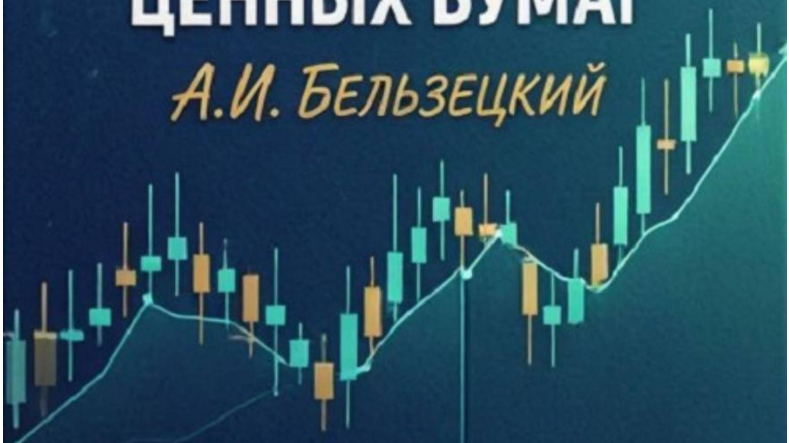


МЕЖДУНАРОДНЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

А.И. Бельзецкий



Бельзецкий Анатолий

Международный рынок ценных бумаг

https://litres.ru/74710407
SelfPub; 2026

Аннотация

В УМК рассматриваются различные виды ценных бумаг на международном рынке, даются основные методы и инструменты анализа как отдельных видов ценных бумаг, так и рынка ценных бумаг как единого целого. Изучение дисциплины «Международный рынок ценных бумаг» обусловлено переходом страны к рыночной экономике, формированием фондового рынка, размещением и обращением ценных бумаг.

Предназначена для студентов, обучающимся по экономическим специальностям.

Бельзецкий Анатолий
Международный рынок ценных бумаг

Введение

Ценные бумаги – важный финансовый инструмент рыночной экономики. Назначение и основная задача рынка ценных бумаг состоит в обеспечении нормального функционирования всего хозяйственного механизма, путем инвестирования в экономику средств и их перераспределение с использованием финансовых инструментов – ценных бумаг.

Исследования, проведенные Международным валютным фондом, Международной организацией комиссий по ценным бумагам, Банком международных расчетов показали, что в последние десятилетия в мире наблюдается тенденция к росту значимости рынков ценных бумаг. Эта тенденция распространилась на Западную Европу, Японию, страны Юго-Восточной Азии и Латинской Америки. В условиях растущей глобальной значимости рынков ценных бумаг идет их активное формирование в странах с переходной экономикой, к которым относится и Беларусь:

- 21 января 2008 г. Советом Министров и Национальным банком Республики Беларусь утверждена Программа разви-

тия рынка корпоративных ценных бумаг Республики Беларусь на 2008 - 2010 гг.;

- Указом Президента Республики Беларусь № 144 от 04 марта 2008 г. отменена «золотая акция»;

- Указы Президента № 537 от 28 августа 2006 г. и № 201 от 04 апреля 2006 г. дали толчок к развитию рынка банковских облигаций;

- в соответствии с Указом Президента № 277 от 28 апреля 2006 г. с 01.01.2008 г. сформирован единый Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг;

- Декретом Президента № 5 от 20.03.2008 г. до 24 % снижена ставка налога на доход от операций с ценными бумагами, а облигации юридических лиц освобождены от налога на доход;

- Декрет Президента № 7 от 14 апреля 2008 г. предусматривает поэтапную отмену моратория на обращение акций, полученных в период безвозмездной приватизации на льготных условиях.

В последние два десятилетия национальные рынки ценных бумаг постепенно объединились в единый международный рынок ценных бумаг, который стал настолько сложен, что простому участнику практически невозможно разобраться в сути происходящих на нем процессов. Интернационализация и глобализация мировых хозяйственных связей закономерно ведет к возрастанию роли международного рынка ценных бумаг как источника финансирования инве-

стиционной деятельности в Республике Беларусь. Цель настоящего учебно-методического комплекса состоит в том, чтобы студент, изучив данный курс, смог свободно ориентироваться на международном рынке ценных бумаг и применять полученные знания в своей будущей практической работе.

Курс «Международный рынок ценных бумаг» начинается с изучения международного рынка ценных бумаг как части международных финансов, понятия национального рынка ценных бумаг и его сущности в сравнении с международным рынком ценных бумаг. В курсе рассматриваются различные виды ценных бумаг, которые обращаются на международном рынке, даются основные методы и инструменты анализа как отдельных видов ценных бумаг, так и рынка ценных бумаг как единого целого. В конце каждой темы приводятся вопросы для самопроверки, которые позволяют оценить знания студентов на определенный момент времени.

Значительное внимание уделяется практическим методам анализа ценных бумаг, порядку их эмиссии на международном рынке, чему посвящен второй раздел учебно-методического комплекса. Изучив и овладев указанными методами, студент сможет свободно ориентироваться на международном рынке ценных бумаг.

Во время аудиторных занятий практически невозможно охватить всю полноту изучаемого курса. Поэтому особое значение придается самостоятельной работе студентов. Для

нее необходимо использовать не только учебную литературу, приведенную в конце книги, но и такие периодические издания, как журналы «Фондовый рынок», «Банковский вестник», «Вестник ассоциации белорусских банков», «Рынок ценных бумаг», газеты «Белорусский рынок», «Экономическая газета». Кроме этого, в процессе изучения курса можно использовать и современные источники получения информации, такие как аналитические сайты Интернета, которые приведены а приложении, а также информационные системы «Консультант плюс».

Изучение данного учебно-методического комплекса позволит студентам понять важность и необходимость строгого аналитического решения проблем, имеющих место на международном рынке ценных бумаг.

Глава 1.
Программа дисциплины

1.1. Цель и задачи дисциплины

Целью преподавания дисциплины является получение студентами теоретических и практических базовых знаний о функционировании международного рынка ценных бумаг, его структуре и инфраструктуре, о различных видах ценных бумаг, используемых в отечественной и зарубежной практике, состоянии, проблемах и перспективах развития между-

народного рынка ценных бумаг.

Задачи:

- определить роль, место и значение международного рынка ценных бумаг в системе международных финансов;

- рассмотреть структуру международного рынка ценных бумаг, состав его участников, их взаимодействие, а также операции различных категорий участников с международными ценными бумагами;

- выяснить экономическую сущность ценных бумаг, рассмотреть особенности основных видов международных ценных бумаг, условия их выпуска и обращения, возможности использования в хозяйственной практике экономических субъектов;

- дать представление об основах инвестирования в ценные бумаги, о методах инвестиционного анализа, связанных с международными ценными бумагами;

- рассмотреть стратегии и механизмы, используемые на международном рынке ценных бумаг;

- выделить специфические особенности международного рынка ценных бумаг, практики осуществления финансовых операций на нем;

- научить практическому использованию методов осуществления операций с ценными бумагами на международном рынке ценных бумаг;

- сформировать навыки аналитической деятельности при работе на международном рынке ценных бумаг.

1.2. Требования к уровню освоения дисциплины

В результате изучения дисциплины «Международный рынок ценных бумаг» обучающийся должен:

- иметь системное представление о структуре и тенденциях развития международного и белорусского рынка ценных бумаг;

- понимать экономические процессы, происходящие на международном финансовом рынке в целом и на международном рынке ценных бумаг как его составной части;

- уметь использовать знания по теории рынка ценных бумаг в своей будущей практической деятельности;

- видеть перспективы и тенденции развития международного финансового и фондового рынка.

1.3. Содержание дисциплины

Тема 1. Введение в международный рынок ценных бумаг

Актуальность, предмет, задачи дисциплины. Структура и особенности дисциплины. Связи с другими дисциплинами.

Международные финансы как часть мировой экономики, их сущность, структура и особенности.

Общая характеристика международного финансового рынка, его функции и особенности. Составные части международного финансового рынка: валютный рынок; денежный рынок; рынок капиталов; страховой рынок.

Понятие международного рынка ценных бумаг и его место в системе международного финансового рынка. Факто-

ры, способствующие формированию международного рынка ценных бумаг. Основные сегменты международного рынка ценных бумаг: рынок акций; рынок долговых обязательств; рынок производных инструментов; ценные бумаги международного денежного рынка.

Тема 2. Фундаментальные понятия рынка ценных бумаг

Понятие рынка ценных бумаг и его сущность. Рынок ценных бумаг как альтернативный источник финансирования экономики. Понятия «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок». Специфические и общерыночные функции рынка ценных бумаг.

Структура рынка ценных бумаг, состав его участников и их взаимодействие.

Классификация эмитентов ценных бумаг. Структура эмитентов международного рынка ценных бумаг.

Классификация инвесторов в ценные бумаги. Понятия индивидуальных и институциональных, стратегических и портфельных инвесторов.

Классификация профессиональных участников рынка ценных бумаг. Виды профессиональных торговцев. Профессиональные посредники международного рынка ценных бумаг.

Основные виды организаций инфраструктуры. Понятия регистраторов, депозитариев, клиринговых организаций, организаторов рынка.

Понятия органов регулирования и контроля на рынке ценных бумаг, саморегулируемых организаций.

Классификации рынков ценных бумаг. Понятия первичного и вторичного рынков ценных бумаг, их фундаментальные свойства. Понятия организованного и неорганизованного рынков ценных бумаг. Биржевой и внебиржевой рынки ценных бумаг в белорусской и международной практике. Классификация рынков по видам применяемых технологий. Прочие классификации рынков ценных бумаг.

Характеристика экономических моделей рынка ценных бумаг: банковская (европейская); небанковская; смешанная.

Тема 3. Сущность ценных бумаг и их экономические содержание

Юридическое понятие и отличительные признаки ценной бумаги. Виды ценных бумаг в белорусской практике.

Экономическое содержание ценных бумаг.

Фундаментальные свойства ценных бумаг: обращаемость; доступность для гражданского оборота; стандартность и серийность; документальность; регулируемость и признание государством; рыночность; ликвидность; риск.

Классификация ценных бумаг по различным признакам.

Понятие долевых, долговых и производных ценных бумаг.

Понятие документарных и бездокументарных ценных бумаг.

Виды ценных бумаг по порядку фиксации прав владельца и способы передачи прав по ценным бумагам.

