, сколько времени прошло с момента выпуска инструментов. В США под сроком погашения понимается период обращения облигаций с момента их выпуска до даты погашения правительством. Например, облигация была выпущена в США на 25 лет, в настоящий момент до ее погашения осталось 2 года, но она по-прежнему будет считаться долгосрочной в отличие от практики Великобритании, где она уже будет считаться краткосрочной. Аналогично облигация не станет краткосрочной в последний год или три месяца, оставшиеся до погашения.

В некоторых случаях правительство выпускает облигации, не имеющие конкретной даты погашения, то есть бессрочные. Цены по этим облигациям подвержены изменениям в большей степени, чем по срочным государственным инструментам.

Поскольку правительственные заимствования — это, по сути, кредиты, предоставляемые заемщиками государству, очевидно, что кредитор будет ожидать не только возврата кредита, но и плату за его предоставление. Существует несколько методов выплаты процентов, которые использует государство, выпуская собственные долговые обязательства.

Один из таких методов называется *дисконтированием*. При этом методе правительство включает всю сумму начисляемых в течение периода заимствования процентных платежей в номинальную стоимость и выплачивает ее вместе с основной суммой долга. Соответственно, первоначальная сумма, предоставляемая в кредит государству, будет меньше той суммы, которую государство выплачивает в конце срока, то есть цена размещения меньше номинальной стоимости облигации на величину дисконта. Практически все краткосрочные бумаги традиционно выпускаются с дисконтом, в последние годы дисконтирование также используется при выпуске инструментов со сроком погашения более года.

Следующий метод выплаты процентов носит название *купонных платежей*. При этом методе государство устанавливает фиксиро-

ванную годовую процентную ставку (купон), выплаты по которой осуществляются раз в год либо в полгода. Хотя это не играет большой роли, считается, что большая частота выплат по купону более привлекательна для инвестора.

Например, если купон в размере 10 % выплачивается один раз в конце года, то кредитор знает, что в конце года он заработает 10 % от предоставленной в кредит суммы. Если же купон выплачивается два раза в год — 5 % по прошествии первых шести месяцев и 5 % в конце года, то, хотя эмитент выплатил все те же 10 % годовых, кредитор может предоставить в кредит 5 %, полученные им в конце первого полугодия, и также заработать на них доход (реинвестировать).

Так как кредитор имеет возможность реинвестировать доход, полученный по промежуточным купонам, считается, что в случае промежуточных выплат по годовому купону заемщик может установить меньшую ставку, чем в случае однократной выплаты по годовому купону в конце года. Далее это будет показано на примере расчета номинальной и эффективной ставок доходности.

В некоторых случаях государство вынуждено размещать купонные облигации с дисконтом, то есть сочетать оба метода выплаты процентов.

Достаточно известным методом выплаты процентов является индексация купонных платежей. Основой для индексации чаще всего является публикуемая государством статистика инфляции. Инфляционный ценовой индекс будет расти по мере роста цен на основные товары и услуги, и, соответственно, правительство будет пересматривать купонные платежи (проценты) и основную сумму долга (сумма к погашению) по отношению к этому индексу, что позволит защитить вложенные инвесторами средства от их обесценивания. Как указывалось в предыдущей главе, размер купонных платежей может также пересматриваться по отношению к индексированной ставке для отражения изменений в кратко- и среднесрочных процентных ставках. Наиболее известной индексированной ставкой, как уже упоминалось, является ставка ЛИБОР.

В случаях когда правительству не требуется сразу вся сумма для финансирования какого-либо проекта, существуют два пути. Первый — это такие заимствования, как транши, когда правительство

привлекает средства от кредиторов с последующим выпуском на рынок облигаций с таким же сроком погашения, которые могут быть приобретены другими кредиторами. Если был продемонстрирован хороший спрос со стороны кредиторов и правительство удовлетворено выплачиваемой процентной ставкой, то оно может организовать дополнительный выпуск таких облигаций.

Правительство может использовать второй путь: выпустить облигации с частичной оплатой. При этом оно получает от кредиторов обязательство приобрести его облигации, но просит внести только часть суммы, а остальное разрешает заплатить позже. В этой ситуации кредитор не ожидает, что правительство организует дополнительные выпуски облигаций, но он может не платить всю сумму сразу. Кредитор также может продать облигацию другому покупателю, и тогда он не должен будет вносить оставшуюся сумму, так как теперь это будет обязанностью нового кредитора.

Необходимо помнить о том, что чем дольше срок погашения займа и чем больше сумма заимствования, тем выше риск невозврата и упущенных возможностей более прибыльного вложения предоставленных займы средств, поэтому кредитор будет требовать более высокую процентную ставку. Поскольку в случае выпуска облигаций с частичной оплатой кредитор предоставляет меньшую сумму денег, то он будет ожидать, что правительство предложит ему более низкую процентную ставку.

В процессе заимствования средств заемщик должен продумать, как он будет погашать заем, а кредитору необходимо учитывать вероятность того, что его средства могут к нему не вернуться. Таким образом, оба должны решить, какая процентная ставка будет выплачиваться по займу. Совершенно очевидно, что заемщик хочет получить средства по наименьшей возможной ставке, а кредитор хочет предоставить средства в кредит по наивысшей возможной ставке. Для того чтобы обе стороны могли найти размер ставки, который, очевидно, лежит где-то посередине, необходимо учесть ряд факторов. К числу таких факторов, которые определяют плату за пользование кредитом (процентную ставку) или цену заимствования, относятся следующие.

Кредитоспособность — в самом общем смысле это способность заемщика отвечать по финансовым обязательствам по выплате процентов и погашению основной суммы долга. Если инвестор считает, что правительство в будущем сможет вернуть средства, взятые займы нынешним правительством, то количественная оценка кредитоспособности, то есть кредитный рейтинг, будет высокой. Соответственно, чем выше степень доверия к правительственным долговым обязательствам, то есть чем выше *кредитный рейтинг*, тем ниже процентная ставка, которую ожидает инвестор и которая в итоге будет ему выплачиваться.

В свою очередь, наиболее важный фактор кредитоспособности для кредитора — это стабильная политика государства в области выполнения обязательств по займам. Чем большую стабильность демонстрирует государство, тем меньший уровень процентных ставок требуют кредиторы.

Следующий фактор — *уровень инфляции в стране* — распространяется на все виды заимствований независимо от того, является ли заемщиком государство или предприятие. Любой кредитор заинтересован прежде всего в обеспечении защиты своих инвестиций от обесценения под воздействием инфляции. В принципе, чем меньше уровень инфляции, тем меньше будет процентная ставка, требуемая кредитором.

Рассмотрим особенности крупнейших национальных рынков государственных ценных бумаг.

США имеет самый крупный в мире рынок правительственных облигаций. Он разделен на три части. Краткосрочную часть рынка представляют *казначейские векселя (Treasury Bills, T-Bills)*, являющиеся бескупонными дисконтными бумагами. Инструменты среднесрочной части рынка, называемые *казначейскими бумагами или нотами (Treasury Notes, T-Notes)*, выпускаются на срок от двух до десяти лет и имеют купоны. Долгосрочная часть рынка представлена инструментами, называемыми *казначейскими облигациями (Treasury Bonds, T-Bonds)*, которые подобно казначейским нотам имеют купоны, но выпускаются на срок более 10 лет. Как уже было отмечено, если инструмент выпущен как казначейская облигация, то независимо от времени, оставшегося до погашения, он будет оставаться казначейской облигацией.

Торговля госбумагами США основана на участниках рынка, признанных Федеральной резервной системой (центральным банком США) *первичными дилерами*. Первичные дилеры участвуют в аукционах по размещению казначейских бумаг, проводимых Министерством финансов США. Участники аукциона могут подавать заявки двух видов:

- конкурентные предложения — это заявки, содержащие помимо ценных бумаг, которые они хотели бы купить для себя либо для своих клиентов, ставку доходности, которую они готовы принять;
- неконкурентные предложения — это заявки, содержащие только ценные бумаги, которые они хотели бы приобрести по средней ставке доходности, которая сложится на рынке по конкурентным предложениям.

На вторичном рынке госбумаг обязанностью первичных дилеров является выставление *двусторонних котировок*, то есть цены покупателя и цены продавца. Посредников, выполняющих подобные функции, называют маркетмейкерами (*market maker*). Первичные дилеры при заключении сделок могут действовать как *агенты* (от имени и по поручению клиента за счет средств клиента) и как *принципалы* (от своего имени за счет собственных средств), то есть выполнять *двойственную функцию*. Кроме первичных дилеров существует небольшое количество междилерских брокеров, являющихся посредниками между крупными дилерами (оптовыми покупателями), заинтересованными в обеспечении анонимности при осуществлении крупных сделок купли-продажи ценных бумаг.

Сделки заключаются по телефону и через электронные торговые системы. Расчеты осуществляются либо в тот же день, либо на следующий день ($T + 1$ — общепринятое обозначение расчетов на следующий день после совершения сделки). Денежные суммы вносятся на счет в одном из банков Федеральной резервной системы, перерегистрация прав собственности осуществляется с использованием электронной системы учета прав собственности. Эта система известна как система телеграфных переводов.

Как и предприятия, государство и местные органы власти нуждаются в краткосрочном и долгосрочном финансировании своей деятельности до поступления доходов (в основном от сбора на-

логов и прочих источников, например, от продажи государственной собственности). Поскольку, как правило, эта деятельность требует значительных средств, неудивительно, что правительства практически всех стран являются наиболее крупными заемщиками на финансовых рынках.

Государственные заимствования принимают форму кратко-, средне- и долгосрочных долговых ценных бумаг. Основные характеристики государственных ценных бумаг будут рассмотрены ниже.

Срок до погашения государственных заимствований будет в значительной степени зависеть от причины возникновения потребности в привлечении средств и времени, достаточного, по расчетам правительства, для того, чтобы аккумулировать необходимые средства для погашения займа. Кроме того, правительство путем политики заимствования может продемонстрировать рынку тенденцию в области финансовой политики и в особенности в области процентных ставок.

Например, правительство может выпускать краткосрочные долговые обязательства, если в настоящий момент оно испытывает потребность в денежных средствах для оплаты краткосрочных расходов в ситуации недостаточности бюджетных средств, либо как возможность контроля наличной денежной массы в финансовой системе. Выпуск краткосрочных долговых обязательств при условии их приобретения покупателями изымает определенное количество денег из обращения. Это, в свою очередь, приводит к сокращению денежной массы у населения для покупки товаров и оплаты услуг, что также позволяет контролировать совокупный объем потребления в стране.

Как было отмечено выше, государство может использовать краткосрочные формы заимствования в качестве средства контроля над краткосрочными банковскими процентными ставками. В связи с этим правительство может выпустить новый краткосрочный заем и предложить более высокую процентную ставку, показывая таким образом рынку, что процентные ставки будут расти.

Правительство может производить заимствования денег для финансирования краткосрочных проектов, которые могут быть завершены в течение 5 лет, или приобретения активов, которые могут окупиться в течение 5 лет.

Правительство, даже не нуждающееся в финансировании своей деятельности, может выпустить краткосрочные обязательства, если, например, оно поощряет развитие рынка финансовых институтов, аккумулирующих сбережения населения для вложения в краткосрочные государственные обязательства.

И наконец, для финансирования крупных проектов, имеющих длительный срок окупаемости (дороги, мосты, различные строительные контракты, проекты реформирования сил безопасности и пр.), а также в целях погашения краткосрочных заимствований правительству необходимо осуществлять долгосрочное заимствование.

В некоторых случаях правительство, даже если у него есть потребность в финансировании долгосрочных проектов, может продолжать осуществлять краткосрочные заимствования. Это реализуется для того, чтобы не составлять конкуренцию в качестве потенциального заемщика корпоративному сектору в жизненно важных отраслях экономики или в тех отраслях, в которых правительство хочет поощрить предприятия к долгосрочным инвестициям. Последнее соображение связано с тем, что с точки зрения инвесторов кредитоспособность компаний вряд ли может сравниться с кредитоспособностью государства.

Облигации федерального займа (ОФЗ) – это именные государственные ценные бумаги, которые выпускаются в документарной форме с обязательным централизованным хранением. Эмитентом облигаций выступает Министерство финансов РФ. По срокам обращения ОФЗ могут быть среднесрочными или долгосрочными. Владельцами облигаций могут быть российские и иностранные юридические и физические лица. Генеральным агентом по обслуживанию выпусков ОФЗ является Центральный банк РФ.

Одна из особенностей облигаций ОФЗ заключается в том, что они выпускаются в документарной форме с обязательным централизованным хранением. Генеральным агентом по размещению, выкупу и обмену выпусков облигаций федеральных займов является Банк России.

Облигации федеральных займов подразделяются на несколько типов: с переменным купоном, с постоянным доходом, фиксированным доходом, бескупонные и с амортизацией долга.

Облигации федеральных займов с переменным купонным доходом

ОФЗ с переменным купоном еще иногда называют облигациями федеральных займов с неизвестным купоном. Такое название связано с тем, что облигации с переменным (или неизвестным) купонным доходом предоставляют своим держателям возможность получать доходность ОФЗ периодами — обычно 2 или 4 раза в год. Размер ставки по купону определяется за некоторое время до начала следующего купонного периода.

Номинал ОФЗ составляет 1000 рублей. Облигации федерального займа с неизвестным купоном обращаются от года до 5 лет.

Наиболее популярная среди вкладчиков группа ОФЗ — облигации с известным купоном. У каждой из ценных бумаг свои особенности, но в данном случае на доходность ОФЗ ГКО никак не влияет. Размер купонов ОФЗ этого типа сразу определяет эмитент, то есть Минфин России. При этом право владельца этих ценных бумаг на получение дохода периодами также сохраняется.

ОФЗ с известным купоном подразделяются на несколько типов.

Первый — это облигации федеральных займов с постоянным купонным доходом.

Величина купонов для облигаций федеральных займов в этом случае будет высчитываться в качестве постоянной величины на все время хождения ценных бумаг. А срок обращения облигации номиналом 1000 рублей может варьироваться от одного года до тридцати лет с выплатой 1 раз в год.

Второй — это облигации федеральных займов с фиксированным купонным доходом.

В случае с ОФЗ с фиксированным купоном ставка по купону рассчитывается при выпуске как фиксированный размер дохода, изменяющийся в зависимости от времени его выплаты. Срок обращения данного типа ОФЗ — от четырех лет с выплатой по купону 4 раза в год.

Третий — это облигации федерального займа с амортизацией долга.

Облигации федеральных займов с амортизацией долга можно назвать довольно молодым финансовым инструментом (в сравнении с теми же ОФЗ с неизвестным купоном, обращение которых началось еще в 1993 г.). Получить доходность по ОФЗ-АД стало воз-

можно только с 2002 года. Своеобразная исключительность ОФЗ-АД состоит в том, что стоимостный номинал облигации выплачивается частями в разные даты, которые устанавливаются решением об эмиссии. Срок обращения, как и в случае с ОФЗ с постоянным доходом, может составлять от одного года до тридцати лет. Частота выплат по купону — 4 раза в год, номинал — 1000 рублей.

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

ГКО выпускались на разные сроки — от нескольких месяцев до года.

Доход формировался как разница между ценой погашения (номиналом) и ценой покупки. Сумма выручки от реализации ГКО в 1994 году составила 12,8 трлн рублей, в 1997 году — 32 трлн руб., из них 44,2 % было направлено на покрытие бюджетного дефицита. К 1998 году рынок ГКО стал основным источником финансирования дефицита российского бюджета.

17 августа 1998 года был объявлен технический дефолт по ГКО, доходность по которым непосредственно перед кризисом достигала 140 % годовых. После экономического кризиса 1998 года вложения в ГКО обесценились в три раза, к тому же государство заморозило все выплаты по своим казначейским обязательствам.

Тема 5. Векселя, чеки, депозитные и сберегательные сертификаты

Цель — ознакомиться с экономической сущностью и фундаментальными свойствами векселя, чека, депозитных и сберегательных сертификатов, изучить их основные черты, особенности обращения, условия выпуска.

Учебные вопросы

1. Сущность векселя и чека как ценных бумаг.
2. Основные черты векселя и чека.
3. Цели выпуска векселей.
4. Сущность депозитных и сберегательных сертификатов как ценных бумаг.

Изучив данную тему, студент должен

✓ *знать:*

- сущность и виды векселей;
- цели выпуска векселей;
- общие черты и различия депозитных и сберегательных сертификатов;
- особенности обращения, инвестиционные качества депозитных и сберегательных сертификатов;

✓ *уметь:*

- классифицировать векселя и чеки;
- различать вексельный рынок и рынок акций и облигаций;
- характеризовать депозитные и сберегательные сертификаты;

✓ *иметь представление:*

- об условиях выпуска и обращения депозитных и сберегательных сертификатов в мировой и российской практике;
- о современном состоянии вексельного рынка России и тенденциях его развития.

В соответствии со ст. 815 ГК РФ вексель — это ценная бумага, удостоверяющая ничем не обусловленное обязательство векселедателя (простой вексель) либо иного указанного в векселе плательщика (переводной вексель) выплатить по наступлении предусмотренного векселем срока указанную в векселе сумму.

Для учебных целей данное юридическое определение можно несколько упростить: вексель — это письменное обязательство должника без всяких условий уплатить держателю векселя обозначенную в нем денежную сумму в установленный в нем срок.

Вексельное право. Вексель — это особая ценная бумага, поскольку ее выпуск и обращение осуществляются в соответствии со специальным законодательством, называемым вексельным правом.

В России отношения сторон по векселю регулируются Федеральным законом от 11 марта 1997 г. № 48-ФЗ «О переводном и простом векселе». Данный закон устанавливает (подтверждает), что в Российской Федерации действует Положение о переводном и простом векселе, утвержденное еще в 1937 г. Центральным исполнительным комитетом и Советом народных комиссаров СССР.

Простой вексель — это ничем не обусловленное обязательство должника уплатить денежный долг кредитору в размере и на условиях, обозначенных в векселе и только в нем. Иностранное (итальянское) название простого векселя — соло. Простой вексель выписывает должник своему кредитору.

Перводной вексель — это безусловный приказ лица, выдавшего вексель (векселедателя), своему должнику (плательщику) уплатить указанную в векселе денежную сумму в соответствии с условиями данного векселя третьему лицу (векселедержателю). Иностранное (итальянское) наименование переводного векселя — тратта. Векселедатель в тратте называется трассант, плательщик — трассат, а получатель платежа по векселю — ремитент.

Перводной вексель выписывает кредитор на имя своего должника с тем, чтобы последний уплатил долг этого кредитора третьему лицу (векселедержателю, или ремитенту), должником которого является уже сам кредитор.

Организационная основа простого векселя. Простой вексель возникает обычно в результате товарной сделки, когда покупатель товара, не имея нужной суммы в момент поставки, выписывает данный вексель, по которому он обязуется оплатить продавцу стоимость купленного товара через какой-то промежуток времени в будущем. По окончании этого времени последний векселедержатель предъявляет вексель покупателю (то есть должнику по данному векселю), ко-

торый уплачивает указанную в нем сумму и получает обратно свой вексель (гасит его).

Организационная основа переводного векселя. Переводной вексель связан не с возможностью его передачи другому участнику рынка, а с переводом долга. Обычно тот, кто выписывает переводной вексель (векселедатель), является одновременно кредитором одного лица и должником другого. Благодаря переводному векселю он как бы переводит долг кому-то на своего нового кредитора. В результате происходят ускорение рыночного оборота денежных средств и их экономия. Векселедатель обязывает своего должника не возвращать долг, а напрямую заплатить требуемую денежную сумму своему собственному кредитору.

По сравнению с обращением простого векселя обращение переводного векселя можно отобразить в единой упрощенной схеме, если абстрагироваться от того, что векселеполучатель, в свою очередь, может использовать вексель в качестве платежного средства до наступления срока оплаты по нему.

Исторически переводной вексель вырос из потребности передачи (перевозки) денег из одной страны в другую. Перевозка самих денег была сопряжена с высокими рисками их лишиться, а использование именованного векселя позволяло получить по нему требуемую сумму в нужном месте.

Кроме простого и переводного векселя в рыночной практике встречаются векселя, которые выдаются без какого-либо материального основания, а потому законом признаются как недействительные. Они получили название дружественного и бронзового векселей. Такие векселя выписываются под несуществующую (фиктивную) сделку с целью дальнейшей продажи векселя и получения реальных денег.

Дружественный вексель используется, когда один участник рынка желает помочь другому преодолеть какие-то временные финансовые затруднения. Нуждающийся в деньгах участник рынка становится кредитором по векселю, который ему выписывает дружественное лицо в качестве мнимого должника. Так как должнику все равно придется платить по проданному кредитором векселю, то к моменту этой оплаты кредитор должен восстановить свое финан-

совое положение и погасить свой долг «чести» перед плательщиком по векселю. Выписка дружественного векселя может происходить только при условии полного доверия между сторонами.

Бронзовый вексель — это вексель, в котором одна из сторон является вымышленной, фиктивной. Например, когда простой вексель выписывается векселедержателем на несуществующего плательщика или просто на лицо, которое на самом деле не является должником по данному векселю. Выписка бронзового векселя является мошенничеством, обманом на рынке и потому преследуется в уголовном порядке.

Экономические виды векселя. С точки зрения экономического содержания сделки, которая лежит в основе векселя, эти виды подразделяются на товарные и финансовые.

Товарный — это вексель, основанием для выдачи которого является долговое отношение, возникающее из товарной сделки или такой сделки купли-продажи любого рыночного актива, в которой продажа (передача товара покупателю) по времени отделяется от купли (уплаты денег). Ссудой здесь является сумма денег, которую должник обязан был своевременно уплатить за переданный ему товар по сделке купли-продажи. При осуществлении данной сделки вексель выступает в качестве особого средства платежа за товар, то есть является кредитным заместителем современных денег.

Финансовый — это вексель, основанием для выдачи которого является долговое отношение, возникающее из денежной ссуды. Участник рынка передает банку определенную денежную сумму в долг (обычно это имеет форму покупки банковского векселя), а взамен получает вексель банка на большую сумму, чем он передал в банк (увеличенную на сумму накопленного процентного дохода по депозиту). Получатель векселя использует его в расчетах за товары и услуги, а при наступлении срока платежа вексель предъявляется к оплате в банк.

Понятие о коммерческих ценных бумагах. Товарный вексель называется коммерческим векселем, от которого следует отличать так называемые коммерческие ценные бумаги, обращающиеся на современном фондовом рынке.

Коммерческие ценные бумаги на мировом рынке — это финансовые векселя, эмитируемые любыми участниками рынка

(не только банками) на сроки до года (обычно на 6 месяцев) с целью привлечения финансовых ресурсов на долгосрочной основе. Коммерческая ценная бумага — это использование краткосрочного по своей основе инструмента в качестве альтернативы долгосрочным инструментам привлечения капитала (акциям, облигациям). Более подробная информация о коммерческих ценных бумагах имеется в специальной литературе.

Вексель, как и любая ценная бумага, имеет обязательные реквизиты.

Обязательные реквизиты простого векселя:

- наименование — простой вексель;
- ничем не обусловленное обязательство оплатить вексельную сумму;
- срок платежа;
- место платежа;
- наименование и адрес получателя платежа, которому или приказу которого должен быть совершен платеж;
- место и дата составления векселя;
- подпись векселедателя.

Обязательные реквизиты переводного векселя:

- наименование — переводной вексель;
- безусловное требование уплатить по векселю вексельную сумму;
- срок платежа;
- место платежа;
- наименование и адрес получателя платежа;
- место и дата составления;
- подпись векселедателя;
- наименование и местонахождение плательщика.

Вексельная сумма. Это сумма денег, которую обязан уплатить плательщик векселя его владельцу при наступлении срока платежа. Обычно указывается и цифрами, и прописью. Не допускается разбивка суммы платежа векселя по срокам и по частям.