Классификация ценных бумаг по сроку существования. Кратко-, средне- и долгосрочные ценные бумаги.

Понятие государственных, муниципальных и корпоративных ценных бумаг.

Эмиссионные и неэмиссионные, инвестиционные и неинвестиционные ценные бумаги.

Понятие и отличительные признаки международных ценных бумаг.

Тема 4. Инвестиционные характеристики ценных бумаг

Понятие и методы расчета дохода, доходности, дисконта и дисконтной ставки. Оценка эффективности инвестиций в ценные бумаги.

Приведение доходности к базовому периоду по методу простых и сложных процентов.

Понятие наращения. Наращение по формулам простых, сложных, смешанных и непрерывных процентных ставок. Расчет эффективной доходности.

Понятие дисконтирования. Расчет приведенной стоимости по формулам простой и сложной процентных ставок. Банковское дисконтирование. Дисконтирование по сложной учетной ставке.

Понятие и характеристика основных видов риска ценных бумаг. Среднеквадратичное отклонение доходности ценной бумаги как мера риска. Коэффициент вариации.

Понятие ликвидности ценных бумаг. Характеристика ос-

новных показателей ликвидности.

Тема 5. Акции

Акции: понятие и развернутая характеристика.

Простые и привилегированные акции. Разновидности простых и привилегированных акций, используемые в белорусской и международной практике.

Основные характеристики акций.

Понятие дивиденда. Порядок начисления и выплаты дивидендов.

Доходность акций и основные методы ее расчета.

Виды стоимости акций: номинальная, эмиссионная, курсовая, балансовая, ликвидационная. Основные методы расчета стоимости акций.

Понятие и отличительные признаки международных акций. Способы выпуска международных акций. Евроакции. Лондон как биржевой центр международных акций.

Американские и глобальные депозитарные расписки.

Тема 6. Облигации

Понятие облигации. Основные различия между облигацией и акцией.

Основные характеристики облигаций.

Классификация облигаций: по правовому статусу эмитента; по форме выплаты процентного дохода; по форме обеспечения; по сроку существования; по форме выпуска; по способу фиксации прав владельца; по характеру обращения.

Краткая характеристика государственных, муниципаль-

ных и корпоративных облигаций.

Понятие и основные свойства купонных и дисконтных облигаций.

Обеспеченные и необеспеченные облигации. Классификация обеспеченных облигаций по форме обеспечения.

Конвертируемые и неконвертируемые облигации.

Понятие доходности облигаций. Методы расчета номинальной, текущей и полной доходности облигации. Доходность к погашению купонной и бескупонной облигации.

Виды стоимости облигаций: номинальная, эмиссионная, погашения, курсовая. Основные методы расчета стоимости купонных и дисконтных облигаций.

Международные облигации, их виды и особенности. Еврооблигации, иностранные, параллельные и глобальные облигации.

Тема 7. Рынок еврооблигаций

История возникновения рынка еврооблигаций.

Участники рынка еврооблигаций.

Механизм эмиссии еврооблигаций. Характеристика основных способов размещения еврооблигаций.

Особенности вторичного рынка еврооблигаций.

Депозитарно-клиринговые системы: Euroclear и Clearstream (Cedel).

Налогообложение еврооблигаций.

Регулирование рынка еврооблигаций. ICMA = ISMA + IPMA.

Тема 8. Векселя

История возникновения векселя.

Понятие векселя и его развернутая характеристика как ценной бумаги.

Простой и переводный векселя и их организационная основа.

Функции векселя.

Основные характеристики и обязательные реквизиты векселя.

Классификация векселей: казначейские, муниципальные и частные векселя; коммерческие, финансовые и фиктивные векселя; процентный и дисконтный, обеспеченный и необеспеченный векселя.

Основные понятия, связанные с вексельным обращением: индоссамент, акцепт, аваль, платеж по векселю, домициляция, учет и протест векселей. Именной, бланковый, инкассовый и залоговый индоссаменты. Препоручительный индоссамент.

Характеристика казначейских и банковских векселей, особенности их выпуска и обращения.

Евровекселя и евроноты. Евровекселя с плавающей процентной ставкой. Коммерческие краткосрочные евровекселя. Среднесрочные евровекселя. Евроноты в программе NIF. Евроноты в программе RUF.

Тема 9. Другие основные ценные бумаги

Понятие депозитного и сберегательного сертификатов и

их основные характеристики. Обязательные реквизиты сертификата. Передача прав по сертификату, цессия, цедент, цессионарий. Расчет текущей цены сертификата.

Чек как особая форма переводного векселя, отношения, лежащие в основе чека. Основные характеристики чека. Виды чеков. Особенности обращения чеков.

Коносамент. Порядок выпуска. Основные характеристики коносамента. Обращение и цена коносамента.

Складское свидетельство. Основные характеристики коносамента. Простое и двойное складское свидетельство. Порядок выпуска. Передача прав по простому и двойному складским свидетельствам. Обращение и цена коносамента.

Банковская сберегательная книжка на предъявителя.

Закладная как ценная бумага. Юридическая основа, форма и срок существования, условия выпуска и порядок обращения закладной.

Тема 10. Фондовая биржа

Понятие фондовой биржи. Общественная и стационарная структура фондовой биржи. Задачи, функции и принципы работы фондовой биржи.

Понятие механизма биржевых операций. Виды биржевых операций.

Требования к ценным бумагам, обращающихся на фондовой бирже. Понятия листинга и делистинга. Процедура листинга ценных бумаг. Котировальный лист. Внесписочные ценные бумаги.

Понятие котировки ценной бумаги. Преддоговорная и последоговорная котировки. Усредненный и предельный методы расчета котировочной цены.

Участники биржевой торговли: ведущий торгов, участник торгов, торговый агент, клиент, специалисты, маклеры; их права, обязанности и функции.

Биржевые сделки, их виды и характеристика. Основные этапы заключения биржевой сделки. Характеристика основных видов биржевых сделок: форвардные сделки, фьючерсные сделки, опционные сделки, сделки РЕПО.

Методы и формы организации биржевой торговли ценными бумагами: постоянные и сессионные биржевые торги; публичные и электронные биржевые торги.

Характеристика методов организации биржевой торговли: система со специалистами; система с котировками, устанавливаемыми маркет-мейкерами; система, основанная на заявках; аукцион.

Методы организации аукционной торговли ценными бумагами. Простой публичный английский и голландский аукционы. Простой закрытый аукцион. Двойной непрерывный и залповый аукционы. Участники аукционов и их функции в ходе биржевых аукционов.

Понятия агентской и дилерской биржевой торговли.

Тема 11. Международные фондовые биржи

Краткая характеристика международных биржевых фондовых центров.

Фондовые биржи США: Нью-Йоркская фондовая биржа, Американская фондовая биржа, Автоматизированная система котировки Национальной ассоциации фондовых дилеров, прочие фондовые биржи и торговые системы.

Лондонская фондовая биржа: объемы торгов, состав участников, особенности функционирования.

Фондовые биржи Японии: краткая характеристика, члены биржи, объемы торгов.

Тенденции развития международных фондовых центров.

Тема 12. Портфель ценных бумаг

Понятие портфеля ценных бумаг. Структура и преимущества портфеля ценных бумаг.

Цели формирования портфеля ценных бумаг. Характеристика одноцелевого или сбалансированный по целям портфеля ценных бумаг.

Основные классификации портфелей ценных бумаг: по характеру управления; по составу; по виду ценных бумаг; по территориальному признаку и отраслевой принадлежности.

Характеристика типов портфелей по источнику дохода.

Понятие механизма формирования портфеля ценных бумаг. Основные принципы и этапы формирования портфеля ценных бумаг.

Основные типы инвесторов. Характеристика консервативных; умеренно агрессивных; агрессивных; опытных и изощренных инвесторов.

Понятие и этапы управления портфелем ценных бумаг.

Методы активного и пассивного управление портфелем ценных бумаг. Понятие диверсификации.

Понятие оптимального управления портфелем ценных бумаг и оптимизации его структуры. Критерии оптимального управления. Математическая формулировка задачи поиска оптимальной структуры портфеля ценных бумаг.

Общий, систематический (недиверсифицируемый) и специфический (диверсифицируемый) риск.

Метод критических линий. Область допустимых портфелей. Эффективная граница. Понятия эффективного, допустимого и недопустимого портфелей ценных бумаг.

Тема 13. Производные инструменты

Понятие и основные виды производных финансовых инструментов. Главные особенности производных инструментов. Структура биржевых рынков производных инструментов.

История формирования рынка производных инструментов.

Форвардные контракты и их особенности.

Процентные форварды. Расчет доходности форвардного контракта.

Тема 14. Фьючерсы

Понятие и виды фьючерсов. Товарные и финансовые фьючерсы.

Валютные фьючерсы. Спецификация валютного фьючерса.

Процентные фьючерсы. Краткосрочный и долгосрочный процентные фьючерсы и их спецификации.

Индексные фьючерсы. Фондовые индексы. Спецификация индексного фьючерса. Расчет дохода по фьючерсному контракту.

Тема 15. Опционы

Понятие и классификация опционов. Права и обязанности покупателя и продавца опциона. Цена исполнения опциона, опционная премия, формула Блэка-Скоулза, временная и внутренняя стоимость опциона.

Виды опционов. Характеристика опционов колл и пут. Особенности американского и европейского опционов. Опционы с выигрышем, без выигрыша, с проигрышем.

Биржевые опционы и их классификация. Характеристика опционов на акции, на индекс, процентных опционов, валютных опционов, опционов на фьючерсные контракты.

Небиржевые опционы и их классификация. Характеристика кратко- и долгосрочных опционов. Опционы кэп, флор, коллар.

Тема 16. Свопы

Понятие свопа и основные классификации.

Процентный своп и его спецификация.

Валютный своп и его спецификация.

Товарный своп и его спецификация.

Индексный своп и его спецификация.

Свопционы колл и пут. Слоговый своп.

Тема 17. Анализ мирового фондового рынка

Понятие конъюнктуры рынка ценных бумаг. Цель и направления изучения конъюнктуры рынка ценных бумаг. Конъюнктурные факторы. Характеристика основных методов изучения конъюнктуры: мониторинг; статистический; фундаментальный, технический, рейтинговый, экспертный анализ. Методика конъюнктурного анализа. Показатели конъюнктуры.