Вексель — это всегда долговое отношение, а в условиях капитала стоимость, отданная в ссуду, должна приносить процентный доход. Процент по долгу может быть либо сразу включен в вексельную сумму, либо указан отдельно. Процентная ставка по вексельной сумме может быть указана в векселе, только если срок платежа по векселю

заранее не зафиксирован. В остальных случаях процентную ставку, даже если она и прописана в векселе, плательщик по векселю не обязан платить, так как она считается ненаписанной.

Наименование и адрес плательщика. Когда плательщиком является юридическое лицо, то указываются его юридический адрес и полное наименование. Если плательщик физическое лицо, указываются его обычные данные: фамилия, имя, отчество, место жительства и паспортные данные.

В простом векселе плательщиком является векселедатель. В переводном векселе векселедатель и плательщик — это разные люди. По этой причине в переводном векселе появляется дополнительный по сравнению с простым векселем реквизит — наименование и местонахождение плательщика.

Срок платежа. Вексельным законодательством разрешаются следующие сроки платежа по векселю.

- «По предъявлении» — такая запись означает, что платеж производится по предъявлении векселя. Вексель должен быть предъявлен к платежу в течение не более года со дня его составления, но векселедатель может оговорить сроки к оплате. В случае просрочки вексель теряет свою вексельную силу.

- «Во столько-то времени от предъявления» — данная запись означает, что оплата осуществляется через определенное время после даты предъявления векселя.

- «Во столько-то времени от составления» — такая запись означает, что оплата совершается через определенное число дней от даты составления векселя.

- «На определенный день» — в этом случае оплата происходит в день, установленный в векселе.

Если срок платежа в векселе не указан, то это означает, что он подлежит оплате по предъявлении в течение года с момента выставления векселя. Вексель, в котором одновременно не указаны дата составления и срок платежа, является недействительным.

Безусловное обязательство и требование уплатить по векселю. Простой вексель выписывает должник, следовательно, он и обязуется уплатить по нему.

Наоборот, переводной вексель выписывает кредитор на своего должника, но не для того, чтобы последний уплатил ему самому,

а чтобы должник уплатил другому лицу — кредитору векселедателя. Поэтому в переводном векселе содержится не обязательство, а лишь требование уплатить по нему. Это оформляется обычно такой записью: «Платите... (наименование ремитента) или его приказу». Переводной вексель может быть составлен в пользу и самого векселедателя. В этом случае в нем пишется: «Уплатить в мою пользу или моему приказу», либо другая равнозначная по смыслу запись.

Место платежа. Им обычно является местонахождение плательщика, если иное не оговорено в векселе. Если в векселе место платежа не указано, то им также будет считаться местонахождение плательщика. При одновременном отсутствии обозначения в векселе места платежа и местонахождения плательщика вексель считается недействительным. Но вексель будет считаться недействительным, если в нем одновременно указано сразу несколько мест платежа.

Указание места и даты составления векселя. Местонахождение векселедателя и место составления векселя могут не совпадать. Если место его составления не указано, то вексель признается выписанным в месте, обозначенном рядом с наименованием векселедателя.

В случае отсутствия указания в векселе и места составления, и местонахождения векселедателя вексель считается недействительным.

Место составления векселя указывается всегда предельно конкретно. Несуществующее место составления векселя также делает его недействительным.

Дата составления векселя обязательна, поскольку она необходима для исчисления срока платежа по векселю и периода вексельного обязательства. Нереальная дата составления векселя означает его недействительность.

Подпись векселедателя проставляется после полного указания наименования и местонахождения векселедателя в правом нижнем углу векселя и только рукописным способом. Без подписи вексель считается недействительным. Если вексель выписывается юридическим лицом, то необходимо наличие печати организации и двух подписей — директора и главного бухгалтера.

Поддельные подписи, подписи несуществующих лиц и лиц, не обладающих правом подписи в организации векселедателя, делают вексель недействительным.

Аваль векселя. Это гарантия платежа по векселю со стороны участника рынка (обычно банка или другого лица), называемого авалистом, не имеющего прямого отношения к векселю. По вексельному праву аваль — это вексельное поручительство.

Потребность в авале возникает, если кредитор не доверяет своему должнику, но в то же время и не отказывает ему, например, в поставке товара, поскольку сам заинтересован в этом. Решением этой проблемы и является предоставление дополнительных гарантий исполнения векселя в лице организации, которой кредитор доверяет гораздо больше.

Аваль проставляется на лицевой стороне векселя, где для этого предусмотрено специальное место. Аваль может потребоваться как на простом, так и на переводном векселе. Он может быть полным или частичным.

Акцепт переводного векселя. Акцептом называется согласие плательщика (важно!) на оплату по переводному векселю.

Плательщик по переводному векселю является должником по отношению к векселедателю. Но так как вексель выписывает не сам должник, а его кредитор, то этот должник должен дать согласие на оплату данного векселя, прежде чем векселедатель передаст вексель векселеполучателю, то есть своему собственному кредитору. В противном случае последний не примет переводной вексель.

На практике возможны ситуации, в которых сам векселеполучатель предъявляет переводной вексель для акцепта плательщику, когда вопросы долга оговорены с последним заранее (например, по телефону). Получить акцепт бывает удобнее самому векселеполучателю, например, когда он и плательщик находятся в одном и том же месте, а векселедатель — в другом.

Место для акцепта предусмотрено на лицевой стороне переводного векселя слева от авалья. Как и в случае авалья, тоже разрешается частичный акцепт, то есть когда плательщик в силу каких-то обстоятельств соглашается на уплату лишь части денежной суммы (долга), указанной в векселе.

Вексельное обращение — это передача простого или переводного векселя от одного его держателя к другому или смена собственности на вексель.

Вексель как классическая ценная бумага может свободно передаваться от одного лица к другому. Это связано с тем, что вексель – это право на получение определенной суммы без каких-либо условий со стороны плательщика по нему. Такого рода право, естественно, может легко передаваться. Данная передача производится чаще всего путем приказа (индоссамент) владельца векселя (векселедержателя) без какого-либо согласия того, кто выписал его, или, точнее, без согласия плательщика по векселю.

Вексельное обращение как смена собственности (собственников, векселедержателей) на вексель может осуществляться двумя способами:

- путем его обращения в качестве средства платежа, или кредитного заместителя денег, или путем индоссамент;
- путем его досрочного обмена на деньги или путем учета векселя.

Индоссамент – это передаточная надпись на векселе, означающая безусловный приказ его прежнего владельца (держателя) о передаче всех прав по нему новому владельцу (держателю). Индоссамент фиксирует переход права требования по векселю от одного лица к другому. Обычно запись по нему имеет форму: «Платите приказу...» или «Уплатите в пользу...».

Лицо, в пользу которого передается вексель, называется индоссатом, а лицо, передающее вексель, – индоссантом.

Поскольку долговое обязательство о платеже, имеющееся в векселе, является ничем не обусловленным, то и индоссамент может быть только таким же.

Запрещен частичный индоссамент, то есть передача части суммы векселя. Индоссант собственноручно осуществляет передаточную надпись, которая скрепляется его печатью. Он отвечает за акцепт и платеж по переводному или простому векселю. Однако он может снять с себя ответственность за акцепт и платеж, если сделает оговорку «без оборота на меня». В этом случае он исключается из цепочки обязанных по векселю лиц, что может привести к падению ликвидности, или оборачиваемости, векселя, если это будет расценено другими участникам рынка как форма неплатежеспособности плательщика по векселю.

Векселедержатель может совсем исключить возможность дальнейшей передачи векселя, если вставит в текст векселя слова «не

приказу». В этом случае вексель может быть передан только путем договора его купли-продажи.

Виды индоссамента. Законодательством разрешаются следующие виды индоссаментов.

- Именной – содержит наименование индоссата, подпись и печать индоссанта и четко фиксирует, кому переходит право собственности на вексель.

- Бланковый – не содержит наименования индоссата и является предъявительским. Индоссат имеет возможность самостоятельно вписать наименование нового векселедержателя или передать вексель, не делая больше никаких записей. Бланковый индоссамент превращается в именной в случае записи в текст индоссамента наименования векселедержателя, что обязательно делается при наступлении срока платежа.

- Инкассовый – это передаточная надпись в пользу определенного банка, уполномочивающая последний получить платеж по векселю. Такой индоссамент имеет вид «на инкассо» и дает банку право предъявить вексель к акцепту или платежу.

- Залоговый – делается в том случае, когда векселедержатель передает кредитору вексель в залог выданного кредита. Обычно такой вексель сопровождается оговоркой «валюта в залог» либо другой равнозначной фразой. Залоговый индоссамент не дает права собственности на вексель индоссанту, то есть залогодержателю.

Индоссамент как форма уступки требования. Уступка требования – это сделка, в соответствии с которой осуществляется передача прав (требований) от кредитора к другому лицу (другому кредитору). Ценная бумага – это форма существования долгового отношения между кредитором (инвестором) и должником (эмитентом ценной бумаги), а потому уступка прав кредитора по ней есть по определению уступка требования.

Уступка требования может осуществляться в виде односторонней или двусторонней сделки. Первая по отношению к векселю называется индоссаментом, а двусторонняя сделка применительно к ценным бумагам – цессией.

Уступка требования по векселю, как правило, осуществляется посредством индоссамента, но так как вексель – это ценная бумага

га, уступка может быть осуществлена и посредством цессии. Однако в отличие от индоссамента передача прав по векселю путем цессии приводит к очень важному последствию. Дело в том, что в случае перехода прав собственности на вексель по цессии продавец векселя отвечает только за недействительность имущественных прав, но не будет отвечать за их осуществимость, то есть если плательщик не выполнит свое обязательство платежа, претензии покупателя векселя не могут быть предъявлены к продавцу векселя.

В случае уступки требования путем индоссамента лицо, передающее вексель, отвечает как за недействительность имущественных прав, например, за то, что вексель окажется поддельным, так и за их осуществимость. Если плательщик не заплатит по векселю, оплачивать его придется индоссанту как предыдущему держателю векселя (точнее — каждому из предыдущих держателей, включая и векселедателя).

Можно указать и на следующие различия между этими двумя формами уступки требования.

- Индоссамент есть приказ, то есть одностороннее действие векселедателя, а цессия представляет собой двусторонний договор.
- Индоссамент может быть как именованным, так и предъявительским, а цессия всегда только именная передача.
- Индоссамент оформляется только подписью на векселе или на добавочном к нему листе, называемом аллонж. Цессия может быть оформлена как договорной подписью на самой ценной бумаге, так и в виде самостоятельного (обычного) договора купли-продажи ценной бумаги.

Учет векселя — это покупка векселя до наступления срока платежа по нему. Денежные средства обычно сосредоточены у банка, поэтому покупателем векселей чаще всего выступают банки.

Инвестор может досрочно обменять свой вексель на деньги, как правило, в банке, но на меньшую сумму, чем та, которую ему должен вернуть эмитент (то есть должник по векселю). Досрочный обмен векселя на деньги внешне представляется его куплей-продажей, так как продажа является по форме обменом векселя на деньги. На самом деле этот обмен всегда есть только кредитное отношение, потому что тот, кто покупает вексель за деньги, через установленный срок снова получит их при погашении векселя. Покупатель векселя

это всегда кредитор, который дает кредит, а затем получает его обратно процентами от плательщика по векселю. Продавец векселя, который получает деньги за вексель, например, от банка, на самом деле не продает его, а лишь возвращает (частично) ту ссуду, которую он дал эмитенту. Таким образом, и покупатель векселя, и его продавец в сделке купли-продажи векселя являются сторонами кредитного отношения, но только не одного и того же, а двух разных, замыкающихся на эмитенте векселя.

Учет векселя состоит в том, что векселедержатель, нуждающийся в деньгах, передает (продает) вексель банку по индоссаменту до наступления срока платежа и получает за это вексельную сумму за вычетом определенного процента, называемого учетным процентом или дисконтом банка. Размер учетного процента устанавливается самим банком в зависимости от платежеспособности векселедержателя, представившего вексель к учету, и рассчитывается по формуле

$$D = (N \cdot r \cdot n) / (100 \cdot 360), \quad (6)$$

где D — дисконт; N — номинал векселя; n — время, оставшееся до погашения векселя, дни; r — учетная процентная ставка банка; 360 — годовой период, дни.

Потребность в учете векселя возникает в случае, если его держатель нуждается в деньгах и не может использовать вместо них имеющийся у него вексель в качестве средства платежа (платежей), а срок получения денег по векселю еще не наступил. Досрочное предъявление векселя к оплате хотя и возможно, но не всегда осуществимо, если плательщик не пожелает досрочно расплатиться по векселю (нет денег или по иным причинам). Единственное место на рынке, где, как правило, можно занять деньги, — это банк, назначение которого и состоит в торговле деньгами, а не товарами. Получая по индоссаменту вексель, банк может взамен передать деньги, в которых и нуждается векселедержатель.

Для банка учет векселя есть обычная кредитная сделка. Внешне кажется, что банк дает ссуду векселедержателю под учетный процент принятием от него векселя в качестве залога. На самом деле векселедержатель путем индоссамента лишь уступает свои права по векселю банку, а потому должником по банковской ссуде является плательщик векселя. В этом кроется экономическая причина того,

что учетный процент вычитается из вексельной суммы, а не начисляется на нее, как это происходит при обычном кредитовании. Сумма возвращаемого кредита банку уже зафиксирована размером вексельной суммы, а потому банк может получить свою плату за кредит не сверх его величины, а только путем вычета из вексельной суммы. При наступлении срока платежа по векселю его плательщик, возвращая вексельную сумму банку, возвращает как денежную сумму, за которую банк купил вексель у его держателя, так и учетный (банковский) процент, под который банк ссужает деньги своим клиентам.

Переучет векселя. Продажа ранее купленного банком векселя либо другому банку, либо центральному банку страны называется переучетом векселя. Такого рода операции имеют место в случае, когда у самого банка возникает потребность в дополнительных денежных средствах. Переучет векселя осуществляется в том же порядке, что и учет векселя.

Вексельный рынок. В широком понимании вексельный рынок — это отношения по поводу выпуска, обращения и погашения векселей. В более узком понимании вексельный рынок охватывает только вексельное обращение. Но существует еще более узкое понимание вексельного рынка как рынка учета векселей.

В узком понимании вексельный рынок — это рынок купли-продажи или учета и переучета векселей.

Основные черты вексельного рынка как рынка их купли-продажи:

- представляет собой по преимуществу банковский рынок;
- его участники — векселедержатели и учетные банки;
- в обычных условиях менее спекулятивный рынок, чем рынок акций или облигаций;
- непосредственно доходный рынок лишь для банков как покупателей векселей; доход банка по векселю — это учетный процент.

Процедура осуществления платежа по векселю, или погашение векселя. Последовательность действий осуществления платежа по векселю строго регламентирована и включает следующие основные моменты.

- Установление срока платежа — при определении срока погашения векселя не учитывается день, в который он выписан. В случае когда день погашения приходится на нерабочий день, вексель должен быть погашен в ближайший рабочий день.

- Предъявление векселя к оплате — вексель предъявляется к оплате в месте нахождения плательщика, если в векселе не указано иное место.

- Сроки платежа по векселю — плательщик должен осуществить платеж немедленно по предъявлении векселя, если это предъявление произведено в установленный векселем срок. Отсрочка платежа по векселю допускается только в случае возникновения обстоятельств непреодолимой силы. Предъявление векселя к оплате до срока его погашения не обязывает должника платить по нему, равно как и не может быть удовлетворено требование должника к векселедержателю принять платеж до срока погашения векселя.

- Возможность частичной оплаты — должник может оплатить в день погашения векселя только часть суммы, а векселедержатель не имеет права не принять платеж. В данном случае на лицевой стороне векселя делается отметка о погашении части вексельной суммы. Векселедержатель имеет право опротестовать неоплаченную сумму и предъявить иск к любому из всех обязанных по векселю лиц в размере неоплаченной суммы.

Терминология вексельного рынка:

- трассант — векселедатель;
- трассат — векселеполучатель;
- ремитент — плательщик;
- акцепт — согласие третьего лица;
- аваль — банковская гарантия;
- индоссамент — передаточная запись. Индоссамент ставится либо на лицевой стороне векселя, либо на аллонже;
- учет векселя — покупка банком чужого векселя.

Учет векселя состоит в том, что векселедержатель, нуждающийся в деньгах, передает (продает) вексель банку по индоссаменту до наступления срока платежа по нему и получает за это вексельную сумму за вычетом как бы за досрочное получение денег определенного процента от этой суммы, называемого учетным процентом или дисконтом банка.

Вексельный рынок — это рынок купли-продажи или учёта-переучёта векселей. Его основные черты: это преимущественно банковский рынок, а его участники — векселедержатели и учетные банки, для которых доходным рынком является учетный процент (дисконт).

В обычных условиях вексельный рынок менее спекулятивный, чем рынок акций и облигаций.

Отличия векселя от акций и облигаций состоят в следующем:

- вексельное законодательство имеет международный характер, а законодательство по акциям и облигациям — национальный характер;
- вексель — неэмиссионная ценная бумага, а акция и облигация — эмиссионные;
- вексель выпускается в документарной форме, а акция — в бездокументарной форме, облигация — и в той и в другой форме;
- эмитентом векселя может быть как физическое, так и юридическое лицо, эмитентом акции — только юридическое лицо;
- вексель — ордерная ценная бумага, акция и облигация передаются путём договора цессии;
- вексель является платёжно-расчётным средством, а расчеты с помощью акций и облигаций не разрешаются.

Коммерческие векселя выпускаются предприятиями в форме бумаг «я должен тебе» в качестве средства платежа за товары и услуги. Большую надёжность коммерческие векселя приобретают, когда банк компании-продавца акцептует вексель, то есть подтверждает свое согласие на оплату векселя.

Компания, получившая вексель в качестве оплаты за товары или услуги, может получить сумму по векселю (номинальную стоимость векселя) по истечении предусмотренного векселем срока либо до истечения срока продать вексель банку с дисконтом к номинальной стоимости, если она нуждается в настоящий момент в наличных денежных средствах. Размер дисконта зависит от срока, оставшегося до погашения, уровня рыночных процентных ставок, а также от оценки банком степени кредитного риска, то есть вероятности того, что сумма основного долга и процентные платежи по долговому обязательству (в данном случае векселю) не будут выплачены по истечении установленного обязательством срока.

Банковский сертификат

Понятие банковского сертификата дано в ст. 844 ГК РФ. *Сберегательный (депозитный) сертификат* — это ценная бумага, удостоверяющая сумму вклада, внесенного в банк, и права вкладчика

(держателя сертификата) на получение по истечении установленно-го срока суммы вклада и обусловленных в сертификате процентов в банке, выдавшем сертификат, или в любом филиале этого банка.

Сберегательный сертификат — это банковский сертификат, вкладчиком по которому является физическое лицо (гражданин).

Депозитный сертификат — это банковский сертификат, вкладчиком по которому является юридическое лицо.

По своей исходной природе банковский сертификат — это особая (товарная) форма существования договора банковского вклада.

Основные характеристики. Как ценная бумага банковский сертификат имеет следующие особенности:

- срочный — депозитные сертификаты могут выпускаться на срок до одного года, а сберегательные — на срок до трех лет;
- документарный;
- предъявительский или именной;
- неэмиссионный;
- доходный.

Реквизиты. Банковский сертификат должен иметь следующие обязательные реквизиты:

- наименование — депозитный или сберегательный;
- причину выдачи сертификата — внесение депозита или сберегательного вклада;
- дату внесения депозита или сберегательного вклада;
- размер депозита или сберегательного вклада, оформленного сертификатом (прописью или цифрами);
- безусловное обязательство банка вернуть сумму, внесенную на депозит или вклад;
- дату востребования вкладчиком суммы по сертификату;
- ставку процента за пользование депозитом или вкладом;
- сумму причитающихся процентов;
- наименование и адреса банка-эмитента и для именного сертификата — вкладчика;
- подписи двух лиц, уполномоченных банком на подписание такого рода обязательств, скрепленные печатью банка.

Отсутствие хотя бы одного из указанных реквизитов означает потерю статуса сертификата как ценной бумаги.

Банк, который имеет право выпускать свои сертификаты, может включать в бланк сертификата дополнительные реквизиты, не противоречащие действующему законодательству.

Порядок выпуска. Отличительная особенность банковского сертификата (как это следует даже из его названия) состоит в том, что он является единственной ценной бумагой, выпускать которую может исключительно банк.

Условия выпуска и обращения банковских сертификатов должны быть зарегистрированы в порядке, определяемом Центральным банком РФ и федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Выпуск сберегательных сертификатов затрагивает интересы населения, поэтому сберегательные сертификаты в отличие от депозитных могут выпускать только банки, отвечающие следующим требованиям:

- занимающиеся банковской деятельностью не менее года;
- опубликовавшие годовую отчетность (баланс и отчет о прибылях и убытках), подтвержденную аудиторской фирмой;
- соблюдающие банковское законодательство и нормативные акты ЦБ РФ, в том числе его директивные экономические нормативы;
- создавшие резервный фонд в размере не менее 15 % от фактически оплаченного уставного капитала;
- имеющие резервы на возможные потери по ссудам в соответствии с требованиями ЦБ РФ.

Выпуск банковских сертификатов может осуществляться как сериями, так и в разовом порядке.

Обращение. Банковские сертификаты на предъявителя передаются путем вручения, а именные — путем оформления цессии на оборотной стороне сертификата (скрепляются подписями и печатями сторон, участвующих в сделке).

Расчеты по депозитным сертификатам осуществляются только в безналичном порядке, а по сберегательным — как в наличном, так и в безналичном.

Банковский сертификат в отличие от векселя и чека не может служить средством платежа в любых расчетах.

С наступлением срока платежа по банковскому сертификату выплачивается денежная сумма, равная первоначальному вкладу и уста-

новленной сумме процентов за весь срок обращения сертификата независимо от времени его приобретения последним владельцем.

При досрочном предъявлении любого вида сертификата к оплате банком выплачиваются сумма вклада и проценты, но последние лишь в размерах, установленных по вкладам до востребования, если по условиям сертификата не определен их иной размер.

Цена сертификата. Купля-продажа банковских сертификатов между инвесторами осуществляется по рыночной цене, в основе которой лежит следующий расчет:

$$Ц = N[(1 + r(T - n)/365)], \quad (7)$$

где $Ц$ – текущая цена банковского сертификата; N – сумма вклада (номинал сертификата); r – процентная ставка по сертификату, доли; T – количество дней, на которое выпущен сертификат; n – количество дней, остающееся до погашения сертификата.

Банковский сертификат и капитал банка. Когда банк эмитирует свои облигации, то полученные денежные средства представляют собой его заемный капитал и включаются в состав капитала, служащего основой для определения (расчета) важнейших финансовых нормативов коммерческого банка.

В отличие от акций и облигаций банковские сертификаты относятся к так называемым привлеченным средствам. Таким образом, полученные от их эмиссии денежные средства относятся к таким пассивам банка, как: остатки на счетах; депозиты юридических лиц и граждан, полученные на межбанковском рынке; доходы операций репо и учета векселей; банковские векселя (коммерческие бумаги) и др.

Депозитный сертификат является документом, выпускаемым банком и подтверждающим внесение депозита на счет банка, по аналогии с банковской расчетной книжкой, которая выдается при внесении депозита на индивидуальный банковский счет. В отличие от банковской книжки депозитный сертификат, выпущенный в такой форме, делает вклад способным к обращению.

Депозитный сертификат выпускается с фиксированной процентной ставкой к номинальной стоимости, что означает обязанность эмитента помимо основной суммы выплатить процентный платеж в установленную дату погашения.

Например, депозитный сертификат выпущен с лицевой стоимостью \$1 млн, со ставкой 10 % годовых и сроком погашения один год. Следовательно, на дату погашения будет выплачено \$1 млн плюс \$100 тыс., то есть всего \$1,1 млн. Такие выплаты получили также название основная сумма плюс проценты.