Понятие фондового индекса и его функции. Цели использования фондовых индексов и их классификация. Основные методы расчета фондовых индексов. Расчет фондовых индексов методами простой средней арифметической, взвешенной средней арифметической; средней геометрической. Размерность и критерии выборки. Общерыночные, отраслевые и сводные (композитные) индексы. Понятие капитализации компании. Периодичность расчета и критерии оценки фондовых индексов.

Понятие рейтинга ценных бумаг. Дефолт по ценной бумаге. Рейтинговые агентства. Международные и национальные рейтинговые шкалы. Ценные бумаги инвестиционного и спекулятивного уровня. Краткосрочный и долгосрочный рейтинговый прогноз.

Понятие, цель и принципы фундаментального анализа. Основные виды фундаментального анализа. Характеристика макроэкономического анализа, отраслевого анализа, анализа предприятия, моделирования ценных бумаг.

Понятие технического анализа. Понятие тренда и цели его анализа. Характеристика понижательного, повышательного и бокового трендов. Жизненный цикл и срок жизни тренда. Методы графического анализа. Анализ линейного графика. Линии поддержки и сопротивления. Анализ столбикового графика и графика в виде крестиков–ноликов. Метод скользящей средней. График объема.

РАЗДЕЛ I. КОНСПЕКТ ЛЕКЦИЙ

Глава 2.
Введение в международный **рынок ценных бумаг**

Цель: раскрыть положение, роль и значение международного рынка ценных бумаг в системе международных финансов.

План занятия.

1. Сущность международных финансов.
2. Общая характеристика международного финансового рынка и его функции.
3. Структура международного финансового рынка.
4. Понятие международного рынка ценных бумаг и его место в системе международного финансового рынка.
5. Основные сегменты международного рынка ценных бумаг.

Ключевые понятия: *международные финансы, международный финансовый рынок, функции международного финансового рынка, международный валютный рынок, международный денежный рынок, международный рынок капиталов, международный рынок страховых услуг, международный рынок ценных бумаг, международный рынок акций, международный рынок долговых обязательств, международный рынок производных инструментов*.

Литература: [3, с. 215-219]; [4, с. 159-176]; [8, с. 289-306].

2.1. Сущность международных финансов

Международные финансы представляют собой совокупность денежных отношений между разными странами и их субъектами по поводу формирования и управления финансовыми ресурсами. Международные финансы дают анализ финансовой среды в мировом масштабе, охватывая международные финансы корпораций, управление портфелями ценных бумаг и связью между ними.

Международные финансы являются частью мировой экономики и представляют собой совокупность финансовых ресурсов мира: 1) финансовых ресурсов стран с их финансовыми организациями; 2) международных организаций и финансовых центров; 3) всего населения земли, то есть более чем 6 млрд. человек.

Структура международных финансов.

1. *Финансовая помощь*: межгосударственные кредиты и гаранты; кредиты и гаранты международных организаций.

2. *Международный финансовый рынок*: валютный рынок; денежный рынок; рынок капиталов; рынок страховых услуг.

3. *Золотовалютные резервы*: частные; официальные.

Международные финансы обладают следующими особенностями: 1) функционируют как глобальная, единая, целостная система; 2) работают в условиях неопределенности рынка; 3) вращаются и совершают сделки с иностранной валютой.

2.2. Общая характеристика международного финансового рынка и его функции

Международный финансовый рынок как экономическая категория - это совокупность отношений, связанных с аккумуляцией и перераспределением на конкурентной основе финансовых ресурсов между странами, регионами, отраслями, экономическими агентами под контролем государств и мировых финансовых центров.

Формирование международного финансового рынка связано с научно-технической революцией, с ее гигантскими капиталоемкими проектами, для реализации которых необходимы мощные источники финансовых средств. Объективная основа развития международного финансового рынка - кругооборот функционирующего капитала. На одних участках временно высвобождаются капиталы, на других - возникает спрос на них. Бездействие капитала противоречит его при-

роде и законам рыночной экономики. Международный финансовый рынок разрешает это противоречие на уровне всемирного хозяйства. С помощью рыночного механизма временно свободные денежные средства вовлекаются в кругооборот, обеспечивая непрерывность воспроизводства и прибыли субъектам хозяйствования.

Международный финансовый рынок выполняет следующие *функции*:

- перераспределение и перелив капитала;
- экономия издержек обращения;
- содействие концентрации и централизации капитала;
- обеспечение непрерывности производства.

Движущей силой развития международного финансового рынка является конкуренция, которая регулирует объем и распределение мировых финансовых потоков, стоимость кредитов. Возникший на базе национальных рынков и тесно взаимодействующий с ними международный финансовый рынок отличает от них следующее:

- огромные масштабы;
- отсутствие географических границ;
- круглосуточное проведение операций;
- использование валют ведущих стран;
- участниками являются в основном первоклассные банки, корпорации, финансово-кредитные институты с высоким рейтингом;
- доступ на этот рынок имеют в основном первоклассные

заемщики или субъекты под солидную гарантию;

- диверсификация сегментов рынка и инструментов сделок в условиях революции в сфере финансовых услуг;

- стандартизация и высокая степень информационных технологий безбумажных операций на базе использования новейших технологий.

2.3. Структура международного финансового рынка

Международный финансовый рынок это рынок (годовой объем около $500 триллионов), который в режиме реального времени объединяет (рис. 2.1):

- международный валютный рынок (84%, $430 триллионов);

- международный денежный рынок (10%, $40 триллионов);

- международный рынок капиталов (5%, $20 триллионов);

- международный страховой рынок (1%, $5 триллионов).

Международный валютный рынок обеспечивает условия для обмена национальных валют, а также для осуществления международных расчетов. Валютный рынок представляет цепь тесно связанных между собой системой кабельных и спутниковых коммуникаций мировых региональных валютных рынков. Между ними существует перелив средств, в зависимости от текущей информации и прогнозов ведущих

участников рынка относительно возможного положения отдельных валют.

Ведущий мотив операций на валютном рынке - спекулятивный. Поэтому за громадностью сделок чаще всего стоит перемещение относительно небольшой разности между ценой покупки и продажи. Таких сделок подавляющее большинство, и именно спекуляции создают громадные объемы валютного и других финансовых рынков.

Международный денежный рынок (кредитный рынок, рынок ссудных капиталов), - это экономический механизм мобилизации и распределения сверхкраткосрочных ссуд (от 1 дня до нескольких месяцев, иногда до 1 года). Денежный рынок является преимущественно межбанковским и позволяет банкам ежедневно выравнивать по срокам активно-пассивное сальдо путем размещения или приобретения ссуд. Кредиты и ссуды выдают банки, трасты, фонды и другие финансово-кредитные организации. Заемщиками являются частные лица, компании, банки, финансовые организации, а также государственные органы различных стран.

На *международном рынке капиталов* реализуются экономические отношения как по поводу участия в капитале предприятий, так и по поводу долгосрочного заимствования денежных средств. Поэтому выделяют рынок собственных капиталов и рынок ссудных капиталов. *Рынок собственных капиталов* включает рынок акционерного капитала (акции) и рынки собственных капиталов других форм деловой орга-

низации (паи). Рынок *ссудных капиталов* состоит из рынка банковского кредита, рынка государственного кредита, рынка корпоративных облигаций, рынка коммерческого кредита.

Основные критерии отличия международного денежного рынка от международного рынка капиталов состоят в *ликвидности активов*, обращающихся на данных рынках, и *сроках исполнения обязательств*. *Ликвидность* - степень свободы, с которой определенный актив может быть реализован на рынке. На *денежном рынке* обращаются краткосрочные активы сроком до одного года с более высокой ликвидностью. На *рынке капиталов* срок исполнения обязательств составляет более одного года, а их ликвидность более низкая по отношению к активам денежного рынка.

Международный рынок страховых услуг. Поскольку страховые выплаты во многих странах освобождены от некоторых налогов, страховые операции служат важной составляющей многих финансовых схем.

2.4. Понятие международного рынка ценных бумаг и его место в системе международного финансового рынка

Международный рынок ценных бумаг представляет собой надстройку над национальными рынками ценных бумаг, которые составляют его основу, и является рынком вторичных финансовых ресурсов. Если на национальных рынках ценных бумаг субъектами сделок являются юридические и фи-

зические лица данной страны, то на международном рынке ценных бумаг – представители различных стран. Это обстоятельство имеет важное значение, поскольку сделки, заключенные между заемщиками и кредиторами, принадлежащими к разным странам, предполагают трансформацию денежно-кредитных ресурсов из одной валюты в другую.

Происходящее переплетение национальных и международных активов приводит к формированию единого универсального рынка, доступного всем субъектам экономики, независимо от их национальной принадлежности. В связи с этим условия коммерческой деятельности, в том числе через посредство ценных бумаг, а также связанные с ней прибыли и риски уравниваются не только в рамках национальной экономики, но и в пределах большей части мирового хозяйства.

Под *международным рынком ценных бумаг* подразумевается система отношений и институтов, складывающаяся при межстрановых перемещениях фиктивного капитала (при покупке-продаже ценных бумаг между резидентами разных стран).

На международном рынке ценные бумаги выпускаются эмитентами вне рамок какого-либо национального регулирования эмиссий в так называемых евровалютах. В более широком плане международный рынок ценных бумаг рассматривается как совокупность собственно *международных эмиссий*, так и *иностранных эмиссий*, то есть ценных бумаг выпускаемых иностранными эмитентами на национальном

рынке других стран.

Существует ряд факторов, способствующих формированию международного рынка ценных бумаг и расширению его географических границ. К ним относятся:

- *усиливающиеся взаимосвязи* между национальными и иностранными секторами экономики как следствие увеличения значения внешней торговли;

- *уменьшение степени регулирования* государством денежных и капитальных потоков, валютных курсов, а в ряде случаев и миграции трудовых ресурсов;

- *внедрение нововведений* в торговых операциях, увеличение роли и значения международных торговых и фондовых бирж, совершенствование платежных расчетов;

- *развитие межбанковских телекоммуникаций* на базе ЭВМ, электронный перевод финансовых активов.

Международный рынок ценных бумаг характеризуется тем, что он является частью международного денежного рынка и международного рынка капиталов (рис. 2.2), поскольку на нем обращаются высоколиквидные и низколиквидные, краткосрочные и долгосрочные активы. Международный рынок ценных бумаг интегрировал в себя рынок краткосрочных обязательств, секьюритизированную часть банковских кредитов, рынки долговых обязательств, рынки акционерного капитала. Кроме того, в состав международного рынка ценных бумаг входит один специфический сегмент, - *рынок деривативов* или *рынок производных инстру-*

ментов.

МЕЖДУНАРОДНЫЙ
РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Рис. 2.2. Международный рынок ценных бумаг как часть международного финансового рынка

Денежный рынок

Рынок капиталов

МЕЖДУНАРОДНЫЙФИНАНСОВЫЙ РЫНОК

По составу международный рынок ценных бумаг – это совокупность различных кредитно-финансовых институтов, через которые осуществляется перемещение капитала в сфере международных экономических институтов. Это транснациональные компании и банки, международные фондовые биржи и кредитно-финансовые институты, государственные агентства, различные финансовые посредники (брокерско-дилерские организации).

Международный рынок ценных бумаг является фактором, ускоряющим мировой процесс экономического роста и облегчающим различным субъектам экономики доступ к международному рынку свободных капиталов. Круг участ-

ников международного рынка ценных бумаг постоянно расширяется, к ним присоединяется все большее число национальных кредитно-финансовых институтов, организаций ООН, ОБСЕ и др.

Перемены, произошедшие в начале 90-х гг. в Беларуси и в странах Восточной Европы, во многом способствовали преодолению изоляции этих стран от международного рынка ценных бумаг, и в настоящее время идет активный процесс их включения в мировую финансово-кредитную систему, что является частью процесса формирования единой мировой цивилизации.

2.5. Основные сегменты международного рынка ценных бумаг

Международный рынок ценных бумаг включает.

1. *Международный рынок акций*. Большая часть сделок на рынке акций, так же как и на других финансовых рынках, носит спекулятивный характер. В биржевой торговле участвует лишь небольшая часть акций, постоянно переходящих из рук в руки в ходе биржевых торгов. Именно это обеспечивает огромные суммарные обороты. При этом реальное движение денежных средств на несколько порядков меньше, чем обороты рынка.

2. *Международный рынок долговых обязательств*. Значительную часть рынка обязательств представляют долговые документы, номинированные в иностранной валюте. Такие ценные бумаги называют *еврооблигациями*, и их обращение

является одним из важных элементов валютно-кредитных отношений.

3. *Международный рынок производных инструментов (фьючерсов, опционов, свопов и т.п.)*. Одной из основных функций фьючерсов и опционов является страхование рисков проведения различных финансовых, в том числе валютных, операций. Операция страхования называется *хеджированием*. Большинство операций на рынке деривативов, так же как и на других финансовых рынках, носит спекулятивный характер. Без постоянных спекуляций достоверная цена на финансовом рынке установиться не может. Цена большинства деривативных инструментов устанавливается на биржевых торгах, где хеджерам противостоят спекулянты. Реальное движение средств по счетам участников оказывается на несколько порядков меньше, чем фиксируемые объемы операций на рынке.

4. *Ценные бумаги международного денежного рынка* представляют собой финансовые инструменты со сроком погашения не более года. Эти инструменты включают казначейские векселя, коммерческие бумаги, банковские акцепты, краткосрочные ценные бумаги федеральных агентств, краткосрочные муниципальные долговые обязательства, депозитные сертификаты, соглашения РЕПО и федеральные фонды.

2.6. Контрольные вопросы

1. Из чего состоят международные финансы?

2. Какова структура международных финансов?

3. Раскройте особенности международных финансов.

4. Что такое международный финансовый рынок?

5. Каковы функции международного финансового рынка?

6. Каковы основные отличия международного финансового рынка от национальных финансовых рынков?

7. Охарактеризуйте структуру международного финансового рынка.

8. Чем международный денежный рынок отличается от международного рынка капиталов.

9. Что такое международный рынок ценных бумаг?

10. Какое место занимает международный рынок ценных бумаг в системе международного финансового рынка?

11. Каковы основные сегменты международного рынка ценных бумаг?

Глава 3.

ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ ПОНЯТИЯ рынкА ценных бумаг

Цель: раскрыть экономическое содержание, состав участников и структуру рынка ценных бумаг.

План занятия.

1. Экономическое содержание и определение рынка ценных бумаг.

2. Функции рынка ценных бумаг.

3. Структура рынка ценных бумаг.
4. Составные части рынка ценных бумаг.
5. Экономическая модель рынка ценных бумаг.

Ключевые понятия.

Рынок ценных бумаг, общерыночные функции рынка ценных бумаг, специфические функции рынка ценных бумаг, участники рынка ценных бумаг, эмитенты, инвесторы, индивидуальные инвесторы, институциональные инвесторы, профессиональные участники рынка ценных бумаг, профессиональные торговцы, брокеры, дилеры, управляющие компании, организации инфраструктуры, регистраторы, депозитарии, клиринговые организации, организаторы рынка, генеральный управляющий, главный регистратор, генеральные соуправляющие, органы регулирования и контроля рынка ценных бумаг, саморегулируемые организации .

Первичный рынок; вторичный рынок; организованный рынок; неорганизованный рынок; биржевой рынок; небиржевой рынок; традиционный рынок; компьютеризованный рынок; кассовый рынок; срочный рынок; экономическая модель рынка ценных бумаг; американская, европейская, смешанная модели рынка ценных бумаг .

Литература: [4, с. 213-223]; [7, с. 18-21]; [8, с. 7-23, 37-40]; [9, с. 7-33]; [10, с. 191-238]; [11, с. 8-35]; [12, с. 9-16, 24-40].

3.1. Экономическое содержание и определение

рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг представляет собой совокупность экономических отношений между его участниками по поводу выпуска, размещения, обращения и погашения ценных бумаг.

Цель функционирования рынка ценных бумаг – сформировать механизм для привлечения в экономику инвестиций путем построения взаимоотношений между теми, кто испытывает потребность в средствах, и теми, кто хочет инвестировать избыточный доход.

Рынок ценных бумаг характеризуется тем, что он является частью денежного рынка и рынка капиталов, поскольку на нем обращаются высоколиквидные и низколиквидные, краткосрочные и долгосрочные ценные бумаги. С одной стороны, рынок ценных бумаг интегрировал в себя рынок краткосрочных обязательств, секьюритизированную часть банковского кредита, рынок государственных ценных бумаг, рынок коммерческого кредита, поэтому он является частью денежного рынка. С другой – на нем обращаются акции, облигации и другие ценные бумаги, со сроком обращения более года, поэтому он является частью рынка капиталов. Вместе с тем в состав рынка ценных бумаг входит один специфический сегмент, который структурно не связан ни с денежным рынком, ни с рынками капиталов. Речь идет о производных инструментов (деривативах).

Товаром на рынке ценных бумаг являются ценные бума-

ги, иначе называемые фондовыми ценностями, фондовыми активами. Отсюда появился термин «фондовый рынок».

В экономической литературе понятия «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок» часто отождествляются. Однако эти термины обслуживают разные понятия. Термин «фондовый рынок» используется при рассмотрении ценных бумаг, связанных с рынком капиталов, а термин «рынок ценных бумаг» является более широким и включает в себя как ценные бумаги, обращаемые на рынке капиталов (собственно фондовый рынок), так ценные бумаги денежного рынка, а также ценные бумаги товарного и валютного рынков.

3.2. Функции рынка ценных бумаг

Сущность рынка ценных бумаг проявляется через его функции, которые можно разделить на две группы (рис. 3.1.): 1) *общерыночные* функции, которые присущи любому рынку; 2) *специфические*, которые отличают рынок ценных бумаг от других рынков.

Рис. 3.1. Классификация функций рынка ценных бумаг

Регулирующая

Регулятор денежно-го обращения и кре-дитных отношений

Перераспредели-тельная

Обслуживание госу-дарственного долга

К общерыночным функциям относятся:

- *коммерческая* (получение дохода от операций на рынке);

- *ценообразующая* (спрос и предложение на товары выявляет реальные рыночные цены на него);

- *информационная* (аккумулирование необходимой информации об объектах торговли и ее участниках и доведение этой информации до всех заинтересованных организаций и лиц);

- *регулирующая* (определение правил торговли, участия в ней и т. д.).

К специфическим функциям относятся:

- *перераспределительная*, означающая перераспределение денежных средств между отраслями и сферами рыночной деятельности, а также перевод сбережений домашних хозяйств из непроизводительной в производительную форму. Рынок ценных бумаг способствует не только перераспределению денежных средств, но и перераспределению права собственности путем купли-продажи долевых ценных бумаг - акций;

- *обслуживание государственного долга* посредством выпуска государственных ценных бумаг осуществляется фи-

нансирование дефицита государственного бюджета страны;

- *регулятор денежного обращения и кредитных отношений*. Развитой рынок ценных бумаг сдерживает инфляционные процессы путем связывания части свободных денежных средств, а также снижает потребность финансирования экономики за счет кредита;

- *страховая.* Эта функция реализуется через производные ценные бумаги (опционы, фьючерсы и др.) и позволяет превратить некоторые виды рисков в объект купли-продажи.

Кроме перечисленных функций международный рынок ценных бумаг выполняет и такие, как стимулирование иностранных инвестиций, упрощение взаиморасчетов, совершенствование системы платежей.

3.3. Структура рынка ценных бумаг

Структуру рынка ценных бумаг составляют:

- ценные бумаги как товар (объект);
- участники рынка ценных бумаг (субъекты);
- информационно-правовая структура;
- организационно-экономический механизм функционирования рынка.

Участники рынка ценных бумаг – это физические и юридические лица, вступающие в определенные экономические отношения по поводу выпуска, размещения, обращения и погашения ценных бумаг, а также обслуживающие их оборот и выполняющие расчеты по ним.

Среди участников рынка ценных бумаг выделяют (рис.

3.2):

- эмитентов;
- инвесторов;
- фондовых посредников и организации, обслуживающие рынок ценных бумаг;
- органы регулирования.