Депозитные сертификаты часто выпускаются в виде документов **на предъявителя**, то есть банк-эмитент (банк, выпускающий данные документы) не ведет специального учета владельцев выпущенных бумаг и осуществляет выплаты любому лицу, предъявившему документ в установленный срок. Как правило, купля и продажа депозитных сертификатов на вторичном рынке осуществляются с дисконтом к лицевой стоимости. Размер дисконта зависит, как и в случае векселей, от срока, оставшегося до погашения, уровня процентных ставок, преобладающих на банковском рынке, а также от оценки банком степени кредитного риска банка-эмитента.

Тема 6. Товарораспорядительные ценные бумаги. Закладная и другие ипотечные ценные бумаги

Цель — ознакомиться с экономической сущностью и фундаментальными свойствами товарораспорядительных ценных бумаг, закладных и других ипотечных ценных бумаг, изучить виды товарораспорядительных ценных бумаг, закладных.

Учебные вопросы

1. Экономическая сущность и фундаментальные свойства товарораспорядительных ценных бумаг — складских свидетельств и коносаментов. Обычные реквизиты и обращение товарораспорядительных ценных бумаг.
2. Экономическая сущность и фундаментальные свойства закладных, облигаций с ипотечным покрытием, ипотечного сертификата участия. Обычные реквизиты и обращение закладных и других ипотечных ценных бумаг.

Изучив данную тему, студент должен

✓ *знать:*

- основные характеристики складских свидетельств и коносаментов;
- реквизиты складских свидетельств и коносаментов;
- основные характеристики закладных, облигаций с ипотечным покрытием, ипотечного сертификата участия;
- реквизиты закладных, облигаций с ипотечным покрытием, ипотечного сертификата участия;

✓ *уметь:*

- рассчитывать цену коносамента;
- рассчитывать цену складских свидетельств;

✓ *иметь представление:*

- о порядке выпуска и обращения складских свидетельств и коносаментов;
- о порядке выпуска закладных, облигаций с ипотечным покрытием, ипотечного сертификата участия.

В соответствии со ст. 912 ГК РФ *складское свидетельство* – это ценная бумага, удостоверяющая принятие товара на хранение по договору складского хранения.

Хранение товара в своей основе есть продолжение процесса его производства в сфере обращения. Произведенный товар необходимо продать, а для этого требуется сформировать из него оптовые партии, придать ему необходимый товарный вид (например, упаковать), заключить договоры на продажу и т. п. Кроме того, следует накопить оптимальный товарный запас (резерв) на случай сезонных колебаний или изменений спроса на него.

Хранение товара на складе участника рынка, оказывающего складские услуги, связано с временным отчуждением товара владельцем склада. Поэтому данное рыночное отношение по определению ссудное отношение, но не отношение ссудного капитала. Владелец товара за его хранение сам уплачивает деньги владельцу склада, а не получает от него процентный доход, как в случае облигации. Поэтому складское свидетельство – это просто товарная, а не доходная ценная бумага, не капитал, приносящий доход.

Основные характеристики. Процесс отчуждения товара при его хранении отличается от отчуждения денег (имущества) при кредитовании, поэтому характеристики складского свидетельства отличны от характеристик, например, облигации.

Складское свидетельство – это ценная бумага:

- долговая;
- неэмиссионная;
- бездоходная;
- документарная;
- срочная – срок существования данной ценной бумаги зависит от срока хранения товара на складе;
- предъявительская или именная в зависимости от вида складского свидетельства;
- номинированная – в качестве номинала складского свидетельства выступает не денежная сумма, а количество определенного товара, принятого на хранение, то есть товар, рассматриваемый с количественной стороны его потребительной стоимости, а не его стоимости (цены).

Виды. Складское свидетельство может существовать в двух разновидностях (рис. 2):

- простое — это складское свидетельство, которое выдается на предъявителя;
- двойное — это складское свидетельство, состоящее из двух обособленных частей — складского и залогового (варрант).

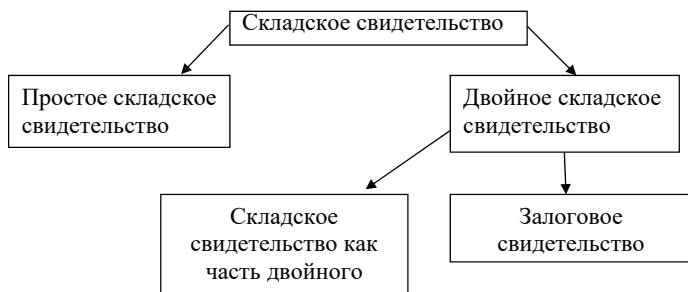


Рис. 2. Виды складских свидетельств

В двойном складском свидетельстве каждая его часть представляет собой самостоятельную ценную бумагу.

Складское свидетельство как часть двойного свидетельства — это ценная бумага, которая предоставляет право своему владельцу распоряжаться товаром, но он не может забрать товар со склада без одновременного предъявления залогового свидетельства.

Залоговое свидетельство (варрант) — это ценная бумага, которая предоставляет другому ее владельцу, а не держателю складского свидетельства право залога на товар в размере выданного по этому залоговому свидетельству кредита и процентов по нему. При залоге товара делается соответствующая отметка и на складском свидетельстве.

Обязательные реквизиты:

- наименование и место нахождения склада;
- номер по реестру склада;
- наименование и место нахождения товаровладельца (только для двойного складского свидетельства);
- наименование и количество хранимого товара;
- срок хранения или указание на хранение товара до востребования;

- размер и порядок оплаты за хранение;
- дата выдачи;
- подписи, печати склада.

Складское свидетельство, в котором какой-то реквизит отсутствует, перестает быть ценной бумагой и превращается в обычную складскую расписку.

Порядок выпуска. Складское свидетельство того или иного вида выдается товарным складом по требованию товаровладельца. Простое складское свидетельство удобно для товаровладельца, когда он собирается продать свой товар, хранимый на складе. Но оно может непосредственно использоваться и в качестве залога при иных рыночных операциях.

Двойное складское свидетельство необходимо в том случае, если товаровладелец собирается систематически использовать товар в качестве залога для рыночных операций и в то же время ему необходимо производить с товаром определенные действия, пока он хранится на складе.

Обращение. Простое складское свидетельство обращается путем вручения его новому владельцу хранящегося на складе товара.

Обращение обеих частей двойного складского свидетельства может происходить:

- посредством передаточной надписи (индоссамента);
- вместе или порознь.

Выдача товара по простому складскому свидетельству совершается в обмен на это свидетельство, выдача товара по двойному складскому свидетельству возможна лишь в обмен на обе его части одновременно. При отсутствии у держателя складского свидетельства залогового свидетельства товар может быть выдан лишь при условии предъявления квитанции об уплате всей суммы долга по залоговому свидетельству.

Цена складского свидетельства. Цена складского свидетельства образуется из цены хранимого на складе товара и издержек по его хранению. Текущие издержки по хранению товара оплачивает держатель простого или части двойного складского свидетельства.

Коносамент

Коносамент — это ценная бумага, удостоверяющая заключение договора о перевозке груза морским транспортом (ст. 785 ГК РФ). В настоящее время коносамент может охватывать перевозки не только морским или речным транспортом, но и те случаи, когда перевозки осуществляются разными видами транспорта — сквозной коносамент.

Коносамент представляет собой товарную разновидность транспортной накладной по аналогии с тем, что складское свидетельство — это складская расписка в форме товара. Коносамент является товарной ценной бумагой.

Основные характеристики. При перевозке товара, как и в процессе его хранения, происходит временное отчуждение товара от его владельца, что означает наличие ссудного отношения. Поэтому характеристики коносамента аналогичны характеристикам складского свидетельства и, соответственно, отличны от характеристик доходных долговых ценных бумаг. Коносамент — это ценная бумага:

- долговая;
- неэмиссионная;
- бездоходная;
- документарная;
- срочная — срок существования данной ценной бумаги зависит от времени транспортировки товара;
- предъявительская или именная в зависимости от вида складского свидетельства;
- номинированная — в качестве номинала коносамента, как и складского свидетельства, выступает не денежная сумма, а только натуральное количество перевозимого товара;
- предъявительская, именная или ордерная.

Порядок выпуска. Коносамент выдается грузоперевозчиком. Он активно используется при перевозке международных грузов и представляет собой ценную бумагу, которая удостоверяет его погрузку и право на получение, то есть в конечном счёте право владения перевозимым грузом.

К коносаменту обязательно прилагается страховой полис на перевозимый груз. Кроме того, выдача коносамента может сопрово-

ждать выпиской каких-то дополнительных документов, связанных с перевозкой груза, его хранением и сохранностью, которые в том числе необходимы для прохождения таможенных процедур, и т. д.

Коносамент является документом, в котором невозможны никакие изменения.

Обычные реквизиты коносамента:

- наименование судна;
- наименование фирмы-перевозчика;
- место приема груза;
- наименование отправителя груза;
- наименование получателя груза;
- наименование груза и его главные характеристики;
- время и место выдачи коносамента;
- подпись капитана судна.

Обращение. Коносамент может свободно переходить от одного заинтересованного участника рынка к другому, поскольку он обслуживает обращение товара во время его перевозки.

Цена коносамента. Как и в случае со складским свидетельством, цена коносамента полностью определяется стоимостью перевозимого груза и затратами на его перевозку.

Закладная и другие ипотечные ценные бумаги

Закладная – это именная ценная бумага, которая удостоверяет право ее владельца в соответствии с договором об ипотеке (залоге недвижимого имущества) на получение денежного обязательства или указанного в нем имущества.

Основанием для выпуска закладной служит обязательное заключение договора об ипотеке (залоге недвижимого имущества).

Основные характеристики. Закладная имеет следующие характерные качества:

- долговая;
- документарная;
- срочная – выпускается на срок, на который заключается договор об ипотеке;
- именная;
- неэмиссионная;
- доходная.

Обязательные реквизиты. Как всякая ценная бумага, закладная имеет обязательные реквизиты:

- наименование;
- наименование залогодателя и его адрес;
- наименование первоначального залогодержателя и его адрес;
- название денежного обязательства, обеспечиваемого ипотекой;
- наименование должника (если он не залогодатель) и его адрес;
- размер суммы обязательства (включая проценты) или порядок ее определения;
- сроки уплаты суммы (сумм) обязательства;
- описание имущества, передаваемого в залог, его местонахождение и денежная оценка;
- наименование права, в силу которого имущество, передаваемое в залог, принадлежит залогодателю;
- наличие прав третьих лиц на закладываемое имущество;
- подписи залогодателя и должника;
- время и место нотариального удостоверения договора об ипотеке и сведения о его государственной регистрации.

Отличительной особенностью оформления закладной является тот факт, что она может быть очень объемной ценной бумагой. Кроме (как, например, в векселе) добавочного листа (аллонжа) для осуществления индоссаментов, она может иметь неограниченное число приложений, то есть других документов, в которых указываются условия ипотеки или права по закладной, повторяющие положения договора об ипотеке или развивающие их. Все такого рода добавочные листы и всевозможные приложения (если в них содержится соответствующее указание) являются неотъемлемой частью закладной как единой ценной бумаги.

Порядок выпуска. Выпуск закладной включает ряд действий.

Заключение договора об ипотеке. Выпуск закладной неразрывно связан с наличием договора об ипотеке, который может быть оформлен и без закладной, но выпуск закладной без такого договора невозможен вообще. Закладная как ценная бумага появляется только тогда, когда в указанном договоре содержится положение о том, что права залогодержателя удостоверяются закладной.

Составление (выписка, оформление) закладной лицом (залогодателем), которое передает свое имущество по обязательству другому

лицу (залогодержателю). При этом сам залогодатель необязательно является должником перед залогодержателем, а может быть гарантом исполнения должником своих обязательств перед залогодержателем и должником.

Передача закладной первоначальному залогодержателю. Выдача закладной осуществляется органом государственной регистрации договора об ипотеке, но только после государственной регистрации самого договора.

Главная экономическая причина, по которой залогодержатель может быть заинтересован в наличии у него закладной по договору об ипотеке, состоит в том, что он может при необходимости снова превратить ее в деньги. Залогодержатель не исключает возможности того, что денежные средства, которые он дал в займы владельцу недвижимости, могут понадобиться ему раньше, чем последний обязан их вернуть в соответствии с заключенным договором. Продав по индоссаменту закладную, залогодержатель получает необходимые ему денежные средства, а получатель закладной становится новым залогодержателем.

Регистрация закладной как при её выпуске, так и при дальнейшей передаче осуществляется в органе государственной регистрации ипотеки в Едином государственном реестре прав на недвижимое имущество.

Запрещается выпуск закладных, если предметом ипотеки выступают:

- предприятие как единый имущественный комплекс;
- земельные участки, подпадающие под действие Федерального закона «Об ипотеке (залоге недвижимости)»;
- леса;
- права аренды на перечисленные объекты.

Не разрешается выпуск закладных в том случае, когда сумма долга по договору об ипотеке не может быть определена ни на момент его подписания, ни в дальнейшем.

Обращение. Передача прав по закладной осуществляется в том же порядке, что и по векселю, то есть путем совершения на ней (или на добавочном листе к ней) передаточной надписи (индоссамента) и передачи её новому владельцу. Никаких ограничений по обращению закладной нет.

Как и другие ценные бумаги, закладная может передаваться в залог, быть объектом купли-продажи, дарения, переходить по наследству и т. д.

В случае если новый (а не первоначальный) законный владелец закладной обнаружит её несоответствие согласно договору об ипотеке обязательству, которое обеспечивается закладной, верным считается содержание закладной. Её владелец может потребовать от её составителя устранения выявленного несоответствия путем аннулирования существующей закладной и выдачи ему новой, если только он сделает это сразу же, как только ему это стало известно. При этом убытки, возникшие в данной ситуации, несет составитель закладной.

Облигация с ипотечным покрытием

В соответствии со ст. 2 Федерального закона от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» исполнение обязательств по облигации с ипотечным покрытием обеспечивается залогом ипотечного покрытия. К объектам ипотечного покрытия относятся требования, вытекающие из договоров залога недвижимого имущества (ипотеки), в том числе удостоверенные закладными, ипотечные сертификаты участия, денежные средства (включая иностранную валюту), государственные ценные бумаги, недвижимое имущество.

По российскому законодательству облигация с ипотечным покрытием есть разновидность облигации с обеспечением, одним из видов которой является залог. Другими возможными видами обеспечения облигации могут быть: поручительство, банковская гарантия, государственная или муниципальная гарантия.

Облигация с обеспечением в виде залога называется, соответственно, облигацией с залоговым обеспечением. Когда же в качестве основы последнего выступает залог недвижимого имущества, возникает облигация с ипотечным покрытием.

Наличие или отсутствие того или иного вида обеспечения облигации не оказывает никакого влияния на её сущность. Обеспечение имеет значение для снижения риска или увеличения надежности, гарантирования исполнения обязательств по облигации, отражается в её рыночной цене, уровне доходности, составе инвесторов.

Основные характеристики те же, что и у любой облигации:

- долговая;
- эмиссионная;
- доходная;
- документарная или бездокументарная;
- срочная. Ипотечная облигация не может выпускаться на срок, не превышающий длительности исходного договора ипотеки, которая не может быть менее одного года и превышать 40 лет;
- предъявительская или именная;
- номинированная.

Порядок выпуска. В отличие от других видов облигаций эмиссия облигаций с ипотечным покрытием может осуществляться лишь кредитными организациями и ипотечными агентами. Ипотечный агент — это профессиональный участник рынка, исключительным предметом деятельности которого является приобретение требований по кредитам (займам), обеспеченным ипотекой, и (или) залогом.

Кроме указанных участников рынка, никто не вправе осуществлять выпуск подобного рода ценных бумаг.

В остальном эмиссия данного вида облигаций осуществляется в порядке, общем для всех облигаций, и будет рассмотрена далее.

Обращение. Облигации с ипотечным покрытием свободно обращаются на вторичном рынке до момента своего погашения.

Владелец данной облигации вправе требовать её досрочного погашения эмитентом в следующих случаях:

- размер ипотечного покрытия меньше размера обязательств по облигациям;
- нарушен порядок замены имущества, составляющего ипотечное покрытие;
- имеются другие нарушения со стороны эмитента по сравнению с теми правилами, которые установлены по закону или решению о выпуске данной облигации.

Ипотечный сертификат участия

Согласно статье 2 Федерального закона от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» ипотечный сертификат участия — это именная ценная бумага, удостоверяющая долю её владельца в праве общей собственности на ипотечное покрытие;

право требовать от выдавшего её лица надлежащего доверительно-го управления ипотечным покрытием; право на получение денежных средств, полученных во исполнение обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие; а также иные права, предусмотренные законом.

Ипотечный сертификат участия по своему содержанию является близким аналогом инвестиционного пая.

Основные характеристики. Ипотечный сертификат участия имеет те же характеристики, что и инвестиционный пай:

- доверительная ценная бумага. Устанавливает одинаковую долю в праве общей собственности на ипотечное покрытие. Но в отличие от владельцев инвестиционных паев открытых и интервальных ПИФов владельцы ипотечных сертификатов участия могут участвовать в работе общего собрания с правом голоса (один сертификат дает один голос);
- именная;
- бездокументарная;
- неэмиссионная — количество находящихся в обращении ипотечных сертификатов участия законодательно не ограничивается, но обязательно указывается в правилах доверительного управления соответствующим ипотечным покрытием;
- безноминальная;
- доходная — доход по ипотечному сертификату участия представляет собой выплату денежных средств за счет платежей, полученных по обязательствам, требования по которым составляют ипотечное покрытие;
- срочная — срок действия договора доверительного управления ипотечным покрытием не может превышать 40 лет, поэтому и ипотечный сертификат участия не может выпускаться на больший срок.

Порядок выпуска. Выпуск ипотечных сертификатов участия не является эмиссионной процедурой. Он может осуществляться не всеми участникам рынка, а лишь коммерческими организациями, имеющими лицензии (разрешения) на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами.

Кроме указанных участников рынка, никто не вправе осуществлять выпуск подобного рода ценной бумаги.

Выпуск ипотечных сертификатов означает одновременно:

- возникновение общей долевой собственности на ипотечное покрытие;
- учреждение доверительного управления этим ипотечным покрытием (заключение и присоединение к договору доверительного управления).

Обращение. Аналогично инвестиционным паям открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов, паи которых обращаются между инвесторами, ипотечные сертификаты участия свободно обращаются на рынке, в том числе и через организаторов торговли на рынке ценных бумаг, то есть прежде всего на фондовых биржах.

Тема 7. Инфраструктура рынка ценных бумаг

Цель – ознакомиться с инфраструктурой рынка ценных бумаг, изучить виды профессиональной деятельности.

Учебные вопросы

1. Понятие и виды профессиональной деятельности.
2. Основные принципы организации профессиональной деятельности.
3. Инфраструктура рынка ценных бумаг.

Изучив данную тему, студент должен

✓ *знать:*

- виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- совмещение видов профессиональной деятельности;
- различия между дилерской и брокерской деятельностью;
- различия между депозитарием и регистратором;
- основы взаимодействия депозитариев и регистраторов;

✓ *уметь:*

- различать клиентские приказы брокера;
- сопоставлять размеры собственного капитала по видам профессиональной деятельности;

✓ *иметь представление:*

- о процедуре клиринга;
- об особенностях доверительного управления ценными бумагами.

Чтобы понять функции отдельных систем инфраструктуры рынка ценных бумаг, проще всего отталкиваться от процесса заключения и совершения сделки и следить за тем, как отдельные его этапы стандартизируются и выделяются в самостоятельные сферы бизнеса.

Допустим, что инвестор А имеет какие-то ценные бумаги и хочет их продать, а (потенциальный) инвестор В имеет свободные деньги, которые хочет вложить в ценные бумаги. В процессе продажи бумаг должно произойти следующее.

1. В должен принять решение о том, какие бумаги он хочет приобрести.
2. А и В должны встретиться (необязательно физически).

3. А и В должны оговорить существенные условия сделки, в том числе:

- а) цену сделки,
- б) условия поставки и платежа,
- в) срок исполнения сделки,
- г) гарантии исполнения сделки и ответственность сторон.

4. Должен быть заключен договор купли-продажи.

5. Сделка должна быть исполнена, то есть должны произойти:

- а) платеж за бумаги со стороны В;
- б) поставка ценных бумаг А;
- в) В должен проверить подлинность поставленных бумаг, а А — наличие уплаченных денег;
- г) оформление соответствующих документов, удостоверяющих факт перехода прав собственности на ценные бумаги.

6. В ряде случаев должна быть уведомлена третья сторона — эмитент ценных бумаг.

Для обеспечения этих действий должны быть созданы следующие системы.

1. Система раскрытия информации

В должен иметь информацию о существующих ценных бумагах, их достоинствах и недостатках. Эта информация в первую очередь содержит сведения об их эмитентах, а также о состоянии рынка (например, ликвидности ценных бумаг). Для того чтобы сделать эту информацию доступной, нужно организовать систему раскрытия информации об эмитентах и о состоянии рынка.

2. Торговая система

Чтобы А и В встретились, им необходимо найти друг друга. При этом они, конечно, пожелают узнать, насколько надежен потенциальный партнер по сделке. Эту функцию берут на себя посредники — брокеры. В свою очередь брокеры находят друг друга в одной из торговых систем. Первыми такими системами исторически оказались фондовые биржи. Первоначальная роль бирж — просто сводить друг с другом профессиональных посредников на рынке ценных бумаг, в дальнейшем они приняли на себя еще ряд функций.

Механизм установления цены на ценные бумаги

Правила торговли на бирже предусматривают определенный механизм установления цены на ценные бумаги. Это может быть аукцион (их существует несколько видов), работа через специалиста – дилера или маркетмейкера, выставляющего котировки данной ценной бумаги.

Котировка – это цена, по которой данный дилер готов купить (продать) пакет ценных бумаг. Выставляя котировку, дилер не имеет права отказать кому бы то ни было в сделке по названной им цене (за исключением очень больших количеств ценных бумаг, для которых часто предусматриваются особые условия).

Стандартизация сделок

В случае биржевой торговли для ускорения и удешевления сделок широко применяется их стандартизация. Договоры купли-продажи на бирже также строго стандартизованы, в них заранее включены все условия сделки, кроме имен участников и цены. Как правило, биржевые сделки заключаются на стандартные количества акций (чаще всего 100 штук), именуемые лотами. Сроки поставки и платежа тоже строго оговорены. В настоящее время в ряде торговых систем эти сроки сведены к одному дню, а три дня являются стандартом на развитом рынке.

Ответственность сторон описана в правилах участия в торгах. На них допускаются лишь те, кто связал себя достаточно жесткими обязательствами и доказал свою способность выполнять их.

Оформление всех документов принимает на себя биржа или специализированные отделы (бэк-офисы) брокерских фирм. Последние чаще встречаются на розничном рынке.

Депозитарий

Для уменьшения рисков участников торгов предпринимаются специальные меры, позволяющие бирже принять на себя существенную их часть. Так, в ряде случаев для выставления ценных бумаг на торги биржа требует заранее передать продаваемые бумаги на хранение – депонировать их в депозитарии. Депозитарий – это особое хранилище, в которое владельцы ценных бумаг могут отдать их на сохранение.

Депозитарий выступает в роли передаточного звена от продавца покупателю. Он гарантирует наличие и подлинность продаваемых ценных бумаг.

Поставка против платежа

С другой стороны, покупателя могут обязать положить определенную сумму денег в специальный банк, выполняющий ту же роль, что и депозитарий, но по отношению к деньгам. Эти организации тесно связаны с биржей. При получении от нее уведомления о заключении сделки они одновременно передают деньги продавцу, а бумаги — покупателю, обеспечивая тем самым безрисковое исполнение сделок.