УЧАСТНИКИ
РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

ЭМИТЕНТЫ

ИНВЕСТОРЫ

ПОСРЕДНИКИ

ОРГАНЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ

Индивидуальные (частные)

Физические
лица

Коллективные (институциональные)

Страховые компании

Негосударствен-ные пенсионные фонды

Инвестиционные
фонды

Профессиональные торговцы
Брокеры
Дилеры
Организаторы инфраструктуры
Регистраторы
Депозитарии
Клиринговые организации
Юридические лица
Банки
Управляющие компании
Организаторы торговли
Рис. 3.2. Участники рынка ценных бумаг
Корпорации
Государство

Саморегулиру-емые организации
Государство

Местные органы власти
Эмитенты ценных бумаг – это юридические лица, кото-

рые от своего имени выпускают ценные бумаги и обязуются выполнить обязательства, вытекающие из условий выпуска ценных бумаг. Эмитентами ценных бумаг могут выступать *государство* (в лице, например, министерства финансов), местные органы власти (*муниципалитеты*), а также сфера бизнеса (*предприятия различных организационно-правовых форм*). Государственные и муниципальные органы власти эмитируют долговые обязательства, в то время как некоторые частные эмитенты (акционерные общества) могут выпускать также и долевые ценные бумаги.

Современная структура эмитентов международного рынка ценных бумаг выглядит следующим образом (рис. 3.3): *наднациональные финансовые институты* – 10, *государственные финансовые институты* – 30, *частные финансовые институты* – 37, *корпорации* – 23 %. Отличительной чертой международного рынка ценных бумаг являются высокие требования к надежности заемщиков. Их репутация и кредитоспособность не должны вызывать сомнений, только тогда существует гарантия размещения выпуска. Наибольшим авторитетом на рынке пользуются наднациональные финансовые институты, к которым принадлежат Всемирный банк, Европейский инвестиционный банк и другие аналогичные структуры.

К эмитентам из группы государственных финансовых ин-

ститутов относятся правительства суверенных государств, региональные органы власти той или иной страны, государственные и полугосударственные организации. Данная группа неоднородна по степени надежности. В нее попадают как развитые страны (Канада, Швеция, Италия), так и развивающиеся (Мексика, Аргентина, Таиланд и др.).

Инвесторы – это юридические или физические лица, приобретающие ценные бумаги от своего имени и за свой счет. На международном рынке ценных бумаг различают две главных категории инвесторов: индивидуальные и институциональные.

Индивидуальные инвесторы – это юридические или физических лица, использующие для покупки ценных бумаг собственные средства, владеющие портфелями ценных бумаг, все доходы от которых принадлежат им самим.

Институциональные инвесторы – организации у которых свободные денежные средства для инвестирования в ценные бумаги образуются в силу характера их деятельности. К ним относятся: *инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, страховые компании, инвестиции, осуществляемые трастовыми подразделениями банков* . Можно встретить также определение институциональных инвесторов как *финансовых посредников*, которые выпускают и продают собственные финансовые обязательства, а на полученные таким образом средства приобретают финансовые активы других компаний.

Различают также стратегических и портфельных инвесторов. *Стратегические инвесторы* ставят целью инвестирования распределение и перераспределение собственности, расширение сфер своего влияния или деятельности. Целью *портфельных инвесторов* является получение дохода по приобретенным ценным бумагам, сохранение, приумножение капитала, диверсификация всего инвестиционного портфеля.

Помимо эмитентов и инвесторов, на рынке ценных бумаг действуют разного рода *посредники*, каждый из которых занимает свое место и выполняет свою роль в инвестиционном процессе, осуществляемом с помощью рынка ценных бумаг.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг (далее – профучастники) – это юридические лица, которые осуществляют профессиональные виды деятельности на данном рынке. Профучастники должны иметь специальное разрешение (лицензию) на осуществление определенного вида профессиональных услуг на рынке ценных бумаг.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг условно могут быть поделены на *профессиональных торговцев* и *организации инфраструктуры*.

Профессиональные торговцы оказывают услуги по заключению сделок купли-продажи на рынке ценных бумаг. К ним относятся брокеры, дилеры и управляющие компании.

Брокеры – это профучастники, которые заключают сделки по купле-продаже ценных бумаг для своих клиентов за счет

самих клиентов.

Дилеры – это профучастники, которые продают и покупают ценные бумаги от своего имени и за свой счет на основе объявленных ими цен.

Управляющие компании – это профучастники, осуществляющие доверительное управление ценными бумагами от своего имени, но в интересах клиентов.

На международном рынке ценных бумаг эту группу посредников представляют кредитно-финансовые и инвестиционные институты: коммерческие банки, инвестиционные компании и фонды, инвестиционные дилеры, трастовые компании и др. Институт финансовых посредников призван снижать транзакционные издержки и тем самым способствовать повышению эффективности экономической системы.

Основное действующее лицо, выводящее ценные бумаги эмитента на международный рынок, - *генеральный управляющий* (lead manager), часто выполняющий также функции *главного регистратора* (book manager). Генеральный управляющий не обязательно выступает в единственном числе, чаще встречаются *генеральные соуправляющие* (joint lead managers). Причем ведущую роль играет тот управляющий, кому принадлежит роль регистратора. Генеральный управляющий возглавляет банковский синдикат, формируемый обычно в целях диверсификации рисков и максимального географического и институционального охвата при размещении ценных бумаг. В составе синдиката выделяется

несколько иерархических уровней: 1) старшие соуправляющие (co-lead managers); 2) соуправляющие (co-manages).

Организации инфраструктуры – это профучастники, которые обслуживают процесс заключения и исполнения рыночных сделок с ценными бумагами или обслуживают любые процессы смены собственности на ценные бумаги. К ним относятся фондовые биржи, включая других организаторов рынка, регистраторы, депозитарии и клиринговые (расчетные) центры.

Регистраторы – это организации, задачей которых является ведение списков (реестров) владельцев ценных бумаг.

Депозитарии – это организации, которые должны осуществлять хранение и/или учет ценных бумаг участников рынка.

Клиринговые организации - это организации, осуществляющие расчетное обслуживание участников рынка ценных бумаг.

Организаторы рынка, в том числе фондовая биржа, - это организации, которые способствуют (создают необходимые условия) заключению сделок на рынке ценных бумаг.

В составе субъектов инфраструктуры международного рынка ценных бумаг выделяют: фондовую и валютную биржи, депозитарий ценных бумаг, расчетно-клиринговые центры, инвестиционные, юридические (налоговые) и управленческие консультанты, рейтинговые агентства, аналитики фондового рынка, трансферагенты, венчурные, аудиторские

компании и другие учреждения.

К *государственным органам регулирования и контроля рынка* ценных бумаг в Республике Беларусь относятся: высшие органы управления (Президент, Правительство), министерства и ведомства (Министерство финансов и Министерство экономики, Департамент по ценным бумагам Министерства финансов), Национальный банк.

Саморегулируемые организации - объединения профучастников, которые берут на себя часть регулирующих и иных функций на фондовом рынке. В Республике Беларусь таковой является Белорусская ассоциация участников рынка ценных бумаг (БАУРЦБ).

3.4. Составные части рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг, как и любой другой рынок, - это сложная структура, имеющая много характеристик. В зависимости от этого его можно рассматривать с разных сторон, а каждая характеристика будет отражать ту или иную сторону рынка. Составные части рынка ценных бумаг в своей основе имеют не только тот или иной *вид ценной* бумаги, но и *способ торговли* на данном рынке. С этих позиций выделяют (рис. 3.4):

- первичный и вторичный рынок;
- организованный и неорганизованный рынок;
- биржевой и внебиржевой рынок;
- традиционный и компьютеризированный рынок;
- кассовый и срочный рынок.

ОРГАНИЗОВАННЫЙ

НЕОРГАНИЗОВАННЫЙ

ПЕРВИЧНЫЙ

ВТОРИЧНЫЙ

БИРЖЕВОЙ

ВНЕБИРЖЕВОЙ

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Рис. 3.4. Классификация рынков ценных бумаг
Уровень регулируемости
Стадия обращения
Место торговли

КАССОВЫЙ

СРОЧНЫЙ

Срок исполнения сделки

В зависимости от *стадии обращения* ценной бумаги различают первичные и вторичные рынки. *Первичный рынок* – это приобретение ценных бумаг их первыми владельцами (возникновение права собственности). На первичном рынке происходит мобилизация денежных средств у эмитентов. Именно на первичном рынке эмитенты путем продажи ценных бумаг привлекают средства инвесторов, которые используются для реализации намеченных коммерческих целей.

Вторичный рынок – это рынок, на котором обращаются ранее выпущенные ценные бумаги. На вторичном рынке осуществляется *постоянный переход прав собственности* на ценные бумаги от одного владельца к другому, и перераспределение капитала.

На первичном и вторичном рынках происходят разные по своей сущности процессы. На первичном рынке капиталы инвесторов путем купли-продажи ценных бумаг попадают в руки эмитента. На вторичном рынке происходит переход ценных бумаг от одних инвесторов к другим, а деньги за проданные ценные бумаги поступают бывшим владельцам ценных бумаг. То есть операции на вторичном рынке происходят *без участия эмитента* и не оказывают непосредственного влияния на положение дел эмитента. Эмитенту безразлично, в чьих руках находятся выпущенные им ценные бумаги, важным для эмитента является лишь объем обязательств

по ценным бумагам.

В зависимости от *уровня регулируемости* рынки ценных бумаг могут быть *организованные* и *неорганизованные*. На первых обращение ценных бумаг происходит по твердо установленным правилам, регулирующим практически все стороны деятельности рынка, на вторых участники сделки самостоятельно договариваются по всем вопросам.

В зависимости от *места торговли* различают биржевые и внебиржевые рынки ценных бумаг. *Биржевой рынок* означает, что торговля ценными бумагами ведется на фондовых биржах, однако большинство видов ценных бумаг обращается вне бирж.

Внебиржевой рынок охватывает операции с ценными бумагами, совершаемые вне биржи, и представляет собой компьютеризированные системы торговли ценными бумагами с упрощенными правилами допуска ценных бумаг, участников, технологий торговли.

Если биржевой рынок – это всегда организованный рынок, то *внебиржевой рынок* может быть как организованным, так и неорганизованным («уличным», «стихийным»). В настоящее время в странах с развитой рыночной экономикой подавляющее значение имеет только организованный рынок ценных бумаг, который представлен либо фондовыми биржами, либо небиржевыми системами электронной торговли.