Конечно, депонирование денег и ценных бумаг, как и сами услуги депозитария и банка, не бесплатны. Это цена, которую приходится заплатить за надежность исполнения сделки.

Отметим особенности, связанные с большими оборотами на бирже.

Система клиринга

При больших оборотах на бирже контроль за каждой отдельной сделкой, даже стандартизированной, оказывается очень хлопотным и дорогим делом. Для его реализации вводят так называемые системы клиринга, в задачи которых как раз и 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

Клиринговый банк

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

Межбанковские корреспондентские счета

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

Система ведения реестра

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 несложно: в администрации эмитента ведется реестр – специальная база данных, в которой отражается, кто и каким количеством акций владеет.

Однако с ростом числа владельцев (крупное открытое акционерное общество) проблема становится острой, поскольку акционеры уже не знают друг друга, и контролировать правильность ведения реестра становится весьма важно. Для того чтобы избежать злоупотреблений, эту функцию выполняет реестродержатель.

Фондовые индексы

Одним из наиболее значительных событий для рынков капитала в последние годы стало введение и использование фондовых индексов. Фондовый индекс – это показатель движения конъюнктуры рынка ценных бумаг [4], рассчитанный по определенной формуле на базе текущих рыночных цен конкретных ценных бумаг относительно базовой величины (например, 100 или 1000). Индексы цен на акции также можно рассматривать как синтетические портфели рыночных цен без накопленных дивидендов. Эти портфели нельзя физически купить и продать, но на многих рынках создаются на их основе производные инструменты, предполагающие наличные расчеты.

Есть три математических способа составления индекса.

С помощью среднеарифметического метода индекс рассчитывается путем сложения цен всех входящих в него акций. При этом предполагается, что приобретается по одной акции всех компаний, чьи акции составляют индекс. Недостатком данного подхода является то, что такой индекс не учитывает влияние капитализации компаний-эмитентов акций, входящих в индекс, на изменение индекса. Отметим, что капитализацией называется рыночная стоимость всех акций, выпущенных компанией. Тем самым, чем выше капитализация компании, тем выше степень влияния ценовых колебаний акций данной компании, входящих в индекс, на значение индекса в целом.

Наиболее эффективный и широко используемый сейчас — средневзвешенный метод. Он заключается в умножении цен акций на количество выпущенных акций, деленное на общее количество акций, входящих в индекс, и сложении результатов. Любое изменение цены акции компании с большей капитализацией оказывает более значительное влияние на изменение значения индекса. Необходимо учесть, что при корпоративных действиях в отношении акций — компонентов индекса (например, бонусных эмиссиях и выпусках прав) в индексы нужно вносить поправки.

Третий — это метод средней стоимости (или среднегеометрической величины), который основан на предположении, что инвесторы вкладывают одинаковую сумму в каждую ценную бумагу. При расчете по этому методу, как и по среднеарифметическому, берутся только цены акций, но затем они перемножаются между собой и из результата извлекается корень n -й степени (где n — количество ценных бумаг, входящих в индекс).

Индексы фондового рынка можно использовать как показатель изменения конъюнктуры рынка (или по меньшей мере какой-то его части), что позволяет инвесторам определить текущее состояние или тенденцию его развития. Но важнее всего то, что фондовые индексы дают ориентир, с которым инвесторы могут сравнивать эффективность своих собственных портфелей как с базовой величиной. Последнее позволяет использовать так называемую стратегию пассивного инвестирования. Она заключается в том, что инвесторы или управляющие фондами просто ведут позиции, повторяющие индекс, и, соответственно, знают, что эти позиции всегда будут вести себя так же, как и индекс.

Самые известные из индексов:

- FTSE — группа индексов и подиндексов газеты «Файнэншл Таймс» и Лондонской фондовой биржи, используемых в Великобритании;
- Доу Джонса — американский индекс по 30 ведущим акциям США;
- S&P — индексы агентства «Стандарт энд Пурс», охватывающие более широкий спектр американских акций (индексы 100 и 500 акций);
- Никкей — невзвешенный индекс ведущих японских акций.

Важно отметить, что у индексов есть недостатки. Они показывают скорее количественные, чем качественные изменения (то есть они не показывают причину изменения цен). Они могут измениться при минимальном объеме торгов, когда имеет место скорее изменение настроения, чем действие, отразив общий результат спроса и предложения, но не глубину рынка. Более того, в них не учитываются расходы на заключение сделок и дивиденды.

Если фондовый индекс является индикатором состояния рынка, а индексы акций представляют собой синтетические портфели акций, то коэффициент бета является показателем относительной неустойчивости (изменчивости) цен акций рынка в целом, так как является отношением изменения (в процентах) цены данных акций к процентному изменению индекса на акции.

Акции, входящие в индекс S&P-500, имеют бету, равную единице. Цены акций, имеющих бету >1 , более изменчивы, чем рынок. Рыночные цены акций, имеющих бету <1 , соответственно, менее изменчивы, чем рынок. К первым, например, относятся акции роста или так называемые агрессивные акции, ко вторым – уже упомянутые оборонительные акции.

Индексы, характеризующие германский фондовый рынок:

- DAX-30 – промышленный индекс, среднеарифметический взвешенный;
- DAX-100 – промышленный индекс, среднеарифметический взвешенный;
- CDAX-320 – композитный индекс, среднеарифметический взвешенный;
- REX – индекс рынка облигаций;
- REXP – индекс рынка облигаций.

Индексы японского фондового рынка:

- Nikkei – среднеарифметический не взвешенный, рассчитывается по 225 компаниям;
- TOPIX – среднеарифметический взвешенный, рассчитывается по 1235 компаниям.

Индексы французского фондового рынка:

- CAC-40;
- General CAC-40.

Индексы российского фондового рынка:

РТС — индекс информационного агентства национальной ассоциации участников фондового рынка. Капитализационный индекс, рассчитывается по заявленным к заключению торговым сделкам в российской торговой системе по методу взвешенного среднеарифметического значения.

Основные черты российских фондовых индексов

1. Российские индексы фондового рынка являются капитализационными индексами, рассчитываемыми по методике взвешенного среднеарифметического значения.
2. Перечень предприятий, информация о сделках с ценными бумагами которых используется для расчёта индексов, весьма ограничен. Основную роль играют не более десятка предприятий, сделки которых с ценными бумагами составляют практически 100 % объёма сделок на фондовом рынке.
3. Ограниченность информационной базы и сходность формулы (все взвешенные среднеарифметические) для расчета индексов делают их сильно коррелированными между собой.

Итак, РЦБ — это часть финансового рынка, где происходит покупка-продажа ценных бумаг.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг — это юридические лица, получившие лицензию Службы Банка России по финансовым рынкам на осуществление деятельности на рынке ценных бумаг.

Служба Банка России по финансовым рынкам — подразделение Банка России, созданное по решению Совета директоров Банка России от 8 августа 2013 года в связи с интеграцией в структуру Банка России Федеральной службы по финансовым рынкам.

С 1 сентября 2013 года Указом Президента Российской Федерации от 25 июля 2013 № 645 Федеральная служба по финансовым рынкам была упразднена.

С 1 сентября 2013 года в соответствии с Федеральным законом от 23 июля 2013 года № 251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Центральному банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков»

Банку России переданы полномочия Федеральной службы по финансовым рынкам по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков.

Виды профессиональной деятельности на РЦБ приведены на рис. 3.

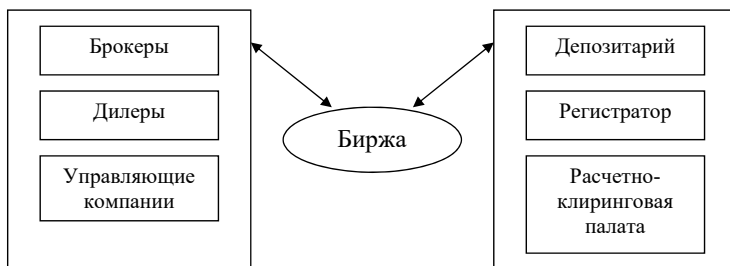


Рис. 3. Профессиональные участники рынка ценных бумаг

Брокер — профессиональный участник рынка ценных бумаг, являющийся посредником между инвестором и биржей, работающий за счет клиента (инвестора) и от имени клиента. Доход брокера — комиссия от объема сделки.

Дилер — профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий покупку-продажу ценных бумаг от своего имени и за свой счет. Его доход — разница в цене покупки и продажи ценных бумаг.

Управляющая компания — профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий доверительное управление ценными бумагами инвестора.

Биржа — профессиональный участник рынка ценных бумаг, занимающийся организацией торговли ценными бумагами по секциям (рис. 4).

Депозитарий — профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий хранение ценных бумаг инвестора. Плательщиком за услуги депозитария является инвестор (рис. 5).

Регистратор — профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий учет ценных бумаг для эмитента. Плательщиком за услуги регистратора является эмитент (рис. 6).

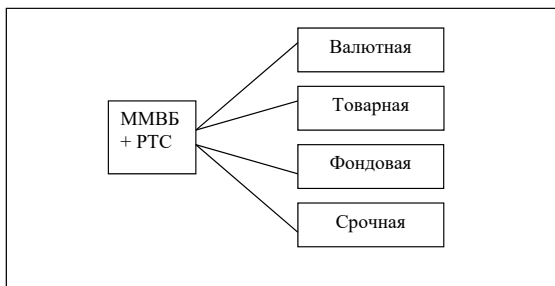


Рис. 4. Секции на бирже

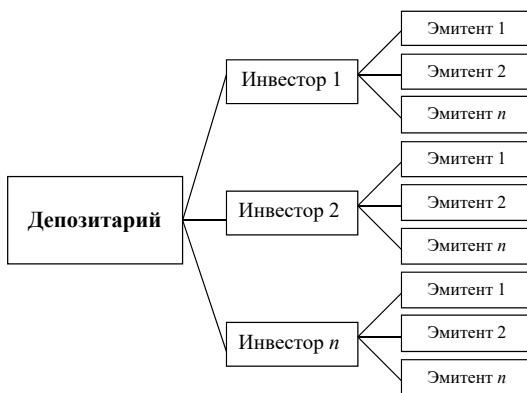


Рис. 5. Депозитарий

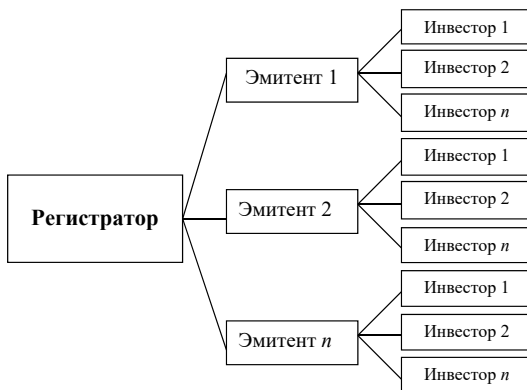


Рис. 6. Регистратор

Эмитент может вести учет акционеров самостоятельно, если количество акционеров менее 500 человек. Но если количество акционеров более 500 человек, то эмитент обязан заключить договор с регистратором.

Регистратор выполняет функцию секретаря для эмитента: закрывает реестр перед собранием акционеров, перед выплатой дивидендов. В любой момент эмитент может узнать информацию о составе своих акционеров.

Расчетно-клиринговая палата — это профессиональный участник рынка ценных бумаг, ведущий учет взаимных требований. Со счета покупателя поступают в систему денежные средства, а со счета депо продавца — ценные бумаги. Расчетно-клиринговая палата в одну секунду переводит денежные средства на счет продавца, а ценные бумаги — на счет покупателя (счет депо), тем самым минимизируя риск неоплаты у продавца и риск непоставки у покупателя.

Итак, существуют следующие виды профессиональной деятельности на РЦБ.

1. Брокерская — брокер за чужие деньги, за комиссионное вознаграждение выполняет поручения по купле-продаже ценных бумаг.
2. Дилерская деятельность — дилер за собственные деньги на свой страх и риск ведёт фондовые операции.
3. Депозитарная деятельность — депозитарии предлагают хранение ценных бумаг под определённую ответственность и на определённых условиях.
4. Клиринговая деятельность — предполагает выполнение обязательств по поставке ценных бумаг и расчётов по ним.
5. Ведение реестра ценных бумаг — реестродержатель осуществляет все предусмотренные законом операции по учёту движения ценных бумаг и отражает в реестре права собственности на них.
6. Организация торговли ценными бумагами.

Рассмотрим более подробно сущность фондовой биржи.

Как неоднократно уже упоминалось, обеспечение эффективного механизма привлечения инвестиций является основной задачей рынка ценных бумаг. Было бы ошибкой приписать реализацию этой задачи целиком первичному рынку. Инвестировать — означает расстаться с деньгами сейчас для того, чтобы получить большую сумму в будущем.

Для того чтобы инвесторы охотнее расставались с деньгами, должна существовать возможность для получения прибыли за риск, который берут на себя инвесторы, а прибыль не будет прибылью, пока она не будет реализована. Рынок, на котором происходит купля-продажа ценных бумаг, выпущенных ранее и приобретенных первыми владельцами, называется вторичным рынком. Одной из функций вторичного рынка является установление курсовой стоимости ценных бумаг, то есть определение рыночной цены, уравнивающей спрос и предложение и отражающей всю имеющуюся информацию о данной ценной бумаге.

Инвестор может участвовать в торговле непосредственно, однако участие посредников увеличивает эффективность, так как посредники обеспечивают поиск контрагентов и подходящих условий для сделки, экономя таким образом время и деньги клиента, а также снижая риск недополучения прибыли для клиента.

Важнейшей функцией посредников является также сглаживание колебаний рыночных цен ценных бумаг, не связанных с изменением их внутренней стоимости, то есть обеспечение ликвидности рынка. Под ликвидностью здесь понимается наличие возможности покупать и продавать ценные бумаги без резких колебаний курсовой стоимости, если не поступило никакой новой информации.

Операции купли-продажи ценных бумаг, которые осуществляются частными лицами либо корпорациями и финансовыми институтами, происходят на одном из нижеперечисленных рынков.

Биржевой рынок (фондовая биржа) представляет собой организованный вторичный рынок, где происходит торговля по установленным биржей правилам ценными бумагами, удовлетворяющими определенным требованиям и прошедшими процедуру листинга. В число обязанностей фондовой биржи входит обеспечение постоянного наблюдения (мониторинга) и контроля деятельности участников биржевой торговли.

Внебиржевой рынок – это рынок, на котором торгуются ценные бумаги, не включенные в листинг фондовых бирж. Со времен, когда инвесторы буквально через прилавок продавали и покупали ценные бумаги у банка, выступающего в качестве дилера, действующего за свой счет, внебиржевой рынок, предполагающий участие диле-

ра, называется буквально «рынок через прилавок» (*over the counter, OTC*). Как правило, сделки на внебиржевом рынке заключаются по телефону или посредством электронных каналов связи.

Фондовая биржа — это организатор торговли на рынке ценных бумаг, некоммерческая организация, равноправными членами которой могут быть только профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Задачи фондовой биржи:

- мобилизация финансовых ресурсов;
- обеспечение ликвидности финансовых вложений;
- регулирование рынка ценных бумаг.

Функции фондовой биржи:

- организация биржевых торгов;
- подготовка и реализация биржевых контрактов;
- котировка биржевых цен;
- информационное обеспечение;
- гарантированное исполнение биржевых сделок.

Принципы работы:

- личное доверие между брокерами и клиентами;
- гласность;
- регулярность;
- регулирование деятельности на основе жестких правил.

Структурные подразделения биржи:

- котировальная комиссия;
- расчётная палата;
- регистрационная комиссия;
- клиринговая комиссия;
- информационно-аналитическая служба;
- отдел внешних связей;
- отдел консалтинга;
- отдел технического обеспечения;
- административно-хозяйственный отдел;
- арбитражная комиссия;
- комитет по правилам биржевых торгов.

Основные статьи дохода биржи:

- комиссионное вознаграждение, взимаемое с участников биржевых торгов за каждый заказ, исполненный биржевым заместителем;

- плата за листинг;
- вступительные, ежегодные и целевые взносы членов биржи;
- взносы на покрытие текущих убытков или на создание необходимых резервов.

По поведению участников биржевой торговли называют:

- «медведи» – игроки, играющие на понижение;
- «быки» – игроки, играющие на повышение.

Состав заявки на биржевую операцию:

- точное наименование товара;
- род сделки (купля или продажа);
- количество предлагаемых в сделке ценных бумаг;
- цена, по которой должна быть проведена сделка;
- срок сделки:
- вид сделки:
 - кассовая;
 - срочная.

Тема 8. Эмиссия ценных бумаг

Цель — ознакомиться с понятием проспекта эмиссии ценных бумаг, структурой проспекта эмиссии, изучить этапы процедуры эмиссии.

Учебные вопросы

1. Понятие эмиссии.
2. Процедура эмиссии.
3. Виды размещения эмиссионных ценных бумаг.

Изучив данную тему, студент должен

✓ *знать*:

- понятия подписки, конвертации, обмена, приобретения, распределения ценных бумаг;
- отличия эмиссии ценных бумаг от размещения ценных бумаг;
- этапы эмиссии;
- отличия между размещением акций и размещением облигаций;

✓ *уметь*:

- разделять ценные бумаги на эмиссионные и неэмиссионные;
- перечислять основания для отказа в государственной регистрации выпуска;

✓ *иметь представление*:

- об организации процесса размещения;
- об обязательствах андеррайтера.

Первичный рынок — это рынок новых ценных бумаг, впервые выпущенных эмитентом с целью привлечения дополнительных средств либо с иными целями и для размещения среди инвесторов, являющихся первыми владельцами этих ценных бумаг.

Эмитенты-корпорации осуществляют размещение новых выпусков самостоятельно или с привлечением профессиональных посредников — инвестиционных банков.

Существуют различные способы первичного размещения новых выпусков ценных бумаг эмитента, принципиальное различие между которыми заключается в следующем:

1) в количестве инвесторов, среди которых предполагается осуществить размещение ценных бумаг;

2) в том, осуществляется ли предложение широкой публике ценных бумаг данного эмитента впервые или выпуск ценных бумаг данного эмитента является дополнительным к ранее выпущенным ценным бумагам.

Публичное предложение (*public offering*, США) или **предложение к продаже** (*offer for sale*) – способ размещения новых выпусков ценных бумаг среди неограниченного круга инвесторов на условиях опубликованного **проспекта эмиссии**. Чаще всего всю аналитическую работу по определению параметров выпуска ценных бумаг, подготовку документов для получения разрешения на выпуск ценных бумаг осуществляет ведущий инвестиционный банк, который затем обеспечивает размещение нового выпуска и создает для этих целей **эмиссионный синдикат**.

Целью синдиката является привлечение капитала на наиболее выгодных для эмитента условиях. Непосредственными задачами синдиката в организации выпуска и размещения ценных бумаг эмитента являются следующие.

1. Анализ финансового состояния эмитента для определения необходимого объема и сроков привлечения дополнительного капитала.

2. Проведение консультаций с эмитентом о наиболее предпочтительных в данных условиях способах привлечения необходимого капитала (выпуск акций или облигаций), в том числе с точки зрения налоговых последствий для эмитента по итогам размещения.

3. Предоставление услуг **андеррайтинга**, то есть услуг по гарантированию размещения нового выпуска.

Описание сущности и характеристика этапов работы ведущего инвестиционного банка по подготовке условий и проспекта эмиссии ценных бумаг выходят за рамки настоящего курса. Достаточным здесь будет упоминание, что указанная деятельность относится к сфере **инвестиционного консультирования** в области **корпоративных финансов**.

После того как определены основные характеристики нового выпуска, эмитент подает в орган, осуществляющий регулирование рынка ценных бумаг (далее – регулирующий орган), документы для получения разрешения на выпуск ценных бумаг, то есть **регистрацию выпуска**, которая является обязательной в случае публичного раз-

мещения ценных бумаг. Какие существуют требования со стороны регулирующего органа для получения подобного разрешения? Есть определенные различия в регулировании эмиссии на национальном уровне: в некоторых странах достаточно простого уведомления о планируемом выпуске ценных бумаг, в других процесс регистрации требует предоставления детальной информации. Тем не менее наиболее общий подход к регулированию эмиссии состоит в том, что регулирующий орган на основании представленных документов должен убедиться в следующем.

- Организация выпуска и размещения ценных бумаг соответствует законодательству.
- Факты, способные повлиять на принятие решений о приобретении ценных бумаг данного выпуска, доведены до инвесторов и широкой публики.
- Отношение ко всем инвесторам с точки зрения предоставления прав равно: обычным является правило «первым обслуживается тот, кто первым подошел» (*first come first serve basis*), то есть подал заявку на приобретение ценных бумаг.
- Менеджмент компании действует в интересах всех акционеров и соблюдает права акционеров, включая права миноритарных акционеров.
- Учитывается преимущественное право приобретения акций новых выпусков у существующих акционеров: акции дополнительных выпусков должны быть в обязательном порядке предложены акционерам для того, чтобы дать им возможность сохранить первоначальные доли собственности акционерного капитала.
- Информация о лицах, способных оказывать прямое влияние на деятельность компании, то есть аффилированных лицах (директор компании, акционер, владеющий, например, более 10 % голосующих акций, члены их семей и т. д.), раскрывается (является доступной) для инвесторов и регулирующего органа, и, следовательно, существует возможность контролировать потенциальное возникновение конфликта интересов между аффилированными лицами и акционерами компании.
- Статус компании соответствует в финансовом отношении и общественном восприятии типу публичной компании.

Определяющим здесь является то обстоятельство, что регулирующий орган осуществляет проверку документов на полноту, достоверность и соответствие перечисленным выше требованиям, но не *производит оценку инвестиционных качеств предлагаемых для публичного размещения выпусков ценных бумаг*. Факт регистрации не означает приемлемости цен или инвестиционных качеств (риска, доходности) ценных бумаг для данного инвестора, он означает соблюдение правил, установленных для выпуска и публичного размещения ценных бумаг. Инвестор должен самостоятельно принять решение, покупать или не покупать данные ценные бумаги, руководствуясь информацией об эмитенте и условиях приобретения ценных бумаг, изложенных в проспекте эмиссии.

В некоторых странах (например, США) регулирование эмиссии ценных бумаг, предназначенных для публичного размещения, предусматривает выпуск эмитентом так называемых *предварительных проспектов эмиссии* с целью информирования потенциальных инвесторов о предстоящем выпуске ценных бумаг до момента их регистрации. Из-за того, что на первой странице таких проспектов красными чернилами указано, что проспекты не являются фактическим предложением о продаже ценных бумаг, так как в них отсутствует информация о ценах, по которым можно приобретать ценные бумаги, данные документы именуются «*красной селедкой*» (*red herring*).

Период, когда документы на регистрацию выпуска рассматриваются регулирующим органом (в США, например, он может длиться до 3 недель), называют периодом ожидания. Эмитент или члены эмиссионного синдиката в этот период могут обсуждать новый выпуск с клиентами. В это время не разрешается передавать какие-либо иные материалы клиентам или другим потенциальным покупателям, кроме предварительного проспекта, в котором должно содержаться указание на то, что документы на регистрацию выпуска направлены, но разрешение на выпуск еще не получено. Использование предварительного проспекта осуществляется исключительно в рекламных и маркетинговых целях для проверки реакции инвесторов и сбора данных, характеризующих потенциальный спрос публики на данный выпуск.