Наиболее известными внебиржевыми системами являются «система автоматической котировки Национальной ассо-

циации инвестиционных дилеров» (NASDAQ) и «Ценные бумаги национального рынка» (NMS) в США, Канадская система внебиржевой автоматической торговли (COATC).

В зависимости *от сроков исполнения сделки* с ценными бумагами, рынки ценных бумаг подразделяются на кассовые и срочные. *Кассовый рынок* - это рынок *немедленного исполнения заключенных сделок*, при этом чисто технически их исполнение может растянуться на срок до одного-пяти дней, если требуется поставка самой ценной бумаги в физическом виде.

Срочный рынок ценных бумаг это рынок с *отсроченным исполнением сделки*. Как правило, традиционные ценные бумаги (акции, облигации) обращаются на кассовом рынке, а контракты на производные инструменты рынка ценных бумаг на срочным рынке.

В зависимости от *формы торговли* различают традиционной и компьютеризированной рынок ценных бумаг.

Традиционный рынок – это форма торговли ценными бумагами, при которой продавцы и покупатели ценных бумаг (обычно в лице фондовых посредников) непосредственно встречаются в определенном месте и происходит публичный гласный торг (как в случае биржевой торговли) или ведутся закрытые торги, переговоры, которые по каким-либо причинам не подлежат широкой огласке.

Компьютеризированный рынок - это формы торговли ценными бумагами на основе использования компьютерных се-

тей и современных средств связи. Для него характерны:

- *отсутствие физического места встречи* продавцов и покупателей; компьютерные торговые места располагаются непосредственно в офисах фирм, торгующих ценными бумагами, или непосредственно их продавцов и покупателей;

- *непубличный характер процесса* ценообразования, автоматизация процесса торговли ценными бумагами;

- *непрерывность во времени и пространстве* процесса торговли ценными бумагами.

По *региональному признаку* различают:

- национальный;

- региональный;

- международный рынок.

3.5. Экономическая модель рынка ценных бумаг

Модель рынка ценных бумаг – это способ организации фондового рынка в зависимости от вида институтов, выполняющих функции фондовых посредников.

В международной практике различают три модели организации рынка ценных бумаг.

Банковская (европейская) модель рынка ценных бумаг – это такая его организация, при которой функцию фондовых посредников выполняют коммерческие банки. Этой модели присущи такие особенности, как преобладание доли финансирования за счет облигационных займов (соотношение облигаций и акций – 10 : 1), высокая доля прямого банковского кредита (50-60%) в финансировании экономики страны,

относительно высокая степень участия банков в уставных фондах промышленных предприятий, преобладание влияния банков на рынке ценных бумаг. Примером банковской модели рынка ценных бумаг является фондовый рынок Германии.

Небанковская (американская) модель рынка ценных бумаг – это такая его организация, при которой функцию фондовых посредников выполняют небанковские финансовые институты, компании по ценным бумагам. К особенностям этой модели относятся: высокая доля акционерного капитала на рынке ценных бумаг; большой удельный вес коммерческих бумаг; доминирующая роль брокерских компаний, инвестиционных фондов и других небанковских институциональных инвесторов; финансирование дефицита бюджета только путем выпуска ценных бумаг; низкая доля прямого банковского кредита (25-30%) в финансировании экономики страны; низкая доля участия банков в уставных фондах промышленного сектора экономики. Примером небанковской модели рынка ценных бумаг является фондовый рынок США.

Смешанная модель рынка ценных бумаг – это такая его организация, при которой функцию фондовых посредников выполняют как коммерческие банки, так и небанковские финансовые институты, при наличии у них равных прав и возможностей при проведении операций с ценными бумагами. Примером смешанной модели рынка является рынок цен-

ных бумаг Франции.

Рынок ценных бумаг Беларуси относится к так называемым развивающимся, зарождающимся рынкам. Поэтому в Беларуси, как и в странах Центральной и Восточной Европы, складывается смешанная модель фондового рынка, в которой присутствуют черты как североамериканской, так и европейской моделей. В качестве основных ее характеристик можно назвать значительную роль государства в процессе создания фондового рынка, прямое кредитование на покрытие дефицита бюджета наряду с выпуском государством ценных бумаг, относительно высокую долю ценных бумаг банков и финансовых инструментов на финансовом и фондовом рынках государства.

3.6. Контрольные вопросы

1. Что такое рынок ценных бумаг?
2. Каким образом рынок ценных бумаг связан с рынком капитала?
3. Имеется ли различие между рынком ценных бумаг и фондовым рынком?
4. Является ли рынок производных финансовых инструментов частью рынка ценных бумаг?
5. Каковы основные функции рынка ценных бумаг?
6. В чем состоит специфика функций рынка ценных бумаг?
7. Назовите субъектов рынка ценных бумаг.
8. Чем отличаются профессиональные участники рынка

ценных бумаг от непрофессиональных?

9. В чем отличие брокера от дилера?

10. Почему банки относятся к институциональным инвесторам?

11. Чем отличаются стратегические инвесторы от портфельных?

12. Кто выводит ценные бумаги эмитента на международный рынок?

13. Что такое клиринг?

14. В чем принципиальное отличие кассового от срочного рынка?

15. Может ли сделка со сроком исполнения пять дней считаться кассовой?

16. В чем отличие американской от европейской модели рынка ценных бумаг?

Глава 4.
Сущность ценных бумаг и их экономические содержание

Цель: раскрыть сущность ценных бумаг с экономической и юридической точек зрения, рассмотреть основные свойства и характеристики ценных бумаг.

План занятия.

1. Юридическое понятие ценной бумаги.

2. Экономическое содержание ценных бумаг.
3. Фундаментальные свойства ценных бумаг.
4. Классификация ценных бумаг.
5. Понятие международных ценных бумаг.

Ключевые понятия.

Ценная бумага; экономическое содержание ценной бумаги; имущественные права по ценной бумаге; фундаментальные свойства ценных бумаг: обращаемость, доступность для гражданского оборота, стандартность, серийность, документальность, регулируемость, рыночность, ликвидность, риск, обязательность исполнения.

Правовой статус эмитента, государственные ценные бумаги, муниципальные ценные бумаги, корпоративные ценные бумаги, долевые ценные бумаги, долговые ценные бумаги, производные ценные бумаги, форма существования ценных бумаг, документарные ценные бумаги, бездокументарные ценные бумаги, ценная бумага на предъявителя, именная ценная бумага, ордерная ценная бумага, индоссамент, срок существования ценной бумаги, кратко-, средне-, долгосрочные ценные бумаги, бессрочная ценная бумага, способ выпуска ценных бумаг, эмиссионная ценная бумага, неэмиссионная ценная бумага, инвестиционные ценные бумаги, неинвестиционные ценные бумаги, международные ценные бумаги, евробумаги.

Литература: [7, с. 25-44]; [8, с. 66-73]; [10, с. 11-36]; [11, с. 36-92]; [12, с. 41-55].

4.1. Юридическое понятие ценной бумаги

В Гражданском Кодексе Республики Беларусь дается следующее определение ценных бумаг: «*Ценной бумагой* является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы или обязательных реквизитов *имущественные права*, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении. С передачей ценной бумаги переходят все удостоверяемые ею права в совокупности».

В этом определении следует выделить следующие отличительные признаки ценной бумаги: 1) это документ, который составляются с соблюдением установленной формы или обязательных реквизитов; 2) он удостоверяет имущественные права; 3) осуществление или передача имущественных прав возможны только при предъявлении этого документа.

Таким образом, под это определения попадают и документы, не рассматриваемые в качестве ценных бумаг, например, внутрибанковские расчетные документы - платежные поручения, аккредитивы, гарантии и поручительства; исполнительные документы судов; складские документы.

Поэтому чтобы стать ценной бумагой, документ должен быть признан государством в качестве таковой. В Беларуси к ценным бумагам относятся *государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные ценные бума-*

ги и другие документы, которые законодательством отнесены к числу ценных бумаг [ГК]. Положением «О производных ценных бумагах», утвержденным 04.02.2002 Постановлением Комитета по ценным бумагам при Совете Министров Республики Беларусь, к ценным бумагам, обращающимся на территории республики, также относятся *опционы, фьючерсы и опционы эмитента*.

4.2. Экономическое содержание ценных бумаг

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 – это форма существования капитала, отличная от его товарной, производительной и денежной форм, которая может передаваться вместо самого капитала, обращаться на рынке как товар и приносить доход. Суть ее состоит в том, что у владельца капитала сам капитал отсутствует, но имеются все права на него, которые и зафиксированы в форме ценной бумаги.

Ценность ценной бумаги состоит в тех правах, которые она дает своему владельцу. Владелец обменивает свой товар или деньги на ценную бумагу только в том случае, если он уверен, что эта бумага ничуть не хуже, а даже лучше (удобнее), чем сами деньги или товар.

Для раскрытия экономической сущности ценных бумаг

необходимо рассмотреть дополнительные качества (*значение ценной бумаги*), без которых документ не может претендовать на статус ценной бумаги.

Во-первых, *за ценной бумагой обычно стоит некоторая сумма капитала, которая приносит доход*. Появление ценной бумаги связано с передачей некоторой суммы денег (или иной ценности, имеющей денежную оценку) с целью получения дохода в будущем. Это отличает ценные бумаги от других, например, проездных документов. Если исключить случаи спекуляции, то приобретение проездного документа пассажиром связано именно с получением транспортной льготы и не преследует цели извлечения дохода. Наоборот приобретение ценной бумаги инвестором связано с вложением средств с целью получения дохода. Если ценная бумага не приносит дохода и не ожидается поступления дохода в будущем, то теряется смысл ее приобретения.

Во-вторых, *имущественные права по ценными бумагам могут быть переданы другому лицу*. *Именной пенсионный полис*, дающий право на получение дополнительной пенсии из негосударственного пенсионного фонда, не является ценной бумагой, так как не может быть передан другому лицу. Не является ценной бумагой и *страховой полис*, право получения страховой премии по которому имеет застрахованное лицо.

В-третьих, *передача ценной бумаги от одного держателя к другому не связана с реальным движением капитала*

или имущества эмитента. Дело в том, что держатель ценной бумаги не имеет прав на имущество эмитента. Конкретное имущество эмитента служит лишь гарантией выполнения обязательств по ценной бумаги. В случае невыполнения обязательств по ценным бумагам залоговое имущество будет реализовано, а вырученные средства пойдут на погашение обязательств. При выпуске необеспеченных ценных бумаг гарантией выполнения обязательств является общая платежеспособность эмитента.