Когда разрешение на выпуск получено, то есть выпуск зарегистрирован, эмитент выпускает окончательный проспект эмиссии,

являющийся основой для принятия решений инвесторами о покупке ценных бумаг, информация о которых была предоставлена в период ожидания. Как правило, окончательный проспект эмиссии содержит следующую информацию:

- описание выпуска ценных бумаг;
- цена предложения;
- дисконты (скидки) с цены предложения;
- срок размещения;
- предполагаемые направления использования средств, полученных компанией в результате размещения ценных бумаг;
- описание структуры андеррайтинга: андеррайтеры и группа по продажам;
- информация о том, будут ли андеррайтеры осуществлять начальную поддержку цены (стабилизацию) ценных бумаг, пока данный выпуск еще не размещен, то есть нести обязательство покупать ценные бумаги по фиксированной цене;
- история деятельности компании и описание менеджмента компании;
- потенциальные риски, связанные с вложением в данные ценные бумаги;
- существенная финансовая информация о компании.

Организация размещения выпуска может производиться эмиссионным синдикатом на следующих условиях.

1. Члены эмиссионного синдиката могут гарантировать размещение всего выпуска, выкупив его у эмитента по цене предложения. При этом андеррайтеры берут на себя твердое обязательство (*firm commitment*) продать весь выпуск, безусловно, подвергая себя риску, так как часть выпуска может оказаться непроданной. Этот риск андеррайтеры компенсируют за счет дисконта (*спреда*), составляющего разницу между ценой публичного предложения (то есть ценой, по которой ценные бумаги предлагаются публике или широкому кругу инвесторов) и ценой предложения.

2. Члены эмиссионного синдиката могут дать обязательство эмитенту приложить все усилия для продажи максимально возможного количества ценных бумаг нового выпуска (*best effort basis*), но при этом не несут финансовых обязательств, поскольку не выкупают весь выпуск или часть выпуска у эмитента.

Существуют другого рода соглашения между андеррайтерами и эмитентом. Например, если акционеры компании-эмитента обладают преимущественным правом приобретения акций новых выпусков, то инвестиционный банк — андеррайтер может дать эмитенту обязательство выкупить акции, не размещенные среди акционеров компании-эмитента в течение определенного периода (2–4 недели) [4] по фиксированной цене. Такого рода соглашения носят название соглашения ожидания (*stand by agreement*) [5]. В данном случае риск гаранта заключается в возможном неблагоприятном изменении цены в течение периода, установленного для реализации акционерами преимущественного права.

Частное размещение — это способ размещения, при котором заранее известна группа покупателей, как правило, крупных институциональных инвесторов, которые заинтересованы в приобретении данных ценных бумаг. В некоторых случаях инвестиционный банк все же выступает гарантом размещения ценных бумаг, предварительно определив небольшую группу клиентов, которые затем купят у него эти ценные бумаги. Инвестиционный банк может использоваться также в качестве агента при данном способе размещения и отвечать за поиск конечных инвесторов для компании-эмитента.

Частное размещение, как правило, обходится компании дешевле, чем публичное предложение, поскольку отсутствует необходимость пользоваться услугами андеррайтеров, а также предоставлять инвесторам и в регулирующий орган детальную информацию о готовящемся выпуске ценных бумаг.

Считается, что ценные бумаги, приобретенные путем частного размещения, обладают меньшей ликвидностью, поскольку отсутствует широко доступная информация о выпуске. На ликвидность данных ценных бумаг могут также влиять регулирующие нормы, ограничивающие обращение ценных бумаг, приобретенных путем частного размещения. В частности, в США действует так называемое правило 144-А, согласно которому ценные бумаги, приобретенные путем частного размещения, разрешается продавать только крупным инвесторам (с капиталом не менее 100 млн долл.) [5].

Здесь стоит также упомянуть вторичное предложение (вторичное размещение) ценных бумаг (*secondary offering, secondary*

distribution, США). Оно осуществляется на бирже посредством инвестиционного банка (или эмиссионного синдиката) через некоторое время после первичного размещения партии ценных бумаг, составляющей значительный пакет и принадлежащей, как правило, крупному институциональному инвестору. Не следует путать вторичное предложение с обращением ценных бумаг на вторичном рынке. Несмотря на то что данные ценные бумаги размещаются после их приобретения первыми владельцами, способ размещения в США, например, требует регистрации в Комиссии по ценным бумагам и биржам по аналогии с публичным предложением новых выпусков ценных бумаг.

Как указывалось выше, с точки зрения того, являются ли ценные бумаги первым выпуском компании своих ценных бумаг или нет, различают новые и дополнительные выпуски ценных бумаг данного эмитента.

Первоначальное публичное предложение (*initial public offer, IPO*) — это первый выпуск частными предприятиями своих акций, предназначенных для публичного предложения. Это обычный путь превращения частных компаний в публичные корпорации.

В дальнейшем компания может осуществлять дополнительные выпуски акций для привлечения капитала путем публичного предложения или частного размещения.

Дополнительными считаются следующие выпуски ценных бумаг.

• ***Выпуск ценных бумаг при реализации права конверсии или исполнения опциона.*** К ним относятся выпуски обыкновенных акций в дополнение к уже обращающимся акциям компании в следующих случаях:

1) если владельцы опционов на акции (как правило, работники или менеджмент компании через схемы премирования) или владельцы warrants реализуют свое право купить акции компании по цене, зафиксированной в условиях опционного контракта или warrants;

2) если владельцы конвертируемых ценных бумаг реализуют свое право обменять принадлежащие им ценные бумаги на обыкновенные акции в пропорции, установленной в условиях конверсии.

• ***Выпуск прав*** (*right issue*) — это выпуск ценных бумаг, осуществляемый:

1) для привлечения капитала;

2) в дополнение к уже обращающимся ценным бумагам компании;
3) для лиц, имеющих на них право. В первую очередь имеется в виду преимущественное право существующих акционеров компании на приобретение ценных бумаг дополнительных выпусков до их публичного предложения. Право приобретения таких ценных бумаг, как правило, пропорционально первоначальной доле акционера, ограничено во времени и осуществляется по льготной цене (обычно несколько ниже текущей рыночной цены). Если кто-то из акционеров не захочет приобрести эти права, то они могут быть проданы третьим лицам. Чаще всего премия, то есть сумма превышения рыночной цены над стоимостью прав, зачисляется на счет отказавшегося от реализации своих прав акционера.

• **Бонусный выпуск** (*bonus issue*) — это выпуск акций для бесплатного распределения между существующими акционерами пропорционально числу имеющихся у них акций путем капитализации прибыли или резервов. Определяющим моментом здесь является то, что компания при этом не привлекает дополнительного капитала.

Рассмотрим подробнее сущность данных операций с точки зрения их воздействия на рыночную цену акций и достижения реального эффекта. В число рассматриваемых корпоративных действий эмитента, то есть операций эмитента, при которых меняется структура или организация акционерного капитала, мы включаем, помимо описанных выше выпуска прав и бонусной эмиссии, еще операции дробления и консолидации выпущенных акций.

1. *Выпуск прав*

В данном случае под правом подразумевается привилегия на участие в льготной подписке на новый выпуск акций, возникающая у существующего акционера в результате владения одной обыкновенной акцией. Таким образом, число принадлежащих акционеру акций определяет число его прав. Условия выпуска прав всегда устанавливают количество прав, необходимых для подписки на одну новую акцию: 1, 3, 5 и т. д.

Пример. На какое количество акций может подписаться акционер, владеющий 100 акциями, если условиями выпуска прав установлено, что на одну новую акцию можно подписаться, имея 5 прав?

Очевидным будет ответ: 20 акций.

Акции прежних выпусков в определенные моменты будут продаваться по цене «включая права» (*cum rights*) и по цене «исключая права» (*ex rights*). До того как на рынке акции начнут продаваться по цене «исключая права», они продаются по цене «включая права».

С момента торговли акциями по цене «исключая права» сами права свободно продаются и покупаются отдельно от акций по ценам, практически совпадающим с их расчетной теоретической стоимостью, формулы расчета которой приведены ниже.

1) акции продаются по цене «включая права»:

$$\text{Стоимость прав} = \frac{\text{Цена "включая права" - Подписная цена на новые акции}}{\text{Число прав для покупателей одной акции} + 1}. \quad (8)$$

2) акции продаются по цене «исключая права»:

$$\frac{\text{Цена "исключая права" - Подписная цена на новые акции}}{\text{Число прав для покупки одной акции}}. \quad (9)$$

Пример. Рыночная стоимость акции равна 300 ед., подписная цена на новые акции для существующих акционеров – 250 ед., число прав для подписки на одну акцию равно 9.

Рассчитать:

- 1) стоимость прав, когда акции продаются по цене «включая права»;
- 2) цену акции «исключая права».

$$\text{Стоимость прав} = \frac{300 - 250}{9 + 1} = 5 \text{ (ед.)}.$$

$$\begin{aligned} \text{Цена акции «исключая права»} &= \text{Стоимость права} - \text{Число прав} \\ &\text{для покупки одной акции} + \text{Подписная цена на новые акции} = \\ &= 5 \times 9 + 250 = 295 \text{ (ед.)} \end{aligned}$$

Решение можно также объяснить следующим образом.

После подписки на новые акции на условиях выпуска прав компания имеет в обращении 10 акций вместо 9 прежних общей стоимостью $300 \times 9 + 1 \times 250 = 2950$ (ед.) и ценой одной акции 295 ед. Акционер в общей сложности выигрывает 45 ед. стоимости, но для этого ему нужно минимум 9 акций. Теперь следует вопрос: действительно ли акционер выигрывает, если цена акций после окончания подписки снижается с 300 до 295?

Иллюзия льготной подписки заключается в праве подписаться на акции по цене ниже рыночной (иногда скидка составляет до 40 %). В действительности практически всегда по окончании размещения

новых акций рыночная цена акций снижается и это снижение полностью съедает теоретическую прибыль акционера.

Предположим, акционер А, владеющий 9 акциями, воспользовался своим правом и подписался на одну акцию по цене 250 руб. Таким образом, его активы состоят из 10 акций, рыночная стоимость каждой из которых равна 300 ед., то есть 3000 ед. в совокупности. По окончании льготной подписки рыночная стоимость акций равна 295 ед., а стоимость активов акционера А в совокупности составляет 2950 ед. Акционер Б, владеющий 9 акциями и 250 ед. наличных денег, не стал пользоваться своим правом подписки на акции компании и продал свои права по 5 ед., получив 45 ед. наличными. По окончании льготной подписки стоимость его активов составила 2950 ед.: $9 \times 295 + 250 + 45 = 2950$.

Таким образом, вне зависимости от того, как поступит акционер, стоимость его активов останется прежней.

В действительности за исключением случая, когда компания сможет быстро вернуться к прежнему уровню рыночных цен своих акций (путем расширения своей деятельности за счет полученного дополнительного капитала), интерес существующих акционеров к реализации своего права на участие в подписке на условиях выпуска прав заключается не в предоставляемых льготах, а в стремлении пропорционально увеличить (то есть сохранить в процентном отношении) первоначальную долю участия в акционерном капитале компании. Поскольку в противном случае доля акционера уменьшится в процентном отношении к акционерному капиталу и, следовательно, снизится степень влияния данного акционера на процессы управления компанией.

2. Бонусная эмиссия

Целями проведения бонусной эмиссии является увеличение количества акций, находящихся в обращении, и тем самым увеличение рыночной ликвидности акций. На некоторых рынках (Великобритания) инвесторы отдают предпочтение низкономинальным акциям и, следовательно, большему количеству таких акций. Объявление компанией «одна акция на одну акцию, выпущенную в порядке бонусной эмиссии» (в данном случае 1:1, далее обозначим это соотношение как $n:m$), означает, что каждый акционер получит

к каждой принадлежащей ему акции бесплатно одну дополнительную акцию. В результате вдвое увеличивается количество акций и одновременно уменьшается стоимость одной акции. Таким образом, ни акционер, ни компания не становятся от этой операции богаче. Рассчитаем цену акций «до бонусной эмиссии» (*cum scrip*) и цену акций «после бонусной эмиссии» (*ex scrip*). Они связаны следующим соотношением:

$$\text{Цена «после бонусной эмиссии»} = \frac{\text{Цена "до бонусной эмиссии"} \cdot n + 0}{n + m}. \quad (10)$$

Пример. Цена «до бонусной эмиссии» составляла 150 ед. за акцию. По условиям бонусной эмиссии акционер получает одну акцию на каждые 4 акции, имеющиеся у него (то есть 4:1).

Таким образом, цена «после бонусной эмиссии» равна:

$$150 \times 4 / 5 = 120 \text{ (ед.)}.$$

Теперь у акционера 5 акций, рыночная цена которых 120 ед. за акцию, что составляет 600 ед. его первоначального капитала.

Как мы видим, теоретически не происходит изменения стоимости пакета акций после проведения бонусной эмиссии. Тем не менее, поскольку на прежние денежные средства можно получить большее количество акций, этот положительный психологический момент может повлиять на повышение цены акций.

Тема 9. Инвестирование в ценные бумаги. Инвестиционные фонды

Цель — ознакомиться с понятием инвестирования в ценные бумаги, структурой проспекта эмиссии, изучить этапы процедуры эмиссии.

Учебные вопросы

1. Понятие инвестирования.
2. Методы управления портфелем ценных бумаг.
3. Способы инвестирования.

Изучив данную тему, студент должен

✓ *знать*:

- понятие портфеля ценных бумаг;
- отличия активного управления от пассивного управления портфелем;
- метод фундаментального анализа и метод технического анализа;

✓ *уметь*:

- формировать агрессивный и консервативный портфель ценных бумаг;
- рассчитывать доходность и риск портфеля;
- ✓ *иметь представление*:
- об управлении портфелем ценных бумаг;
- о деятельности паевых инвестиционных фондов (ПИФов).

В целом рынок ценных бумаг предлагает широкий спектр финансовых инструментов для инвесторов с различными *инвестиционными целями* и склонностью к риску. Хотя в практическом плане поведение инвесторов на рынке ценных бумаг не всегда является рациональным, тем не менее теория управления инвестициями предполагает, что инвесторы вкладывают свои средства в соответствии с одной из следующих инвестиционных целей:

- получение текущего дохода,
- достижение прироста вложенного капитала,
- сочетание первых двух целей.

Получение текущего дохода может восприниматься как самостоятельная инвестиционная цель по созданию (генерации) регулярных потоков денежных доходов в форме процентов или дивидендов от принадлежащих инвестору облигаций и акций для покрытия текущих расходов на потребление.

Достижение прироста вложенного капитала может быть целью инвестора, вкладывающего свободные денежные средства в финансовый актив на более или менее долгосрочный период и рассчитывающего на увеличение указанных средств либо посредством механизма реинвестирования полученных доходов, либо по причине безусловного роста стоимости актива в долгосрочном периоде безотносительно краткосрочных колебаний рыночных цен.

Очевидным для всех инвесторов является тот факт, что пассивное хранение денег приводит к снижению их покупательной способности по мере роста цен на товары и услуги. Поэтому все без исключения инвесторы как минимум преследуют цель защиты капитала от инфляции. Данная цель вряд ли может рассматриваться как самостоятельная, поскольку защита капитала от обесценения является необходимым условием для достижения любой из трех перечисленных выше целей.

Факторами, влияющими на принятие инвестиционных решений, то есть покупку-продажу финансовых инструментов, будут следующие.

1. Степень свободы в использовании суммы денежных средств, предназначенной для инвестирования (оценка вероятности того, что эти средства не потребуются для текущего использования либо для других непредвиденных расходов).

2. Цели инвестирования.

3. Инвестиционные качества финансового инструмента:

- приносит ли данный финансовый актив текущий доход или он более приемлем для целей прироста капитала,
- насколько рискованна инвестиция,
- насколько ликвидна инвестиция, то есть за какое время и с какими материальными потерями можно получить денежный эквивалент данного актива.

4. Период, на который инвестор готов инвестировать средства.

5. Отношение инвестора к риску как вероятности потери части или всей суммы вложенных средств.

6. Налоговый режим инвестиций:

- ставка налогообложения доходов индивидуального инвестора,
- условия налогообложения доходов по операциям с данным видом финансовых активов,
- соответствующие меры валютного контроля в случае с иностранными инвестициями.

Рассмотрим соответствие различных видов финансовых активов описанным выше инвестиционным целям. В общих чертах к инвестициям, которые больше подходят для получения текущего дохода, относятся следующие:

- банковские депозиты;
- инструменты денежного рынка;
- государственные доходные облигации — купонные облигации, выпускаемые государством в рамках системы национальных сбережений для обеспечения инвесторам высокого дохода без прироста капитала;
- купонные облигации крупных корпораций;
- привилегированные акции корпораций;
- акции компаний, проводящих стабильную политику выплаты дивидендов;
- акции фондов дохода — акции инвестиционных фондов, проводящих политику распределения на дивиденды полученной от инвестирования активов фонда прибыли.

В число инвестиций, которые в наибольшей степени подходят для прироста капитала, входят:

- облигации корпораций с нулевым купоном;
- акции новых или реорганизуемых компаний, имеющих высокий потенциал роста;
- акции компаний, стабильно демонстрирующих показатели прибыли на одну акцию выше среднего по отрасли уровня;
- акции фондов роста — акции инвестиционных фондов, проводящих политику реинвестирования прибыли, полученной от вложения активов фонда.

В общих чертах в число инвестиций, которые считаются инвестициями с низким риском, входят:

- государственные ценные бумаги;
- банковские депозиты;
- инструменты денежного рынка;
- облигации корпораций с высоким кредитным рейтингом;
- акции инвестиционных фондов, вкладывающих средства в инструменты денежного рынка.

Высокорисковые инвестиции включают:

- акции венчурных компаний (как правило, не обращающихся на организованных рынках);
- производные инструменты, такие как фьючерсы и опционы.

В конечном итоге, принимая решение о выборе объекта инвестиций, инвестор, предполагая, что вложение капитала может быть неудачным, должен задать себе два вопроса: могу ли я позволить себе потерять все деньги и какова вероятность неудачи?

Поскольку нет никакой гарантии, что инвестор получит ожидаемый доход (доходность), то наиболее важным является отношение инвестора к риску — насколько он психологически и материально готов смириться с недополучением прибыли или прямыми убытками. Источники, виды и способы измерения рисков будут подробно описаны в дальнейшем. Существуют два основных правила рационального инвестирования.

1. Чем выше риск, связанный с инвестированием в данный финансовый актив, тем выше доход, который рассчитывает получить инвестор.

2. Чем больше период, на который инвестируются средства, тем выше доход, который ожидает получить инвестор.

Портфель ценных бумаг может состоять из одной ценной бумаги или их сочетания. Такой портфель может содержать обыкновенные акции, привилегированные акции, краткосрочные бумаги с фиксированным доходом, облигации, необеспеченные обязательства, варранты и даже производные инструменты. Специализация зависит от представлений инвестора о рынке, степени его приемлемости риска и ожидания дохода.

Портфель может состоять из инвестиции в одну компанию или множество компаний. Инвестиции также могут быть в компании одного сектора или широкого круга отраслей. В идеале портфель должен состоять из ценных бумаг широкого спектра отраслей.

Поскольку с каждой ценной бумагой и с каждой отраслью связаны свои риски, совершенно очевидна попытка распределить риск по портфелю, то есть диверсифицировать риски.

Предполагается, что инвестор отрицательно относится к риску. Это означает, что он не будет брать на себя неоправданный риск. Диверсификация портфеля снижает риск, поскольку, как мы убедимся в дальнейшем, общая сумма рисков по каждой ценной бумаге в портфеле не равна риску по портфелю в целом.

В работе, опубликованной Гарри Марковицем в 1952 году, была сформулирована современная теория портфеля, которая утверждает, что максимальный доход от портфеля не должен быть основой для принятия решения, так как максимум дохода означает и максимум риска. Для сведения риска к минимуму портфель нужно диверсифицировать. Уменьшение риска, однако, означает и снижение доходности. Таким образом, при снижении риска доходы от портфеля должны быть оптимизированы. Фактически нужен такой портфель, в котором соотношение риска и дохода было бы оптимальным (приемлемым) для инвестора.

В то время когда была выдвинута эта теория, основные усилия управляющих фондами были направлены на отбор ценных бумаг. Это означало, что доходность портфеля базировалась на лучшей ценной бумаге, которую управляющий мог выбрать для повышения дохода от портфеля. Риск как фактор определения надежности портфеля не играл особой роли в процессе принятия решений.

Для того чтобы сделать колебание доходов по портфелю несущественным, недостаточно вложить средства в большое количество ценных бумаг. Однако необходимо избегать инвестиций в ценные бумаги, имеющие тесную связь с изменением рыночных цен друг друга. Диверсификация, по Марковицу, представляет собой сочетание в портфеле ценных бумаг, имеющих наименьшую корреляцию для того, чтобы сократить риск, не уменьшая ожидаемого дохода. Чем меньше корреляция между ценными бумагами, тем меньше

степень риска по портфелю в целом, независимо от риска по отдельным ценным бумагам.

Часто полагают, что диверсификация — это метод снижения риска, при котором не рекомендуется «класть все яйца в одну корзину». С точки зрения портфельных инвестиций это означает, что одно-единственное событие может отрицательно сказаться на всем портфеле. Следовательно, вложение средств в разные ценные бумаги или инвестиции снизит общий риск по портфелю так, что ни одна отдельно взятая инвестиция не окажет на него общего радикального воздействия.

Тема 10. Производные финансовые инструменты

Цель — ознакомиться с производными финансовыми инструментами, способами снижения рисков.

Учебные вопросы

1. Понятие опциона, фьючерсного контракта, форвардного контракта, своп-контракта.
2. Короткая и длинная позиции.
3. Короткое и длинное хеджирование.

Изучив данную тему, студент должен

✓ *знать:*

- сущность производных финансовых инструментов;
- понятие хеджирования;
- виды опционов;
- опционные стратегии;
- короткую и длинную позиции;

✓ *уметь:*

- выбирать метод хеджирования;
- перечислять возможности хеджирования от повышения цены базового актива;
- перечислять возможности хеджирования от понижения цены базового актива;

✓ *иметь представление:*

- о первоначальной марже и вариационной марже;
- о действиях арбитражеров на рынке производных финансовых инструментов.

Производные финансовые инструменты, или деривативы, свое название получили в связи с тем, что, во-первых, само существование производных финансовых инструментов поставлено в зависимость от существования базового актива, а во-вторых, цена деривативов зависит (производна) от цены базового актива.

Производные финансовые инструменты включают:

- фьючерсы — обязательства продать (купить) базовый актив в будущем по цене, оговоренной в настоящем;

- опционы — права продать (купить) базовый актив в будущем по цене, оговоренной в настоящем;
- свопы — обязательства по обмену активами для улучшения их структуры по срокам или снижения рисков;
- форвардные контракты.

Среди множества производных ценных бумаг нас в дальнейшем будут интересовать опционы и фьючерсы, базирующиеся на ценных бумагах и индексах на акции. Хотя в общем случае деривативы могут базироваться также на так называемых биржевых товарах (металлы, топливо и пр.), процентных ставках (процентные свопы), курсах валюты (валютные свопы, валютные форварды). Деривативы могут использоваться в следующих случаях:

- для спекуляции, то есть получения прибыли от сопряженных с повышенной степенью риска операций купли-продажи финансовых активов за счет краткосрочных изменений цен;
- для арбитража, то есть безрискового получения прибыли за счет разницы цен на финансовые активы на различных рынках;
- для хеджирования, то есть операций по страхованию рисков получения убытков от изменения цен на финансовые активы.

Общеизвестным является факт, что операции с деривативами относятся к классу операций с повышенной степенью риска.

Растущее значение фьючерсов и опционов, а также риски связанных с ними операций делают необходимым рассмотрение основных понятий, применяемых в торговле деривативами.

Поскольку большинство производных инструментов являются одновременно срочными контрактами, рынок производных инструментов называют также срочным рынком. Срочный контракт — это соглашение о будущей поставке предмета контракта. В момент его заключения оговариваются все условия (в том числе срок), на которых он будет исполняться. В основе контракта могут лежать различные активы, например, ценные бумаги, банковские депозиты, валюта, собственно товар или фондовые индексы, процентные ставки. Актив (или фондовый индекс, процентная ставка), лежащий в основе срочного контракта, называют базисным (базовым). Поскольку цена срочного контракта зависит от цены базисного актива, фондового индекса, процентной ставки, срочный контракт называют также производным инструментом.