4.3. Фундаментальные свойства ценных бумаг

Итак, *ценная бумага - это имущественные права*, обособившиеся от своей основы и даже имеющие собственную материальную форму (например, в виде бумажного сертификата, записи по счетам и т.п.). Однако, нет основания считать ценными бумагами контракт на покупку-продажу дома, поставку партии сырья, договор аренды оборудования и т.п., если условия этих сделок носят индивидуальный и разовый характер, если передача прав, возникающих из них, может быть обеспечена только составлением нового договора, а не продажей уже заключенного контракта.

В качестве ценных бумаг признаются только такие имущественные права, которые отвечают следующим фундаментальным требованиям: 1) обращаемость; 2) доступность для гражданского оборота; 3) стандартность и серийность; 4) документальность; 5) регулируемость и признание государством; 6) рыночность; 7) ликвидность; 8) риск.

Обращаемость - способность покупаться и продаваться на рынке, а также во многих случаях, выступать в качестве самостоятельного платежного инструмента, облегчающего обращение других товаров.

Доступность для гражданского оборота - способность ценной бумаги быть объектом других гражданско-правовых сделок (займа, дарения, хранения, комиссии, поручения и т.п.).

Стандартность - ценная бумага *должна иметь стандартное содержание* (стандартность прав, которые предоставляет ценная бумага, стандартность участников, сроков, мест торговли, правил учета и других условий доступа к указанным правам, стандартность сделок, связанных с передачей ценной бумаги из рук в руки, стандартность формы ценной бумаги и т.п.). Именно стандартность делает ценную бумагу товаром, способным обращаться.

Серийность - возможность выпуска ценных бумаг однородными сериями, классами. Часто в качестве ценной бумаги признаются именно стандартные, серийные документы, которые могут выпускаться и обращаться однородными группами. Соответственно, может быть не признан ценной бумагой документ, за которым стоит разовое, с индивидуальными условиям имущественное отношение - документ, имеющий уникальные реквизиты и выражающий сугубо индивидуальную, неповторяющуюся сделку.

Документальность. Ценная бумага - *это всегда доку-*

мент, независимо от того, существует ли она в форме бумажного сертификата или в безналичной форме записи по счетам.

Согласно установившейся правовой практике, ценная бумага, как документ, должна содержать все предусмотренные законодательством *обязательные реквизиты*. Отсутствие хотя бы одного из них влечет недействительность ценной бумаги, или переводит данный документ из разряда ценных бумаг в разряд иных обязательственных документов.

Регулируемость и признание государством. Документы, претендующие на статус ценных бумаг, *должны быть признаны государством в качестве таковых*, что должно обеспечить их хорошую регулируемость и, соответственно, доверие публики к ним.

Рыночность. Ценная бумага существует только как особый товар, который, имеет свой рынок с присущей ему организацией, правилами работы на нем и т.д.

Ликвидность - способность ценной бумаги быстро и с минимальными потерями быть превращенной в денежные средства (в наличной и безналичной форме).

Риск - возможность потерь, связанных с инвестициями в ценные бумаги и неизбежно им присущие. Финансовая, денежная сфера, как вторичная, производная от реального производства, еще в большей мере, чем производственный сектор, чувствительна к вероятностным воздействиям неблагоприятных факторов.

Обязательность исполнения. Не допускается отказ от исполнения обязательства, выраженного ценной бумагой, если только не будет доказано, что ценная бумага попала к держателю неправомерным путем.

4.4. Классификация ценных бумаг

В настоящее время существуют различные подходы к отнесению ценных бумаг к тем или иным классам, группам, видам, типам по определенным признакам, характеристикам, функциям, то есть к их классификации (рис. 4.1).

Как любая экономическая категория ценная бумага имеет соответствующие характеристики: временные; пространственные, рыночные. *Временные* характеристики включают: срок существования, происхождение (ведет ли начало ценная бумага от своей первичной основы – товар, деньги – или от других ценных бумаг); *пространственные:* форма существования; национальная принадлежность; территориальная принадлежность; *рыночные*: форма владения (именная, документарная); форма выпуска (эмиссионная, неэмиссионная); форму собственности и вид эмитента (того, кто выпускает на рынок ценную бумагу - государство, корпорации, частные лица); форма вложения средств (инвестируются деньги в долг или для владения правом на собственность), характер обращаемости (свободно обращается на рынке или есть ограничения); степени риска вложений (высокая, низкая); форму выплаты дохода.

Правовой статус эмитента

Государственные

Муниципальные

Прочих эмитентов

Краткосрочные

Среднесрочные

Долгосрочные

Бессрочные

Именные

На предъявителя

Ордерные

Срок существования
Фиксация прав владельца (по типу)
Документарные
Бездокументарные

Форма существования
Эмиссионные
Неэмиссионные
Способ выпуска
Долевые
Долговые
Производные
ЦЕННЫЕ БУМАГИ
Цель выпуска

Рис. 4.1. Классификация ценных бумаг

1. По *цели выпуска* ценные бумаги можно подразделить на *долевые, долговые* и *производные*.

Долевые ценные бумаги удостоверяют факт внесения средств в капитал эмитента, право на долю имущества в случае ликвидации эмитента и право на получение дохода. Срок действия таких бумаг обычно не ограничен. К долевым ценным бумагам относятся акции акционерных обществ.

Долговые ценные бумаги удостоверяют отношения займа между владельцем ценных бумаг (кредитором) и лицом, выпустившим ценную бумагу (должником или заемщиком). К долговым ценным бумагам относятся все виды облигаций, депозитные и сберегательные сертификаты, векселя, а также закладные.

Ценные бумаги, в основе которых лежат другие ценные бумаги (акции, облигации) или финансовые инструменты (валюта, фондовые индексы), получили название *производ-*

ных ценных бумаг. Они дают право их владельцам или обязывают их совершить покупку или продажу базисного актива в оговоренный срок и по фиксированной цене.

2. В зависимости от *формы существования* ценные бумаги могут быть как *документарными* в виде обособленных документов, так и *бездокументарными* в виде записей на счетах уполномоченных организаций. Так, например, в Беларуси государственные и муниципальные краткосрочные облигации выпускаются в форме записей на счетах уполномоченных банков. Однако не все ценные бумаги могут быть выпущены в такой форме. Например, в соответствии с законодательством Республики Беларусь банковские сертификаты выпускаются только в документарной форме. Корпоративные облигации могут выпускаться в обеих формах.

3. По *порядку фиксации прав владельца* по ценной бумаге: именные; на предъявителя; ордерные.

Права, удостоверенные ценной бумагой, могут принадлежать (*субъекты прав*):

- предъявителю ценной бумаги (*ценная бумага на предъявителя*);

- названному в ценной бумаге лицу (*именная ценная бумага*);

- названному в ценной бумаге лицу, которое может само осуществить эти права или назначить своим распоряжением (приказом) другое управомоченное лицо (*ордерная ценная бумага*).

Передача прав по ценной бумаге (*форма обращения*).

1) Для передачи другому лицу прав, удостоверенных ценной бумагой на предъявителя, достаточно *вручения* ценной бумаги этому лицу.

2) Права, удостоверенные именной ценной бумагой, передаются в порядке, установленном для *уступки требований (цессии)*. Лицо, передающее право по данной бумаге, несет ответственность за недействительность соответствующего требования, но не отвечает за его исполнение. В случае продажи или передачи таких ценных бумаг необходимо произвести изменение имени владельца в тексте бумаги и реестре держателей.

3) Права *по ордерной ценной бумаге* передаются путем совершения на этой бумаге передаточной надписи - *индоссамента*, который несет ответственность не только за существование права, но и за его осуществление. Индоссамент, совершенный на ценной бумаге, переносит все права, удостоверенные ценной бумагой, на лицо, которому или приказу которого передаются права по ценной бумаге, - индоссата. Индоссамент может быть бланковым (без указания лица, которому должно быть произведено исполнение) или ордерным (с указанием лица, которому или приказу которого должно быть произведено исполнение).

Почти все виды долевых, долговых и производных ценных бумаг могут быть как именными, так и на предъявителя. Законодательством может быть исключена возможность пуска

ценных бумаг определенного вида в качестве именных или ордерных или на предъявителя. Так, по состоянию на начало 2006 г. в Беларуси не могли выпускаться банковские сертификаты на предъявителя.

Некоторые виды ценных бумаг могут быть выпущены как в именной, так и предъявительской форме. К ним, в частности можно отнести облигации. В Беларуси в таких формах выпускаются государственные облигации, облигации Национального и коммерческих банков.

4. В зависимости от *срока существования* ценные бумаги можно условно разделить на: *срочные* (*краткосрочные*, *среднесрочные*, *долгосрочные)* и *бессрочные*.

К *краткосрочным ценным бумагам* относятся финансовые требования со сроком действия до одного года. Они продаются, как уже отмечалось выше, на денежном рынке, поэтому их называют «инструментами денежного рынка». К краткосрочным бумагам относятся векселя, депозитные сертификаты, некоторые облигации и производные бумаги.

Ценные бумаги, имеющие срок действия более одного года, называют «инструментами рынка капиталов». Среди этих бумаг обычно выделяют среднесрочные - со сроком действия от 1 года до 5 лет (иногда до 10 лет), долгосрочные - со сроком действия от 5 (10) до 30 лет и бессрочные, срок действия которых не ограничен.

5. В зависимости от *правового статуса эмитента* ценные бумаги подразделяются на *государственные*, *муници-*

пальные и *корпоративные*. Первые два вида ценных бумаг представлены долговыми обязательствами, а ценные бумаги прочих эмитентов выпускаются как в форме долговых, так и долевых ценных бумаг.

Государственные ценные бумаги выпускаются *от имени правительства*, которое несет по ним ответственность имуществом государства. В настоящее время в Беларуси выпускаются государственные краткосрочные и государственные долгосрочные облигации, облигации государственного сберегательного займа, векселя правительства. Именные приватизационные чеки "Имущество" и чеки "Жилье" также являются государственными ценными бумагами.

Муниципальные ценные бумаги выпускаются от имени *местных органов управления* и обеспечиваются имуществом (объектами) муниципальной собственности.