Структурно на срочном рынке выделяют первичный и вторичный, биржевой и внебиржевой сегменты. По виду торгуемых инструментов его можно подразделить на форвардный, фьючерсный, опционный рынки и рынок свопов.

Участниками рынка являются хеджеры, спекулянты и арбитражеры. Хеджер – это лицо, страхующее ценовые риски. Операция по страхованию ценового риска называется хеджированием. Спекулянт – это лицо, рассчитывающее получить прибыль на курсовой разнице производных инструментов, которая может возникнуть во времени. Арбитражер – это лицо, которое получает прибыль за счет одновременной купли-продажи одного и того же актива на разных рынках, если на них возникают разные цены. Арбитражная операция – это операция без риска.

На срочном рынке пользуются следующей терминологией. Если лицо по срочному контракту обязуется купить базисный актив (являясь покупателем контракта), то говорят, что оно открывает длинную позицию. Если лицо обязуется по контракту продать базисный актив (являясь продавцом контракта), то говорят, что оно открывает короткую позицию.

Форвардный контракт – это срочный, соответствующий потребностям контрагентов индивидуальный контракт, который заключается, как правило, вне биржи для осуществления реальной продажи или покупки базисного актива и страхования поставщика или покупателя от возможного неблагоприятного изменения цены.

Пример. Лицо А купило форвардный контракт на поставку одной акции с условием поставки акции через 3 месяца по цене 100 руб. Это означает, что лицо А застраховалось в будущем от роста цены базисного актива (спот-цены), в данном случае акции, потому что по истечении контракта контрагент обязан поставить ему акцию по данной цене.

Таким образом, заключая форвардный контракт, покупатель страхуется от повышения, а продавец – от понижения в будущем спот-цены акции. Контрагенты страхуются от изменения цены в нежелательную для них сторону, однако не могут воспользоваться благоприятной конъюнктурой. Так, если цена акции к моменту истечения контракта упадет до 50 руб., то лицо А все равно обязано уплатить за нее 100 руб.

Несмотря на то что форвардный контракт предполагает обязательность исполнения, контрагенты не застрахованы от его неисполнения в силу, например, банкротства одного из участников сделки. Форвардный контракт может заключаться в спекулятивных целях. В этом случае покупатель рассчитывает на рост в будущем цены базисного актива, а продавец — на ее понижение.

Пример. В приведенной выше ситуации лицо А рассчитывало на рост спот-цены акции через три месяца до 200 руб. Если к данному времени цена акции действительно вырастет до 200 руб., то лицо А, купив акцию за 100 руб. по форвардному контракту, может продать ее на рынке наличного актива (спотовом рынке) за 200 руб. и получить 100 руб. прибыли. Продавец форвардного контракта в этом случае играет на понижение, надеясь, что к моменту его истечения спот-цена акции упадет ниже 100 руб. Тогда он сможет купить акцию на спотовом рынке по более низкой цене, например, за 50 руб., и поставить ее по форвардному контракту за 100 руб., получив 50 руб. прибыли.

При заключении форвардного контракта согласовывается цена сделки, то есть цена исполнения, которая остается неизменной в течение всего времени действия форвардного контракта. Конъюнктура рынка и ожидания участников рынка будут меняться, поэтому в новых контрактах возникнут другие цены исполнения. Таким образом, на рынке на определенную дату в будущем будет существовать своя цена базисного актива, которую называют также форвардной ценой. В самом общем виде форвардная цена — это ожидания участников рынка относительно будущей спот-цены базисного актива на конкретную дату, то есть на дату исполнения форвардного контракта, которые сформировались в момент его заключения.

В основе определения форвардной цены лежит положение о том, что инвестору с точки зрения финансового результата безразлично, приобретать ли базисный актив на рынке сейчас или по форвардному контракту в будущем. Рассмотрим определение форвардной цены для акции, по которой не выплачиваются дивиденды в течение срока действия контракта. Допустим, что ставки по кредитам и депозитам равны и инвестор имеет возможность занимать акцию на время без уплаты процентов.

Пример. В момент заключения форвардного контракта спот-цена акции равна 100 руб., ставка — 30 %, контракт заключается на три месяца. Необходимо определить форвардную цену акции.

Если инвестор покупает акцию по форвардному контракту, то сегодня он может разместить на три месяца под ставку 30 % сумму, равную спот-цене акции. Через три месяца он получит сумму:

$$100 \cdot \left(1 + \frac{0,3}{4}\right) = 107,5 \text{ (руб.)}$$

Таким образом, если форвардная цена будет равна 107,5 руб. за акцию, то с точки зрения финансового результата инвестору будет безразлично, покупать акцию сейчас по цене 100 руб. или через три месяца по заключенному сейчас по цене исполнения форвардному контракту.

Рассмотрим теперь определение форвардной цены акции, по которой выплачиваются дивиденды в течение срока действия форвардного контракта. В этом случае форвардная цена должна быть скорректирована на величину дивиденда, выплачиваемого в течение срока действия форвардного контракта, поскольку инвестор, приобретая контракт, не получает дивиденд по акции, в отличие от приобретения той же акции на спотовом рынке.

Для простоты рассмотрим случай, когда дивиденд выплачивается в день исполнения контракта. В такой ситуации инвестор теряет только дивиденд, поэтому форвардная цена равна:

$$F = S \cdot \left(1 + r \frac{t}{360}\right) - Div, \quad (11)$$

где Div — дивиденд.

Пример. Цена спот-акции 100 руб., рыночная ставка — 30 %, дивиденд — 10 руб. Нужно определить форвардную цену для контракта, который заключается на 60 дней. Дивиденд выплачивается в последний день действия контракта. Тогда форвардная цена акции равна:

$$F = 100 \cdot \left(1 + 0,3 \frac{60}{360}\right) - 10 = 95 \text{ (руб.)}$$

Рассмотрим случай, когда дивиденд выплачивается в определенный момент срока действия контракта. Пусть t — это количество дней до исполнения контракта, r — количество дней с даты выплаты дивиденда до даты исполнения контракта. Тогда покупатель контракта теряет дивиденд и проценты от его инвестирования за период времени t .

Пример. Допустим, что в приведенной выше ситуации дивиденд по акции выплачивается за 20 дней до срока исполнения форвардного контракта. Ставка без риска для 20 дней составляет 25 %. Форвардная цена акции равна:

$$95 - 10 \cdot 0,25 \cdot \frac{20}{360} = 94,86 \text{ (руб.)}$$

Структура цены товарного фьючерса (форвардной цены товара) должна учитывать издержки, связанные с расходами на хранение, страховку и транспортировку товаров.

Пример. Если цена наличного инструмента равна 100 ед., преобладающая ставка 10 % годовых, а расходы на хранение, страховку и транспортировку составляют 6 % годовых, то цена трехмесячного фьючерса равна (табл. 3):

Таблица 3

Расчет стоимости фьючерсного контракта

Стоимость базового актива	100 ед.
Проценты за заемные (помещенные на депозит) сред-ства – 10 % × 3 месяца	2,5 ед.
Расходы на хранение, страховку и т. д. – 6 % × 3 месяца	1,5 ед.
Итого	104,00 ед.

Итак, справедливая цена фьючерса на этот товар (то есть без возможности арбитража) на три месяца составит 104,0 ед. при наличной цене 100 ед.

Для финансового фьючерсного контракта не будет не только затрат на хранение, страховку или транспортировку, но во многих случаях сама инвестиция будет приносить доход (то есть проценты или дивиденды). Следовательно, это должно быть отражено в расчете справедливой фьючерсной (форвардной) цены.

В случае валютного фьючерса (форварда) по обоим инструментам существует возможность получения процентов по наличному денежному активу.

Пример. Если курс рубля по отношению к доллару США составляет 25 к 1, ставка по рублевым вкладам – 30 % годовых, а проценты по долларам – 6 % годовых, то цена трехмесячного фьючерса равна:

$$25 \cdot \frac{1 + 0,3 \cdot 3/12}{1 + 0,06 \cdot 3/12} = 26,48.$$

Итак, поскольку по рублевым средствам в течение 3 месяцев числяется 7,5 %, а по долларovým — только 1,5 % за тот же период, то фьючерсная цена сохранит равновесие при увеличении курса доллара на 1,48 рубля.

Различие между фьючерсными и форвардными контрактами заключается в следующем. Фьючерсный контракт, аналогично обрабатываемым на бирже опционам, является стандартизированным продуктом с различными сроками исполнения и базовыми активами.

Форвардные контракты обращаются на внебиржевом рынке, они не стандартизированы, и их условия могут свободно устанавливаться в процессе переговоров.

Особенностью биржевой фьючерсной торговли является то, что, заключая сделку, покупатель фьючерса не должен платить полную цену контракта. Условия биржевой торговли фьючерсами предполагают депонирование некоторой суммы, составляющей определенный процент от стоимости фьючерсного контракта. Этот депозит называется маржей, он предназначен для обеспечения гарантии покрытия убытков в случае, если они возникнут. При внебиржевой торговле форвардными контрактами внесение денежной суммы на депозит не требуется.

Поскольку фьючерсный контракт — это обязательство, предполагающее поставку или принятие поставки базового актива на дату окончания (или ранее) срока действия фьючерсного контракта, то существует зависимость между ценой фьючерса и ценой наличного инструмента. Она заключается в том, что независимо от реального соотношения этих цен в момент заключения фьючерсной сделки к моменту окончания срока действия фьючерсного контракта его цена должна совпасть с ценой базового актива.

Исполнение фьючерсного контракта гарантируется биржей (расчетной палатой). После заключения контракта он регистрируется в расчетной палате, и с этого момента стороной сделки как для продавца, так и для покупателя становится расчетная палата. Фьючерсные контракты высоколиквидны. Это значит, что легко как открыть, так и закрыть позицию по фьючерсному контракту. Помимо исполнения контракта, позиция по фьючерсному контракту закрывается противоположной сделкой (то есть покупкой-продажей аналогичного контракта), называемой офсетной.

Если участник контракта желает осуществить поставку по фьючерсному контракту, то он не ликвидирует свою позицию до дня поставки и в установленном порядке информирует расчетную палату о готовности выполнить свои контрактные обязательства. В этом случае расчетная палата выбирает лицо с противоположной позицией (покупателя), которая не была закрыта путем заключения офсетной сделки, и сообщает ему о необходимости принять базисный актив. Возможен вариант, когда в день поставки продавцы без предупреждения поставляют базовый актив на биржу (или в уполномоченный депозитарий), а покупатели осуществляют перевод денежных средств. Условия некоторых контрактов могут предусматривать не поставку базисного актива, а взаиморасчеты между участниками в денежной форме. В этом случае взаиморасчеты осуществляются относительно спот-цены базисного актива к моменту истечения контракта.

При открытии позиции по контракту его участник должен внести гарантийный взнос (залог), который называется начальной маржей (initial margin). Величина маржи составляет обычно от 2 % до 10 % стоимости контракта, что соответствует возможному дневному изменению фьючерсной цены. Маржа вносится на клиентский счет, который открывается в расчетной палате каждому участнику торгов. Размер маржи устанавливается расчетной палатой. При изменении конъюнктуры рынка расчетная палата может изменить размер гарантийного вноса. Брокер может потребовать от своего клиента внести маржу в большей сумме. Расчетная палата устанавливает минимальную сумму средств, которая должна находиться на счете клиента, она может равняться или быть ниже начальной маржи. Если в результате получения убытков по фьючерсному контракту на клиентском счете окажется меньшая сумма, клиент обязан восстановить ее величину до уровня начальной маржи, в противном случае брокер закроет его позицию. Условия контрактов могут допускать внесение начальной маржи как деньгами, так и ценными бумагами.

По результатам торгов расчетная палата ежедневно определяет финансовые результаты (прибыли и убытки) участников, называемые вариационной маржей. Расчетная палата списывает деньги со счета стороны, получившей отрицательный результат (имеющей отрицательную вариационную маржу), и зачисляет их на счет сторо-

ны, получившей положительный результат (имеющей положительную вариационную маржу).

Пример. Если лицо открывает длинную позицию, например, по фьючерсной цене 100 руб. и в тот же день закрывает ее по более высокой цене 120 руб., то разница 20 руб. составит его прибыль. Если же он закроет позицию по более низкой цене — 80 руб., то разница составит его убыток.

Продавец контракта выиграет, если закроет позицию по более низкой цене относительно первоначальной, и проиграет, если закроет ее по более высокой. Таким образом, покупатель контракта выигрывает от дальнейшего роста фьючерсной цены, а продавец контракта выигрывает от ее падения.

Участник контракта может держать свою позицию открытой в течение, например, нескольких дней. В таком случае расчетная палата определяет по итогам каждой торговой сессии его убытки или прибыли на основе так называемой расчетной цены, которая определяется по итогам торговой сессии как средняя величина на основе сделок, заключенных в ходе этой сессии. Поставка по фьючерсному контракту осуществляется по единой цене — расчетной цене последнего торгового дня. Каждая биржа сама определяет методику определения расчетной цены.

Чтобы не допустить чрезмерной спекуляции фьючерсными контрактами и усилить систему гарантий их исполнения, биржа устанавливает по каждому виду контракта лимит отклонения фьючерсной цены текущего дня от расчетной цены предыдущего дня. Если подаются заявки по более высоким или низким ценам, то они не будут исполняться.

Фьючерсная цена — это цена, которая фиксируется при заключении фьючерсного контракта. При заключении фьючерсного контракта его цена может быть выше спот-цены базисного актива, такая ситуация именуется контанго (contango), или ниже спот-цены базисного актива, такая ситуация именуется бэквардейшн (backwardation). К моменту исполнения фьючерсного контракта фьючерсная цена становится равной цене спот. Такая закономерность возникает в результате действий арбитражеров.

Если фьючерсная цена окажется выше спот-цены, то арбитражеры начнут продавать фьючерсные контракты и одновременно

покупать базисный актив. Разность между фьючерсной ценой и ценой спот базисного актива составит их прибыль. Приобретенный на спотовом рынке базисный актив они поставят во исполнение фьючерсного контракта. При возникновении такой ситуации арбитражеры начнут активно продавать фьючерсные контракты, что понизит фьючерсную цену. Одновременно они станут покупать базисный актив на спотовом рынке, что вызовет рост спот-цены. В результате их действий фьючерсная цена и спот-цена окажутся одинаковыми или почти одинаковыми. Некоторая разница может возникнуть в силу комиссионных расходов, которые несут арбитражеры при совершении операций.

Если фьючерсная цена к моменту истечения срока контракта окажется ниже цены спот, то арбитражеры начнут покупать фьючерсные контракты и одновременно продавать базисный актив. Получив базисный актив по фьючерсному контракту, они поставят его во исполнение спот-сделки. Их прибыль составит разницу между спот-ценой и фьючерсной ценой. В результате активных действий арбитражеров цена спот и фьючерсная цена сойдутся.

Формула расчета форвардной цены для акций, по которым не выплачиваются дивиденды, используется также для расчета фьючерсной цены. В то же время необходимо учитывать особенности фьючерсного рынка, в частности тот факт, что позиции участников фьючерсной торговли переоцениваются расчетной палатой ежедневно. В результате арбитражер может потерять всю теоретически рассчитанную прибыль за счет отрицательной вариационной маржи, если динамика фьючерсной цены будет не в его пользу. Но если арбитражер сможет выплачивать отрицательную вариационную маржу, то результат будет такой же, как по форварду (без учета стоимости денег, то есть процентных начислений на вариационную маржу).

Таким образом, арбитраж на фьючерсном рынке не является чистым, а содержит в себе некоторую долю риска (отсутствие средств на выплату вариационной маржи и принудительное закрытие позиции по контракту). Чем больше времени до истечения контракта, тем рискованнее арбитраж, так как для контрактов с большим сроком исполнения характерна более значительная амплитуда колебаний фьючерсной цены, чем для контрактов с меньшим сроком.

Разница между спот-ценой базисного актива и фьючерсной ценой называется **базисом**. Как было показано выше, на дату исполнения контракта базис будет равен нулю. Для финансовых фьючерсных контрактов базис определяется как разность между фьючерсной ценой и спот-ценой. Такой порядок расчета принят для того, чтобы сделать базис величиной положительной.

Стандартные позиции фьючерсов:

- вид ценной бумаги;
- фиксированная цена продажи;
- количество ценных бумаг;
- сумма сделки;
- дата исполнения контракта;
- условия расчёта.

Опцион — это срочный биржевой контракт, право покупателя опциона купить или продать базовый актив по фиксированной цене.

Право существует только у покупателя опциона, у продавца опциона — обязательство.

Премия — это цена опциона.

Цена исполнения — это фиксированная цена сделки по опциону.

Опцион нужен для страхования от изменения в будущем цены базового актива.

Базовым активом опциона могут быть акции, облигации, валюта, товар, фьючерс на индекс.

Индекс — это показатель состояния экономики в стране. Если индекс растёт, значит, акции, входящие в состав индекса, растут и, соответственно, экономика страны развивается.

Анализируя значения индекса, инвесторы могут мгновенно определить состояние экономики в той или иной стране.

Существует два вида опционных контрактов:

- 1) на покупку (*call*);
- 2) на продажу (*put*).

Существует четыре опционные стратегии.

1. Покупка опциона на покупку (*call*) — график стратегии изображен на рис. 7:

- максимальный убыток — премия;
- прибыль не ограничена;
- страховка от повышения цены.

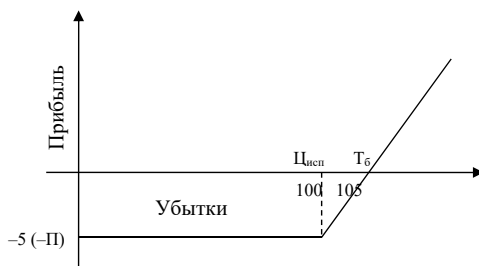


Рис. 7. График покупки опциона на покупку (*call*):
 Π – премия, $C_{исп}$ – цена исполнения, T_b – точка безубыточности

Расчет результата сделки для покупателя опциона *call* представлен в табл. 4.

Таблица 4

Расчет результата сделки для покупателя опциона *call*

Цена рыночная (ось X)	Результат (ось Y)
70	-5
80	-5
90	-5
100	-5
103	-2
105	0
110	5
120	15
130	25

2. Продажа опциона на покупку (*call*) – график стратегии изображен на рис. 8:

- максимальный убыток не ограничен;
- прибыль ограничена премией;
- инвестор надеется, что цена не повысится.

Расчет результата сделки для продавца опциона *call* представлен в табл. 5.

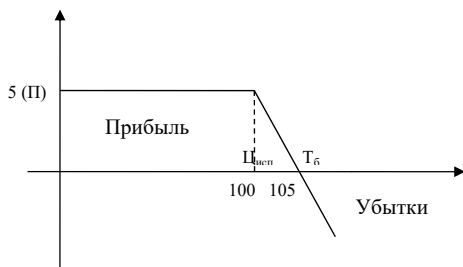


Рис. 8. График продажи опциона на покупку (*call*)

Таблица 5

Расчет результата сделки для продавца опциона call

Цена рыночная (ось X)	Результат (ось Y)
70	5
80	5
90	5
100	5
103	2
105-	0
110	-5
120	-15
130	-25

3. Покупка опциона на продажу (*put*) — график стратегии изображен на рис. 9:

- максимальный убыток — премия;
- прибыль ограничена нулём;
- страховка от понижения цены.

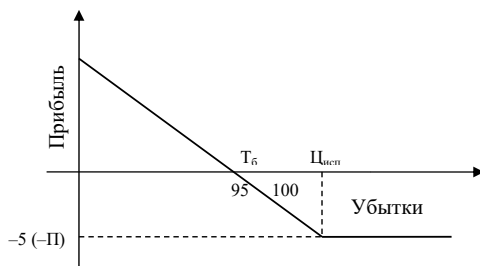


Рис. 9. График покупки опциона на продажу (*put*)

Расчет результата сделки для покупателя опциона put представлен в табл. 6.

Таблица 6

Расчет результата сделки для покупателя опциона put

Цена рыночная (ось X)	Результат (ось Y)
70	25
80	15
90	5
95	0
98	-3
100	-5
110	-5
120	-5
130	-5

4. Продажа опциона на продажу (put) – график стратегии изображен на рис. 10:

- убыток ограничен нулём;
- прибыль ограничена премией;
- инвестор надеется, что цена не понизится.

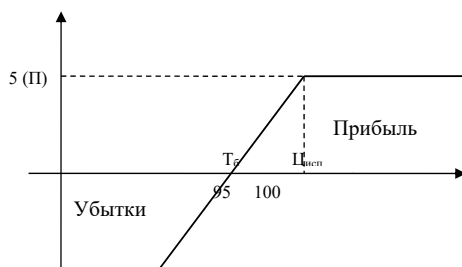


Рис. 10. График продажи опциона на продажу (put)

Расчет результата сделки для продавца опциона put представлен в табл. 7.

Таблица 7

Расчет результата сделки для продавца опциона put

Цена рыночная (ось X)	Результат (ось Y)
70	-25
80	-15
90	-5
95	0
98	3
100	5
110	5
120	5
130	5

ПРИМЕРЫ РЕШЕНИЯ ТИПОВЫХ ЗАДАЧ

Тема «Акция»

Задача 1. Уставный капитал в размере 1 000 000 рублей разделён на 900 штук обыкновенных и 100 штук привилегированных акций одного номинала. Фиксированный дивиденд по привилегированным акциям равен 20 %. Чистая прибыль по итогам прошлого года составила 200 000 рублей.

Определить: на какой дивиденд могут рассчитывать владельцы первой обыкновенной акции.

Решение

1. Номинал = $\frac{\text{Уставный капитал}}{\text{Количество выпущенных акций}} = \frac{1\,000\,000 \text{ руб.}}{(900 \text{ шт.} + 100 \text{ шт.})} = 1000 \text{ рублей.}$
2. $1000 \times 20 \% = 200 \text{ рублей}$ – дивиденд по одной привилегированной акции.
3. $200 \times 100 = 20\,000 \text{ рублей}$ – дивиденды по всем «префам».
4. $200\,000 - 20\,000 = 180\,000 \text{ рублей}$ – дивиденды по всем обыкновенным акциям.
5. $(180\,000)/900 = 200 \text{ рублей}$ – дивиденд, приходящийся на одну обыкновенную акцию.

Задача 2. АО выпустило 200 000 штук обыкновенных акций с номиналом 200 рублей, 1000 штук привилегированных акций с номиналом 1000 рублей. Фиксированная ставка дивиденда – 15 %. Прибыль АО после налогообложения – 1 000 000 рублей, из которых 30 % по решению общего собрания акционеров было направлено на развитие производства.

Рассчитать ставку дивиденда, приходящегося на одну обыкновенную акцию.

Решение

1. $1\,000\,000 - (1\,000\,000 \times 30 \%) = 700\,000 \text{ рублей}$ – прибыль на выплаты дивидендов.
2. Дивиденд = $1000 \times 15 \% = 150 \text{ рублей}$ – дивиденд на одну привилегированную акцию.
3. $150 \times 1000 = 150\,000 \text{ рублей}$ – дивиденд на все привилегированные акции.
4. $(700\,000 - 150\,000)/200\,000 = 2,75 \text{ рубля}$ – дивиденд на одну обыкновенную акцию.

Тема «Облигация»

Задача. Инвестор в начале года располагал 5 млн руб. и решил 2 млн руб. направить на приобретение акций, а 3 млн руб. — на покупку облигаций. В конце года стоимость приобретенных акций составила 2,3 млн руб., а облигаций — 2,6 млн руб. По акциям получен суммарный дивиденд, равный 200 тыс. руб., а процентные выплаты по облигациям составили 300 тыс. руб. (без реинвестирования).

Определить:

- Какова доходность портфеля акций?
- Какова доходность портфеля облигаций?
- Какова доходность суммарного портфеля?

Решение

1. Дисконтный доход акций = 2,3 млн руб. – 2 млн руб. = 300 000 рублей.
2. Дисконтный доход облигаций = 2,6 млн руб. – 3 млн руб. = –400 000 руб.
3. Доходность акций = $(200\ 000 + 300\ 000) / 2\ 000\ 000 \times 100\ \% = 25\ \%$.
4. Доходность облигаций = $(300\ 000 - 400\ 000) / 3\ 000\ 000 \times 100\ \% = -3,3\ \%$.

Тема «Вексель»

Задача. Вексель номиналом 100 000 рублей со сроком погашения 1.04 учтён банком 6.03. Определить дисконтируемую величину, если учетный процент банка — 10 %.

Найдем дисконт по векселю:

$$D = 100\ 000 \times 27 \times 10 / 100 \times 360 = 750 \text{ рублей.}$$

Посчитаем дисконтируемую величину как разницу между номинальной стоимостью и дисконтом:

$$D_{в} = 100\ 000 - 750 = 99\ 250 \text{ рублей.}$$

Тема «Производные финансовые инструменты»

Задача 1. Спекулянт продал 20 тыс. баррелей нефти по мартовскому фьючерсному контракту по 104,5 долл./бар. Депозит составляет 2000 долл. за контракт, единица контракта — 1000 баррелей. Какова будет сумма его счета, если он закроет сделку при цене 104,35 долл.?

1. $20\ 000 / 1000 = 20$ контрактов.
2. $2000 \times 20 = 40\ 000$ долл.
3. $(104,5 - 104,35) \times 20\ 000 = 3000$ долл. — доход спекулянта.

Спекулянт получит доход, так как он был в короткой позиции и стоимость фьючерсного контракта снизилась.

Задача 2. Инвестор приобрел трехмесячный опцион на покупку 100 акций компании А. Цена исполнения опциона – 150 долл. за 1 акцию. Премия составляет 7 долл. за акцию.

1. Если спустя 3 месяца курс акций компании А вырастет до 170 долл., определить:

- а) Какие действия предпримет держатель опциона?
- б) Чему будет равен финансовый результат сделки для держателя опциона?
- в) Какова доходность вложений инвестора?

2. Произвести аналогичные расчеты при условии, что через 3 месяца курс акции снизится до 140 долл.

– Держатель опциона исполнит опцион:

$2000 - 700 = 1300$ – финансовый результат.

$$\frac{(170 - 150) \cdot 100}{700 + 1500} = \frac{2000}{2300} \cdot 100 \% = 86,956 \%$$

– Опцион не будет использован:

700 долл. – цена опциона.

ЗАДАЧИ ДЛЯ САМОСТОЯТЕЛЬНОГО РЕШЕНИЯ

Тема «Акции»

Задача 1. Акционерное общество Х имеет оплаченный уставный капитал в размере 200 млн рублей, который состоит из обыкновенных и привилегированных акций, причем обществом было выпущено максимально возможное количество привилегированных акций и 50 000 штук обыкновенных акций. Фиксированная ставка дивиденда по привилегированным акциям составляет 10 %. По итогам финансового года чистая прибыль общества составила 80 млн руб., из которых на развитие производства было направлено 40 %. Рыночная процентная ставка составляет 25 %.

Рассчитайте, как изменится курсовая стоимость обыкновенных акций акционерного общества Х, если:

- а) рыночная процентная ставка поднимется на 3 %;
- б) рыночная процентная ставка снизится до 10 %.

В соответствии с условиями, приведенными в предыдущей задаче, найдите ответ на следующий вопрос.

Инвестор – юридическое лицо – приобрел пакет из 100 привилегированных акций акционерного общества Х по номиналу 1 руб. за акцию, через 3 месяца получил по ним дивиденды, а еще через три месяца продал их по рыночной цене (рыночная ставка в момент продажи составила 28 %).

Каков конечный результат данной инвестиционной операции в годовых процентах?

Задача 2. Уставный капитал акционерного общества ABC составляет 50 000 руб. и весь состоит из обыкновенных акций. Чистая прибыль, направленная на распределение среди акционеров в виде дивидендов, составила 30 000 руб. Рыночная ставка равна 15 %.

Как изменится рыночная стоимость компании ABC, если рыночная ставка возрастет до 25 %?

В соответствии с условиями, приведенными в задаче, найдите ответ на следующий вопрос.

Акционерное общество ABC принимает решение увеличить уставный капитал до 100 000 руб. за счет выпуска 5 000 штук обыкновенных акций.

Какова максимально возможная эмиссионная цена эмитируемых акций, если рыночная ставка в момент размещения равна 25 %?

Задача 3. Акционерное общество УУУ выпустило 200 000 обыкновенных акций с номиналом 200 руб., 1000 штук привилегированных акций с номиналом 1000 руб. Фиксированная ставка дивиденда по привилегированным акциям составляет 15 %. Прибыль акционерного общества после налогообложения составила 1 000 000 рублей, из которых по решению общего собрания акционеров 30 % было направлено на развитие производства.

Рассчитайте массу и ставку дивиденда, приходящегося на одну обыкновенную акцию.

Задача 4. Акция имеет номинальную стоимость 500 рублей. Ее рыночная стоимость равна 480 рублям. За первые полгода по акции было выплачено в виде дивидендов 24 рубля. За вторые полгода планируют дивиденды в сумме 28 рублей. Рассчитайте дивидендную доходность акции за год.

Задача 5. Акционерное общество выпустило 1 250 000 шт. акций. Прибыль общества после уплаты всех налогов и расходов составляет 5 625 000 руб. Собрание акционеров приняло решение выплатить дивиденды из расчета 1 рубль за акцию. Определите нераспределенную прибыль на акцию.

Задача 6. Обыкновенная именная акция имеет рыночную стоимость 225 руб. Доход на акцию по итогам года составил 14 руб. Определите для акции коэффициент P/E.

Задача 7. Акционерное общество выпустило 1 200 000 шт. акций. Прибыль общества после уплаты всех налогов и расходов составляет 3 000 000 руб. Собрание акционеров приняло решение выплатить дивиденды из расчета 1 рубль за акцию. Определите доход на акцию (EPS).

Задача 8. Валовая прибыль компании составила 1,5 млн рублей. Уставный капитал компании состоит из 10 000 обыкновенных акций и 2000 привилегированных акций номиналом 1000 руб. Дивидендная ставка по привилегированным акциям – 20 %. Рассчитайте величину дохода на одну акцию.

Тема «Облигации»

Задача 1. Облигация сроком 1 год погашается по номиналу, выплачивается ежегодный купонный доход 8 % номинала. Рыночная цена облигации – 98,18 номинала. Найти внутреннюю ставку доходности.

Задача 2. Облигация, приобретенная за 1000 рублей, приносит купонный доход 8 % ежегодно. Первая купонная выплата производится сразу после приобретения. Срок до погашения – 3 года. Найти текущую стоимость на момент приобретения облигации.

Задача 3. Необходимо принять решение о том, имеет ли смысл покупать облигацию номиналом 10 000 рублей по цене 9500 рублей с выплатой ежегодного купонного восьмипроцентного дохода и сроком погашения через 3 года, если ставка в банке по вкладу сроком на три года составляет 10 % годовых.

Задача 4. Рассчитайте рыночную стоимость облигации номиналом 18 000 рублей с выплатой ежегодного купонного двенадцати-процентного дохода и сроком погашения через 3 года, если ставка по вкладу в банке составляет 14 % годовых.

Задача 5. Облигация номинальной стоимостью 1000 рублей приобретается в январе 1997 г. с дисконтом 10 %. Ставка годового купонного дохода по облигации равна 20 %. Рассчитайте ориентировочную курсовую стоимость облигации в январе 2000 года, если в момент приобретения облигации до ее погашения оставалось 5 лет. Доходность по альтернативному вложению в январе 2000 года принять равной 10 % годовых.

Задача 6. Рассчитайте доходность к погашению облигаций ОАО «Газпром» номинальной стоимостью 1000 рублей при цене размещения 83 % от номинала, если купонный доход составляет 5 % годовых, купонный период – 6 месяцев, срок обращения составляет 2 года, при предположении, что весь купонный доход выплачивается в момент погашения вместе с номинальной стоимостью.

Задача 7. Номинальная стоимость облигаций НК «ЛУКОЙЛ» составляет 1000 рублей, купонная ставка по облигации равна 6 % годовых, купонный доход выплачивается раз в полгода, срок обращения 4 года. Рассчитайте доходность к погашению при предположении, что процентные доходы не реинвестируются, а цена размещения облигации составила 82 % от номинала.

Задача 8. Рассчитайте доходность портфеля, состоящего:

- из 180 акций рыночной стоимостью 50 руб. и доходностью 18 %;
- 250 облигаций рыночной стоимостью 100 руб. и доходностью к погашению 11 %;
- 100 облигаций рыночной стоимостью 300 рублей и доходностью к погашению 14 %.

Задача 9. Номинальная стоимость облигаций НК «ЛУКОЙЛ» составляет 1000 рублей, купонная ставка по облигации равна 6 % годовых, купонный доход выплачивается раз в полгода, срок обращения 4 года. Рассчитайте цену облигации в процентах от номинала, если доходность к погашению (ставка дисконтирования) равна 11,78 %.

Задача 10. Облигация приобретена 19 июля 2002 г. в момент первичного размещения по цене 83 % от номинала, составляющего 1000 руб. Купонная ставка по облигации равна 5 % годовых, купонный период 6 месяцев. Дата выплаты первого купонного дохода — 1 августа 2002 г. Рассчитайте сумму первого купонного дохода по облигации. Количество дней в году считать равным 365.

Задача 11. Рассчитайте доходность к погашению (в годовых процентах) по купонной облигации, купленной по цене 78 % от номинала, сроком обращения 9 месяцев, с учетом налогообложения, если ставка налога составляет 24 %.

Задача 12. Рассчитайте дюрацию облигации с фиксированным купоном, равным 12 % от номинала, сроком обращения 4 года, выплатой доходов по купонам раз в году, если курсовая стоимость составляет 90 % от номинала, а ставка дисконтирования (доходность к погашению) равна 15 %.

Задача 13. Облигация номинальной стоимостью 1000 руб. приобретается в январе 1997 г. с дисконтом 10 %. Ставка годового купонного дохода по облигации равна 20 %. Рассчитайте ориентировочную курсовую стоимость облигации в январе 2000 г., если в момент приобретения облигации до ее погашения оставалось 5 лет. Доходность по альтернативному вложению в январе 2000 г. принять равной 10 % годовых.

Задача 14. Инвестор приобретает бескупонную облигацию с дисконтом 200 руб. и сроком погашения один год. Одновременно инвестор приобретает за свой счет страховку, гарантирующую ему получение суммы, равной номинальной стоимости облигации в случае, если эмитент не сможет выполнить свои обязательства по ее погашению. Причем если эмитент погашает облигацию, страховая компания возвращает инвестору 50 % от суммы страхового взноса.

Рассчитайте размер страхового взноса, который обеспечил бы инвестору в случае выполнения эмитентом своих обязательств доходность, превышающую в 3 раза доходность в случае, когда эмитент отказывается погасить облигацию.

Тема «Эмиссия ценных бумаг»

Задача. Эмитент предложил купить андеррайтеру выпуск обыкновенных акций. Номинальная стоимость акции 100 рублей, их количество – 100 000 штук. Цена выкупа у эмитента – 101 рубль за акцию, цена предложения публике – 103 рубля за акцию. Определите доходность операций андеррайтера с данными ценными бумагами, если считать, что бумаги размещены на 1 месяц, а денежные средства андеррайтер получает в конце периода размещения. Найдите эмиссионный доход эмитента.

Тема «Инвестирование в ценные бумаги. Инвестиционные фонды»

Задача 1. Стоимость чистых активов открытого паевого инвестиционного фонда составляет 25 млн рублей, число паев – 5000 штук, надбавка при размещении паев составляет 1,5 % от стоимости пая, скидка при выкупе паев – 3 % от стоимости пая. Рассчитайте цену размещения и выкупа пая.

Задача 2. Если акция инвестиционного фонда закрытого типа продается со скидкой 2 %, то какова будет рыночная цена акции при стоимости чистых активов, приходящихся на одну акцию, 1500 рублей?

Задача 3. Рассчитайте цену выкупа пая в паевом инвестиционном фонде открытого типа, если стоимость активов составляет 20 млн рублей, стоимость пассивов – 5 млн рублей, количество паев – 5000 штук, а скидка – 3 %.

Задача 4. Паи паевого инвестиционного фонда размещаются по цене 203 рубля, включающей надбавку 1,5 %. Какую величину составляют активы фонда, если обязательства (пассивы) составляют 13 млн рублей, а количество паев – 100 000 штук?

ТЕСТЫ

Тема 1

1. Ценные бумаги являются имуществом

- а) движимым
- б) недвижимым

2. В России ценными бумагами являются

- а) векселя
- б) страховые полисы
- в) долговые расписки
- г) депозитные сертификаты

3. Эмиссионная ценная бумага

- а) выпускается только в документарной форме
- б) размещается выпусками
- в) имеет равный объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска независимо от времени приобретения ценной бумаги
- г) выпускается как в документарной, так и в бездокументарной форме
- д) закрепляет совокупность имущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному выполнению с соблюдением установленных законом формы и порядка

4. Эмиссионными ценными бумагами являются

- а) акции
- б) варранты
- в) коносаменты
- г) опционы
- д) сберегательные сертификаты

5. Какой является ценная бумага, составляемая на имя первого держателя с оговоркой «приказу»?

- а) именной
- б) ордерной

6. Ордерными ценными бумагами являются

- а) депозитные сертификаты
- б) переводные векселя
- в) простые векселя

- г) облигации
- д) чеки

7. Вложение средств в суррогаты ценных бумаг по сравнению с вложениями в ценные бумаги риск инвестора

- а) снижает
- б) повышает
- в) не изменяет

8. Ликвидность ценной бумаги тем выше, чем риск по ней

- а) ниже
- б) выше

9. Рискованность ценной бумаги тем выше, чем доходность по ней

- а) ниже
- б) выше

10. К чему приводит снижение рисков, которые несет на себе ценная бумага?

- а) к росту ее ликвидности и доходности
- б) падению ее ликвидности и доходности
- в) росту ее ликвидности и падению доходности
- г) падению ее ликвидности и росту доходности

11. Способность фондового рынка в короткое время поглощать значительное количество ценных бумаг при незначительных колебаниях курсовой стоимости называется...

12. Произведение курсовой стоимости акций акционерного общества на количество обращающихся акций этого акционерного общества показывает его

- а) рыночную стоимость
- б) собственный капитал
- в) уставный капитал

13. Капитализация рынка ценных бумаг – это ... компаний, акции которых обращаются на фондовой бирже.

- а) рыночная стоимость
- б) средняя величина капиталов
- в) совокупность компаний

Тема 2

1. Номинальная стоимость акций, приобретенных акционером, составляет ... акционерного общества.

- а) собственный капитал
- б) уставный капитал
- в) рыночную стоимость

2. Акции ... конкретный срок погашения.

- а) имеют
- б) не имеют

3. Какую ответственность несет акционер за деятельность акционерного общества?

- а) ограниченную
- б) неограниченную
- в) субсидиарную
- г) солидарную

4. По российскому законодательству акции могут выпускаться как ценные бумаги

- а) на предъявителя
- б) именные
- в) ордерные

5. В России выпуск акций на предъявителя

- а) разрешен без каких-либо ограничений
- б) разрешен в определенном отношении к величине оплаченного уставного капитала в соответствии с нормативом, установленным Службой Банка России по финансовым рынкам
- в) разрешен только для привилегированных акций, не дающих права голоса на общем собрании акционеров
- г) запрещен

6. Какое акционерное общество может размещать свои акции по открытой подписке?

- а) открытое
- б) закрытое

7. Номинал акций акционерного общества должен быть одинаковым для акций

- а) привилегированных
- б) обыкновенных
- в) обыкновенных и привилегированных

8. Какие акции различного номинала может размещать акционерное общество?

- а) только привилегированные
- б) только простые
- в) простые и привилегированные
- г) не может

9. Выпуск безноминальных акций в России

- а) разрешен
- б) не разрешен

10. Вернуть вклад акционера в уставный капитал акционерного общества акция

- а) дает право
- б) не дает права

11. Привилегированные акции право голоса

- а) дают
- б) дают, если только это предусмотрено уставом акционерного общества
- в) не дают
- г) дают, если решаются вопросы о реорганизации и ликвидации акционерного общества

12. Выпуск голосующих привилегированных акций в современном российском законодательстве

- а) разрешен
- б) не разрешен

13. Акционеры — владельцы привилегированных акций участвуют в общем собрании акционеров с правом голоса при решении вопросов

- а) о реорганизации акционерного общества
- б) ликвидации акционерного общества

- в) выплате дивидендов по привилегированным акциям
- г) выборе руководящих органов акционерного общества
- д) открытии филиалов и представительства

14. Находящиеся на балансе собственные акции акционерного общества право голоса

- а) предоставляют
- б) не предоставляют

15. Дивиденд по привилегированным акциям по сравнению с дивидендом по простым акциям в среднем

- а) выше
- б) ниже

16. Дивиденды на собственные акции акционерного общества, находящиеся на его балансе

- а) начисляются
- б) не начисляются

17. Ликвидационная стоимость обыкновенных акций определяется

- а) в уставе акционерного общества
- б) в решении о выпуске акций
- в) в момент ликвидации акционерного общества

18. По российскому законодательству акционерное общество может выпускать привилегированные акции в размере 25 % от уставного капитала

- а) объявленного
- б) оплаченного

19. Привилегированные акции, предоставляющие разные права их владельцам, акционерное общество размещать

- а) может
- б) не может

20. Кумулятивные акции – это

- а) простые акции, дающие право на кумулятивную систему голосования на общем собрании акционеров
- б) привилегированные акции, по которым невыплаченный дивиденд накапливается и выплачивается в дальнейшем полностью

в) простые и привилегированные акции, обеспечивающие выбор его представителя в совет директоров акционерного общества

21. Балансовая цена акции — это цена

- а) по которой акции продаются на первичном рынке
- б) по которой реализуется имущество акционерного общества в фактических ценах, приходящихся на одну акцию
- в) которая определяется на основе документов бухгалтерской отчетности и представляет собой величину активов акционерного общества, приходящуюся на одну акцию

22. Выражениями-синонимами являются

- а) курсовая стоимость
- б) эмиссионная цена акции
- в) рыночная стоимость акции
- г) балансовая цена акции
- д) номинальная стоимость акции

23. В случае повышения рыночной ставки процента (при прочих равных условиях) курсовая стоимость акции

- а) повышается
- б) понижается
- в) не изменяется, так как рыночная процентная ставка не оказывает влияния на курс акций

24. Номинальная стоимость размещенных привилегированных акций не должна превышать от уставного капитала акционерного общества

- а) 25 %
- б) 50 %

Тема 3

1. Облигация является

- а) титулом собственности инвестора на часть имущества эмитента
- б) долговым обязательством эмитента перед инвестором
- в) долговым обязательством инвестора перед эмитентом

2. Право на участие в управлении эмитентом облигации

- а) дают
- б) не дают

- в) дают, если это записано в уставе
- г) дают, если это предусмотрено условиями эмиссии

3. При ликвидации акционерного общества старшинством в удовлетворении обязательств обладают

- а) акции перед облигациями
- б) облигации перед акциями

4. Начисление процентов по облигациям осуществляется

- а) после начисления дивидендов по привилегированным акциям
- б) после начисления дивидендов по простым акциям
- в) до начисления дивидендов по привилегированным акциям
- г) до начисления дивидендов по простым акциям

5. При прочих равных условиях инвестиции в облигации, по сравнению с инвестициями в акции, обеспечивают доходность

- а) примерно такую же
- б) большую
- в) меньшую

6. В РФ выпускать облигации могут

- а) только физические лица
- б) только юридические лица
- в) физические и юридические лица

7. Облигация может быть ценной бумагой

- а) только эмиссионной
- б) только неэмиссионной
- в) как эмиссионной, так и неэмиссионной

8. Эмитировать облигации, являющиеся эмиссионными ценными бумагами, могут

- а) только физические лица
- б) только юридические лица
- в) физические и юридические лица

9. В Российской Федерации облигации частных эмитентов могут выпускаться

- а) только в документарной форме
- б) как в документарной, так и в бездокументарной форме
- в) только в бездокументарной форме

10. В Российской Федерации облигации могут выпускаться

- а) только именные
- б) только на предъявителя
- в) именные и на предъявителя

11. По российскому законодательству облигации могут выпускаться как ценные бумаги

- а) именные
- б) на предъявителя
- в) ордерные

12. Предельный срок обращения облигаций частных эмитентов в Российской Федерации

- а) не установлен
- б) 30 лет
- в) 50 лет

13. Акционерное общество может выпускать облигации

- а) сразу после государственной регистрации
- б) только после полной оплаты уставного капитала
- в) не ранее третьего года существования, если облигации выпускаются без обеспечения

14. Номинальная стоимость всех выпущенных акционерным обществом облигаций превышать его оплаченный уставный капитал

- а) может
- б) не может
- в) может только в случае наличия обеспечения, предоставленного третьими лицами

15. Эмитировать конвертируемые облигации российское законодательство

- а) разрешает
- б) не разрешает

16. Конвертируемые облигации – это облигации, которые

- а) могут быть обменены на акции
- б) обеспечивают получение дохода в свободно конвертируемой валюте
- в) обеспечивают индексацию номинала в соответствии с изменениями курса национальной валюты к свободно конвертируемой валюте

17. Бросовые облигации – это облигации

- а) самого низкого инвестиционного уровня
- б) самого высокого инвестиционного уровня
- в) низкодходные
- г) высокорискованные
- д) низкорискованные

18. У облигации может быть стоимость

- а) номинальная
- б) курсовая
- в) ликвидационная
- г) эмиссионная
- д) балансовая

19. Величина текущей купонной выплаты по облигации зависит

- а) от срока приобретения облигаций
- б) курсовой стоимости облигаций
- в) текущей рыночной процентной ставки
- г) купонной ставки по данному займу

20. Размещаться на первичном рынке с дисконтом купонная облигация

- а) может
- б) не может

Тема 4

1. В России к государственным относятся ценные бумаги

- а) федеральные
- б) субъектов РФ
- в) муниципальных органов власти

2. Выпускать ценные бумаги Министерство финансов Российской Федерации

- а) может
- б) не может

3. К составу внутреннего государственного долга долговые обязательства Правительства Российской Федерации

- а) относятся
- б) не относятся

4. К составу внутреннего государственного долга долговые обязательства муниципальных образований

- а) относятся
- б) не относятся

5. Управление государственным долгом РФ в форме ценных бумаг осуществляет

- а) Служба Банка России по финансовым рынкам
- б) Министерство финансов
- в) Правительство
- г) Банк России

6. Генеральным агентом Министерства финансов по размещению, погашению и выплате доходов в виде процентов по долговым обязательствам РФ в форме ценных бумаг является

- а) Служба Банка России по финансовым рынкам
- б) Министерство финансов
- в) Правительство
- г) Банк России

7. Регистрацию государственных ценных бумаг в России осуществляет

- а) Служба Банка России по финансовым рынкам
- б) Министерство финансов
- в) Банк России

8. Максимальный срок обращения долговых обязательств РФ и субъектов РФ

- а) не установлен
- б) 50 лет
- в) 30 лет
- г) 40 лет

9. По российскому законодательству государственные ценные бумаги могут выпускаться

- а) именными
- б) на предъявителя
- в) ордерными

10. Именными выпускаются

- а) облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ)
- б) облигации государственного внутреннего валютного займа («вэ-бовки»)
- в) государственные бескупонные краткосрочные обязательства (ГКО)
- г) все государственные ценные бумаги

11. Доход в виде процентных выплат предусмотрен условиями эмиссии

- а) государственных краткосрочных обязательств (ГКО)
- б) облигаций федерального займа (ОФЗ-ПК, ОФЗ-ПД, ОФЗ-АД)
- в) облигаций государственного внутреннего валютного займа («вэ-бовки»)
- г) облигаций государственного сберегательного займа (ОГСЗ)
- д) облигаций российского внутреннего выигрышного займа 1992 г.

12. Текущая доходность по облигациям государственного внутреннего валютного займа зависит

- а) от номинала
- б) купонной ставки
- в) текущей рыночной цены
- г) дисконта при первичном размещении

Тема 5

1. Положение о переводном и простом векселе действует в России

- а) с 1937 года
- б) 1946 года
- в) 1997 года

2. В России действует система вексельного права

- а) англо-американская
- б) Женевская

3. Обязываться векселем могут

- а) только юридические лица
- б) только физические лица

- в) физические и юридические лица, а также Российская Федерация, ее субъекты и муниципальные образования в случаях, специально предусмотренных федеральным законом
- г) физические и юридические лица

4. Вексель эмиссионной ценной бумагой

- а) является
- б) не является

5. В Российской Федерации выпуск векселей в бездокументарной форме

- а) разрешен
- б) запрещен

6. По российскому законодательству вексель является ценной бумагой

- а) именной
- б) на предъявителя
- в) ордерной

7. В Российской Федерации вексель на предъявителя

- а) может быть выписан
- б) не может быть выписан

8. В Российской Федерации находиться в обращении векселя на предъявителя

- а) могут
- б) не могут

9. Векселя бывают

- а) переводные
- б) соло
- в) дружеские
- г) бронзовые
- д) золотые

10. Простой вексель отличается от переводного векселя

- а) возможностью учитывать передаточную надпись
- б) сроком обращения
- в) обязательством оплатить определенную сумму
- г) возможностью осуществить регресс

11. Переводной вексель отличается от простого векселя

- а) отсутствием обязательных реквизитов
- б) возможностью учитывать передаточную надпись
- в) наличием оговорки эффективного платежа
- г) приказом уплатить определенную сумму

12. Приводит к дефекту формы векселя

- а) отсутствие обязательных реквизитов
- б) наличие в тексте векселя условия, при котором совершается платеж
- в) надписи иных лиц, кроме векселедателя, на лицевой стороне векселя
- г) неправильное указание времени платежа по векселю

13. В случае отсутствия вексельной метки по российскому законодательству вексель

- а) сохраняет вексельную силу
- б) теряет вексельную силу
- в) имеет силу долговой расписки

14. В случае отсутствия указания срока платежа по российскому законодательству вексель

- а) сохраняет вексельную силу
- б) теряет вексельную силу
- в) имеет силу долговой расписки

15. Сумма простого векселя обозначена прописью и цифрами.

Если эти обозначения имеют разногласия, то вексель

- а) недействителен
- б) имеет силу лишь на меньшую сумму
- в) имеет силу на сумму, обозначенную прописью

16. В первом векселе сумма обозначена несколько раз прописью и цифрами, причем эти обозначения не совпадают. В данном случае вексель

- а) недействителен
- б) имеет силу лишь на меньшую сумму
- в) имеет силу на сумму, обозначенную прописью

17. В случае наличия на векселе подложных подписей или подписей вымышленных лиц вексель

- а) сохраняет вексельную силу
- б) теряет вексельную силу
- в) имеет силу долговой расписки

18. Срок обращения векселей в России

- а) ограничен
- б) не ограничен

19. В векселе со сроком платежа в определенную дату внесена процентная оговорка. Это означает, что

- а) вексель теряет вексельную силу
- б) вексель не теряет вексельную силу
- в) процентная оговорка считается ненаписанной
- г) процентная оговорка имеет силу

20. В векселе со сроком платежа по предъявлении внесена процентная оговорка. Это означает, что

- а) вексель теряет вексельную силу
- б) вексель не теряет вексельную силу
- в) процентная оговорка считается ненаписанной
- г) процентная оговорка имеет силу

21. Аваль — это

- а) вексельное поручительство
- б) добавочный лист для индоссаментов
- в) поручение банку на получение платежа по векселю

22. Наличие авалья надежность векселя

- а) повышает
- б) понижает
- в) оставляет без изменения

23. По векселю был совершен частичный платеж. В этом случае векселедержатель

- а) должен вернуть вексель векселедателю
- б) должен опротестовать вексель
- в) ничего не должен делать

- г) должен предъявить иск ко всем обязанным по векселю лицам
- д) должен отказаться от частичного платежа

24. Индоссамент может быть оформлен

- а) на самом векселе
- б) на добавочном листе, прикрепленном к векселю
- в) в отдельном документе, например, в договоре о передаче векселя

25. Вексель тем надежнее, чем индоссаментов на нем

- а) больше
- б) меньше

26. Вексель может быть оплачен

- а) товарами
- б) деньгами
- в) услугами
- г) ценными бумагами

27. Чек — это ценная бумага

- а) эмиссионная
- б) неэмиссионная

28. Плательщиком по чеку может быть

- а) физическое лицо
- б) любое юридическое лицо
- в) орган местной администрации
- г) банк

29. Содержать какие-либо условия по чеку индоссамент

- а) может
- б) не может

Тема 6

1. Коносамент эмиссионной ценной бумагой

- а) является
- б) не является

2. Коносамент выдается

- а) грузоотправителем
- б) перевозчиком
- в) капитаном судна

3. Передача прав по коносаменту может осуществляться посредством

- а) простого вручения
- б) именной передаточной надписи
- в) бланковой передаточной надписи
- г) цессии

4. Товарораспорядительный документ, удовлетворяющий право его держателя распоряжаться указанным грузом и получить груз после завершения перевозки, называется...

5. Простое складское свидетельство — это ценная бумага, которая

- а) подтверждает факт принятия товара на хранение
- б) предоставляет право распоряжаться товаром, хранящимся на складе, в полном объеме
- в) дает право продать товар, хранящийся на складе, путем продажи самого простого складского свидетельства
- г) дает право только получить товар со склада по окончании срока хранения
- д) дает право только залога хранящегося на складе товара

6. Складское свидетельство как часть двойного складского свидетельства — это ценная бумага, которая

- а) подтверждает факт принятия товара на хранение
- б) предоставляет право распоряжаться товаром, хранящимся на складе
- в) дает право продать товар, хранящийся на складе, путем продажи самого простого складского свидетельства
- г) дает право только получить товар со склада по окончании срока хранения
- д) дает право только залога хранящегося на складе товара

7. Залоговое свидетельство как часть двойного складского свидетельства также называется

- а) варрант
- б) залоговый сертификат
- в) закладная

8. Складское свидетельство как часть двойного складского свидетельства отдельно от залогового свидетельства обращаться

- а) может
- б) не может

9. Складские свидетельства – это ценные бумаги

- а) эмиссионные
- б) неэмиссионные
- в) обращаемые
- г) необращаемые

10. Складское свидетельство выдает

- а) хранитель
- б) товарный склад
- в) поклажедатель

11. Закладная удовлетворяет право

- а) на получение исполнения по денежному обязательству, обеспеченному ипотекой имущества
- б) залога на указанное в договоре об ипотеке имущество
- в) распоряжаться указанным в договоре об ипотеке имуществом

Тема 7

1. Видом профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг является деятельность

- а) эмиссионная
- б) по ведению и хранению реестра владельцев ценных бумаг
- в) управлению ценными бумагами
- г) определению взаимных обязательств (клиринговая)
- д) инвестиционная

2. Видом профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг является деятельность

- а) брокерская
- б) дилерская
- в) страховая
- г) депозитная
- д) по организации торговли ценными бумагами

3. Видом профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг является деятельность

- а) по управлению ценными бумагами
- б) определению взаимных обязательств (клиринговая деятельность)
- в) организации торговли на рынке ценных бумаг
- г) хеджированию рисков на рынке ценных бумаг
- д) заключению сделок на рынке срочных контрактов

4. Видом профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг является деятельность

- а) по управлению ценными бумагами
- б) определению взаимных обязательств (клиринг)
- в) ведению реестра владельцев ценных бумаг
- г) организации торговли на рынке ценных бумаг
- д) инвестиционная

5. Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг с другими видами профессиональной деятельности

- а) совмещается
- б) не совмещается
- в) совмещается только с депозитарной деятельностью

6. Физическое лицо на рынке ценных бумаг может на законных основаниях выполнять функции

- а) эмитента
- б) инвестора
- в) профессионального участника рынка ценных бумаг
- г) организатора торговли на рынке ценных бумаг

7. Коммерческие банки в Российской Федерации на основе банковской лицензии на рынке ценных бумаг могут выступать в качестве

- а) эмитента
- б) инвестора
- в) профессионального участника рынка ценных бумаг
- г) депозитария
- д) андеррайтера

8. Функции профессиональных участников рынка ценных бумаг коммерческие банки в Российской Федерации выполнять

- а) могут
- б) не могут
- в) могут только после получения соответствующей лицензии Службы Банка России по финансовым рынкам

9. Имеет ли право коммерческий банк быть брокером по операциям с государственными ценными бумагами?

- а) имеет
- б) не имеет
- в) имеет только после получения лицензии Службы Банка России по финансовым рынкам

10. Фондовой биржей в России может быть

- а) любой профессиональный участник рынка ценных бумаг при получении соответствующей лицензии
- б) организатор торговли на рынке ценных бумаг, который может совмещать эту деятельность с любой другой профессиональной деятельностью на фондовом рынке
- в) организатор торговли на рынке ценных бумаг, не совмещающий эту деятельность ни с какими другими, кроме клиринговой

11. Фондовая биржа может совмещать свою деятельность с деятельностью

- а) по управлению ценными бумагами
- б) определению взаимных обязательств
- в) депозитарной
- г) ведению реестра владельцев ценных бумаг
- д) дилерской

12. Функциями фондовой биржи являются

- а) определение цен на финансовые инструменты
- б) обеспечение условий для обращения ценных бумаг
- в) поддержание профессионального уровня финансовых посредников
- г) купля-продажа ценных бумаг от имени фондовой биржи, в которой контрагентами выступают биржевые брокеры
- д) спекуляции с ценными бумагами

13. Функциями фондовой биржи являются

- а) определение равновесных цен на акции, облигации
- б) обеспечение условий для обращения ценных бумаг
- в) перераспределение денежных ресурсов
- г) купля-продажа ценных бумаг от имени фондовой биржи, в которой контрагентами выступают биржевые брокеры
- д) осуществление регистраторской деятельности

14. Имеют ли право служащие фондовой биржи в России участвовать в деятельности фондовой биржи в качестве предпринимателей?

- а) имеют
- б) не имеют

15. Кто по российскому законодательству может совершать любые операции на фондовой бирже?

- а) продавцы ценных бумаг
- б) покупатели ценных бумаг
- в) акционеры биржи
- г) члены биржи

16. Может ли в России физическое лицо быть членом фондовой биржи?

- а) может
- б) не может
- в) может только после получения лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг
- г) может, если это предусмотрено правилами фондовой биржи

17. Процедуру листинга и делистинга устанавливает

- а) сама фондовая биржа
- б) орган, регулирующий выпуски ценных бумаг
- в) орган, лицензирующий фондовую биржу
- г) Служба Банка России по финансовым рынкам

18. На фондовой бирже могут обращаться акции

- а) открытых акционерных обществ
- б) закрытых акционерных обществ
- в) закрытых инвестиционных фондов
- г) открытых паевых инвестиционных фондов

19. Фондовая биржа должна предоставить любому заинтересованному лицу и каждой заключенной на бирже сделке информацию

- а) о дате и времени заключения сделки
- б) наименовании ценных бумаг, являющихся предметом сделки
- в) цене одной ценной бумаги
- г) количестве ценных бумаг
- д) участниках сделки

20. Имеет ли право фондовая биржа в России устанавливать размеры вознаграждения, взимаемого ее членами за совершение биржевых сделок?

- а) имеет
- б) не имеет

21. В Российской Федерации по сравнению с США фондовых бирж

- а) существенно больше
- б) примерно столько же
- в) существенно меньше

22. Чтобы сгладить нежелательные колебания рынка при резком падении курса ценной бумаги, специалист Нью-Йоркской фондовой биржи

- а) продает и покупает ценные бумаги по рыночной цене
- б) покупает ценные бумаги по самой низкой цене на рынке
- в) покупает ценные бумаги по самой высокой цене на рынке
- г) продает ценные бумаги по самой низкой цене на рынке
- д) продает ценные бумаги по самой высокой цене на рынке

23. Самый крупный в мире внебиржевой рынок ценных бумаг

- а) американский
- б) российский
- в) канадский

24. Крупнейшая в мире внебиржевая торговая система

- а) NASDAQ
- б) LSE
- в) COATS

25. Крупнейшая в мире фондовая биржа

- а) NYSE
- б) LSE
- в) Euronext

Тема 8

1. Эмиссионными ценными бумагами называются

- а) акции
- б) облигации
- в) государственные ценные бумаги
- г) муниципальные ценные бумаги
- д) векселя, если они выпускаются сериями

2. Эмиссионные ценные бумаги могут выпускаться в форме

- а) именных документарных ценных бумаг
- б) именных бездокументарных ценных бумаг
- в) документарных ценных бумаг на предъявителя
- г) ордерных ценных бумаг

3. Должен ли по российскому законодательству сопровождаться андеррайтингом выпуск эмиссионных ценных бумаг?

- а) должен
- б) не должен

4. Проспект выпуска ценных бумаг издается

- а) перед началом эмиссии
- б) в процессе эмиссии
- в) после регистрации итогов эмиссии

5. Регистрация проспекта выпуска эмиссионных ценных бумаг необходима, если число владельцев этих ценных бумаг превысит

- а) 50
- б) 100
- в) 500

6. Эмитент обязан обеспечить любым потенциальным владельцам ценных бумаг возможность доступа к раскрываемой информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг

- а) до приобретения ценных бумаг

- б) только в момент приобретения ценных бумаг
- в) только после приобретения ценных бумаг

7. Имеют ли право эмитенты проводить рекламную кампанию ценных бумаг до регистрации проспекта эмиссии?

- а) имеют
- б) не имеют

8. Имеет ли право эмитент разместить меньшее количество эмиссионных ценных бумаг по сравнению с количеством, указанным в проспекте выпуска ценных бумаг?

- а) имеет
- б) не имеет

9. Имеет ли право эмитент разместить большее количество эмиссионных ценных бумаг по сравнению с количеством, указанным в проспекте выпуска ценных бумаг?

- а) имеет
- б) не имеет

10. Инвестиционная деятельность на рынке ценных бумаг лицензированию

- а) подлежит
- б) не подлежит
- в) подлежит только для отдельных видов институциональных инвесторов

11. Институциональными инвесторами являются

- а) инвестиционные фонды
- б) негосударственные пенсионные фонды
- в) страховые организации
- г) Центральный банк
- д) дилеры на рынке ценных бумаг

Тема 9

1. Основным видом деятельности инвестиционного фонда является осуществление

- а) конкретных инвестиционных проектов, связанных со строительством и реконструкцией производительных мощностей

- б) вложений от имени фонда в ценные бумаги
- в) инвестиционного консультирования своих вкладчиков

2. Закрытый инвестиционный фонд свои акции/ паи у акционеров/ пайщиков

- а) выкупает
- б) не выкупает

3. Открытый инвестиционный фонд свои акции/ паи у акционеров/ пайщиков

- а) выкупает
- б) не выкупает

4. Российское законодательство позволяет учреждать инвестиционные фонды

- а) только акционерные
- б) только паевые
- в) акционерные и паевые

5. Российское законодательство позволяет учреждать паевые инвестиционные фонды

- а) только открытые
- б) только закрытые
- в) открытые и закрытые

6. В какой форме учреждается акционерный инвестиционный фонд?

- а) закрытого акционерного общества
- б) открытого акционерного общества
- в) любого хозяйственного общества

7. Регулирование деятельности инвестиционных фондов в Российской Федерации осуществляет

- а) Центральный банк
- б) Министерство финансов
- в) Министерство государственного имущества
- г) Служба Банка России по финансовым рынкам
- д) Министерство социальной защиты населения

8. Какие ценные бумаги по российскому законодательству могут выпускать инвестиционные фонды?

- а) простые акции
- б) привилегированные акции
- в) облигации
- г) векселя
- д) инвестиционные паи

9. Инвестиционный пай является ценной бумагой

- а) именной
- б) на предъявителя
- в) ордерной

10. Инвестиционные паи эмиссионными ценными бумагами

- а) являются
- б) не являются

Тема 10

1. Производными финансовыми инструментами являются

- а) опционы
- б) фьючерсы
- в) свопы
- г) конвертируемые облигации
- д) сертификаты акций

2. По сравнению с первичными ценными бумагами инвестиционные качества производных финансовых инструментов

- а) выше
- б) ниже

3. Американские депозитарные расписки номинированы

- а) в валюте страны, резидентом которой является инвестор
- б) в американских долларах
- в) в любой конвертируемой валюте

4. Кому дает право купить ценные бумаги опцион на покупку?

- а) надписателю опциона
- б) держателю опциона

5. Кому дает право продать ценные бумаги опцион на продажу?

- а) надписателю опциона
- б) держателю опциона

6. Надписатель опциона – это

- а) покупатель опциона
- б) гарант совершения опционной сделки
- в) продавец опциона
- г) депозитарий, в котором держатель опциона играет на повышение, а надписатель – на понижение

7. При покупке опциона на продажу

- а) держатель опциона играет на повышение, надписатель – на понижение
- б) держатель опциона играет на понижение, надписатель – на повышение
- в) держатель и надписатель играют на понижение
- г) держатель и надписатель играют на повышение

8. Опцион, не имеющий внутренней стоимости, называется

- а) «в деньгах»
- б) «при деньгах»
- в) «без денег»
- г) короткий

9. Фиксированная цена, по которой покупатель опциона может реализовать свое право на продажу или покупку базисного актива, называется

- а) премия
- б) внутренняя стоимость
- в) цена исполнения
- г) страйковая цена

10. Опцион пут будет опционом «в деньгах», если цена исполнения

- а) превышает текущую цену
- б) равна текущей цене
- в) ниже текущей цены

11. Опцион колл будет опционом «без денег», если цена исполнения

- а) превышает текущую цену
- б) равна текущей цене
- в) ниже текущей цены

12. Доход держателя опциона, который он получил бы в случае немедленной реализации контракта, представляет собой

- а) премию
- б) внутреннюю стоимость опциона
- в) временную стоимость опциона

13. Фьючерсная сделка обязательна

- а) для исполнения для обеих сторон сделки
- б) только для продавца
- в) только для покупателя

14. Определение для рыночной ситуации контанго

- а) соотношение цен, при котором цены сделок на срок превышают цены на наличную ценность, цены на товар с отдаленным сроком поставки превышают цены по ближайшим срокам поставки
- б) соотношение цен, при котором цены сделок на срок ниже цен на наличную ценность, цены на товар с отдаленным сроком поставки ниже цен по ближайшим срокам поставки
- в) на бирже преобладают кассовые операции
- г) на бирже преобладают срочные операции

15. Определение для рыночной ситуации бэквордэйшн

- а) соотношение цен, при котором цены сделок на срок превышают цены на наличную ценность, цены на товар с отдаленным сроком поставки превышают цены по ближайшим срокам поставки
- б) соотношение цен, при котором цены сделок на срок ниже цен на наличную ценность, цены на товар с отдаленным сроком поставки ниже цен по ближайшим срокам поставки
- в) на бирже преобладают кассовые операции
- г) на бирже преобладают срочные операции

16. Длинная позиция по фьючерсному контракту – это

- а) покупка или продажа контракта на длительный период
- б) покупка контракта на любой срок
- в) продажа контракта на любой срок

17. Короткая позиция представляет собой

- а) покупку или продажу ценных бумаг на короткий срок
- б) продажу фьючерсного контракта
- в) заключение обратной сделки по фьючерсному контракту

18. Термин «купить контракт» на фьючерсной бирже означает

- а) открытие позиции поставщиком ценности
- б) открытие позиции покупателем ценности
- в) завершение расчетов по сделке

19. Термин «продать контракт» на фьючерсной бирже означает

- а) открытие позиции поставщиком ценности
- б) открытие позиции покупателем ценности
- в) завершение расчетов по сделке

20. Первоначальная маржа взимается со сторон фьючерсного контракта для того, чтобы

- а) компенсировать издержки биржи на совершение операции
- б) гарантировать исполнение сделки
- в) обеспечить необходимый размер комиссионных брокера
- г) кредитовать участников торговли при совершении сделок «без покрытия»

ВОПРОСЫ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЯ

1. Экономическая сущность и фундаментальные свойства ценных бумаг.
2. Классификация ценных бумаг, классификация и функции рынка ценных бумаг.
3. Понятие акции. Простые и привилегированные акции. Разновидности привилегированных акций.
4. Цена акции. Методы воздействия на рыночный курс акции.
5. Доходность акций. Определение доходности.
6. Облигации. Основные характеристики, виды облигаций. Доходность облигаций.
7. Государственные ценные бумаги (ГЦБ). Виды государственных ценных бумаг. Определение доходности государственных ценных бумаг.
8. Вексель: содержание, виды и условия обращения. Обязательные реквизиты векселя, индоссамент, акцепт, аваль.
9. Депозитные и сберегательные сертификаты банков и определение их доходности.
10. Экономическая сущность коносаментов, складских свидетельств.
11. Экономическая сущность и фундаментальные свойства залоговых, облигаций с ипотечным покрытием, ипотечного сертификата участия.
12. Организационная структура и функции фондовой биржи.
13. Основные операции и сделки на бирже.
14. Биржевая информация (биржевые индексы и их характеры).
15. Листинг. Преимущества и недостатки.
16. Механизм принятия решений на РЦБ (фундаментальный и технический анализ).
17. Эмиссия ценных бумаг.
18. Реестр владельцев ценных бумаг.
19. Инвестиционная деятельность банков на РЦБ. Виды банковских операций с ценными бумагами. Выпуск банками ценных бумаг.
20. Инвестиционная политика предприятий.
21. Общая характеристика производных ценных бумаг. Цель и условия выпуска.

22. Виды производных финансовых инструментов контрактов: фьючерсы, форварды, опционы, свопы.
23. Ценообразование производных инструментов.
24. Структура РЦБ. Понятие и виды профессиональной деятельности.
25. Участники первичного внебиржевого РЦБ.
26. Возможности хеджирования от повышения цены базового актива.
27. Возможности хеджирования от понижения цены базового актива.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Галанов, В.А. Рынок ценных бумаг : учеб. для студ. вузов, обуч. по спец. 080105 «Финансы и кредит», 080119 «Бухгалтерский учет, анализ и аудит», 080102 «Мировая экономика» / В.А. Галанов. — М. : Инфра, 2010. — 378 с.
2. Лялин, В.А. Рынок ценных бумаг : учебник / В.А. Лялин, П.В. Воробьев. — 2-е изд., перераб. и доп. — М. : Проспект, 2011. — 398 с.
3. Жуков, Е.В. Ценные бумаги и фондовые рынки / Е.В. Жуков. — М. : ЮНИТИ, 2010.
4. Килячков, А.А. Рынок ценных бумаг / А.А. Килячков, Л.А. Чалдаева. — М. : Юристъ, 2011.
5. Бердникова, Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело : учеб. пособие / Т.Б. Бердникова. — М. : Инфра-М, 2002. — 270 с.
6. Центральный банк России [Электронный ресурс]. — URL www.cbr.ru
7. <http://www.rbc.ru>