К *корпоративным ценным бумагам* относятся ценные бумаги, выпускаемые всеми субъектами хозяйствования, включая банки. Акции могут выпускать только акционерные общества.

Отдельно необходимо отметить возможность выпуска ценных бумаг центральными банками. В целях регулирования текущей ликвидности банковской системы Национальный банк Республики Беларусь осуществляет эмиссию краткосрочных облигаций.

6. В зависимости от *способа выпуска* ценные бумаги делятся на эмиссионные и неэмиссионные.

Эмиссионные ценные бумаги выпускаются отдельными сериями (выпусками), внутри которых все ценные бумаги имеют абсолютно одинаковые характеристики (номинальная стоимость, срок обращения и др.). Гражданским Кодексом Республики Беларусь к эмиссионным ценным бумагам отнесены акции, облигации и другие ценные бумаги, определенные законодательством.

Неэмиссионные ценные бумаги имеют индивидуальный характер выпуска. К ним можно отнести практически все ценные бумаги, за исключением акций и облигаций. Наиболее типичными из них являются векселя и банковские сертификаты. Так, банковские сертификаты, бланки которых регистрируются в Национальном банке путем присвоения им идентификационных номеров, могут выписываться коммерческими банками на любые сроки и суммы.

Тип использования. *Инвестиционные*, или капитальные вложения – ценные бумаги, являющиеся объектом реального вложения капитала (акции, облигации, фьючерсные контракты и др.) *Неинвестиционные* – ценные бумаги, служащие, для обслуживания расчетов за товары или услуги (векселя, чеки, коносаменты).

4.4. Понятие международных ценных бумаг

В общем, определение международных ценных бумаг можно дать следующим образом: *международные ценные бумаги* – это ценные бумаги, выпущенные в валюте, отличной от национальной валюты эмитента.

Международные ценные бумаги торгуются со следующими характерными чертами:

- проходят андеррайтинг и размещаются посредством синдиката, минимум два участника которого зарегистрированы в разных государствах;

- предлагаются в значительных объемах в одном и более государствах, кроме страны регистрации эмитента;

- могут быть первоначально приобретены только при посредничестве кредитной организации или другого финансового института.

Ценные бумаги, обращающиеся на мировом финансовом рынке, могут быть выпущены нерезидентом в стране эмитента (*иностранные ценные бумаги*), так и непосредственно на международных рынках (*международные ценные бумаги*).

Часто вместо термина «международные ценные бумаги» используется термин «евробумаги». Приставка «евро» - это дань традиции, поскольку первые евробумаги появились в Европе, торговля ими осуществляется в основном там же.

4.6. Контрольные вопросы

1. Почему юридическое определение ценной бумаги является несовершенным?

2. Каково экономическое содержание ценной бумаги?

3. Какие документы отнесены белорусским законодательством к ценным бумагам?

4. Какие права удостоверяет ценная бумага?

5. Какие отношения возникают между эмитентом и дер-

жателем ценной бумаги?

6. Охарактеризуйте фундаментальные свойства ценных бумаг.

7. Покажите, что ценные бумаги являются специфическим товаром.

8. Могут ли местные органы власти выпускать долевые ценные бумаги?

9. Как осуществляется передача прав по именной ценной бумаге?

10. В чем состоит специфика ордерной ценной бумаги?

11. В чем принципиальное различие между долевыми и долговыми бумагами?

12. Какие субъекты хозяйствования могут выпускать акции?

13. Чем отличаются ордерные ценные бумаги от именных?

14. Почему производные ценные бумаги выделены в особую группу?

15. Каковы основные признаки международных ценных бумаг?

Глава 5.
иНВЕСТИЦИОННЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ценных бумаг

Цель: раскрыть основные понятия, методы и показатели

оценки эффективности инвестирования в ценные бумаги.

План занятия.

1. Доход и доходность.
2. Приведение доходности к базовому периоду.
3. Наращение.
4. Дисконтирование.
5. Риск ценных бумаг.
6. Ликвидность ценных бумаг.

Ключевые понятия: *доход, доходность, процентная ставка, дисконт, дисконтная ставка, доходность за период, базовый период, номинальная доходность, годовая доходность, эффективная доходность, простая процентная ставка, наращение, наращенная сумма, метод наращения, наращение по простой процентной ставке, приведение по простой процентной ставке, сложные проценты, капитализация процентов, наращение по сложной процентной ставке, дисконтирование, дисконтирование по простой процентной ставке, дисконтирование по сложной процентной ставке, банковское дисконтирование, приведенная стоимость, дисконтирование по сложной учетной ставке, риск ценной бумаги, процентный риск, риск реинвестирования, риск досрочного отзыва, риск дефолта, риск снижения рейтинга ценной бумаги, инфляционный риск, валютный риск, риск ликвидности, среднеквадратичное отклонение, коэффициент вариации, ликвидность ценной бумаги, ежедневный объем сделок, спред*.

Литература: [2, с. 203-213]; [5, с. 8-16, 31-41, 42-69, 94-105]; [6, с. 36-60]; [9, с.205-212].

5.1. Доход и доходность

Каждая ценная бумага удостоверяет определенную финансовую операцию. Лица, участвующие в финансовой операции (сделке), должны четко представлять ее результаты, выгодность и эффективность. Существуют общие схемы и понятия, позволяющие определить эффективность операции, сравнить различные операции и выбрать наиболее эффективные из них. В данной лекции не конкретизируя виды ценных бумаг, будут рассмотрены общие схемы финансовых расчетов, связанных с ними.

Простейший вид финансовой операции – однократное инвестирование некоторой суммы P с условием, что через время T будет возвращена сумма S.

Доход – это приращение капитала за период инвестиции:

$$\Delta S = S - P, \quad (5.1)$$

где ΔS – доход от инвестиции в ценные бумаги; S, P – сумма инвестиции соответственно в конце и в начале периода инвестиции.

Поскольку доход является абсолютной величиной, то он не позволяет проводить сопоставительный анализ при инвестировании разных сумм в разные ценные бумаги. Для этого используют относительные показатели, такие как доходность (процентная ставка) и дисконтная ставка (учетная ставка, от-

носительная скидка).

Доходность – приращение капитала, отнесенного к начальной сумме инвестиции:

(5.2)

где r - доходность или процентная ставка за период T (десятичная дробь).

Доходность показывает, какая доля исходного капитала будет возвращена в виде дохода.

Дисконт – это скидка к конечной сумме капитала за период инвестиции:

$D = S - P$, (5.3)

где D – дисконт к конечной сумме инвестиции в ценные бумаги.

Дисконтная ставка – дисконт, отнесенный к конечной сумме инвестиции:

(5.4)

где d – дисконтная ставка (учетная ставка, относительная скидка).

Очевидно, что все введенные величины взаимосвязаны.

$P = S \cdot (1 - d)$; $d = r / (1 + r)$; $r = d / (1 - d)$. (5.5)

Последние формулы показывают, что инвестиции в ценные бумаги удобно характеризовать либо как «начальная сумма – доходность», либо как «конечная сумма – дисконт». Иногда вместо дисконтной ставки используют *дисконт-фактор*.

(5.6)

Как правило, и доходность, и дисконт выражают в процентах, умножая соответствующие величины на 100. Эта традиция настолько сильна, что вместо термина «доходность» часто говорят «процентная ставка», а ценные бумаги, удостоверяющие долговые обязательства, называют процентными.

Эффективность инвестиций в ценные бумаги зависит от трех факторов: цены покупки, промежуточных выплат и цены продажи.

(5.7)

где r – доходность; P_S – цена продажи; P_B – цена покупки; – промежуточные выплаты, полученные за время владения ценной бумагой.

Приведенные формулы для расчета доходности и дисконта не дают возможности сопоставить эффективность данных инвестиций с эффективностью других вложений, так как периоды инвестиций могут не совпадать. Поэтому доходность обычно приводят к определенному базовому периоду времени – как правило, одному году.

5.2. Приведение доходности к базовому периоду

Общепринято доходность инвестиций указывать за базовый период, равный одному году, а доходность r_T за фактический период T вычислять по схеме простых или сложных процентов. При использовании схемы простых процентов составляется обычная пропорция

, (5.8)

где r_T – доходность за период T; r – доходность за базовый

период $T_б$.

Откуда доходность за период T будет равна

(5.9)

где t – срок в годах.

Если длительность краткосрочного вложения измеряется в днях, то длительность базового периода $T_б$ измеряется также в днях, но используют либо точную длительность (365 или 366 дней), либо, более часто, приближенную (360 дней или 12 месяцев, имеющих условно равную длительность в 30 дней).

Общим правилом для расчета доходности ценных бумаг является сопоставление затрат на покупку ценной бумаги с доходом, который она генерирует. Основная формула расчета годовой доходности ценной бумаги за период меньше года выводится из приведенных выше формул и имеет вид:

(5.10)

Множитель $365/T$ в данном случае приводит полученный за любой период времени доход к годовой размерности по схеме простых процентов.

При расчетах по долгосрочным инвестициям в ценные бумаги, охватывающих несколько полных лет, используют схему сложных процентов

$$(1 + r_T) = (1 + r)^T. \quad (5.11)$$

Отсюда доходность за период T будет рассчитываться по формуле

$r_T = (1 + r)^T - 1$. (5.12)

Если известна сумма инвестиции в начальный и конечный моменты времени, то подставляя в формулу (11) вместо $(1 + r_T)$ отношение S/P и разрешая полученное уравнение относительно r, получим формулу для расчета годовой доходности по формуле сложных процентов

(5.13)

5.3. Наращение

Любые финансовые вычисления по ценным бумагам базируются на двух концептуальных методах расчета: наращения (начисление процентов) и дисконтирования.

Наращенной суммой называется результат сложения суммы, инвестированной в ценные бумаги, и начисленных процентов, а *наращением* – процесс вычисления наращенной суммы.

Метод наращения используется для вычисления суммы инвестиции, которая будет получена через определенное время, если на нее будут начисляться проценты по действующей ставке.

$S = P \cdot (1 + r)$, (5.14)

где S, P - сумма инвестиции соответственно в конечный и начальный моменты времени; r - процентная ставка или доходность.

Поскольку доходность ценных бумаг задается, как правило, в годовом исчислении, то используя формулу приведения к базовому периоду, получаем

(5.15)

где r – годовая доходность (десятичная дробь); t – срок инвестиции в днях.

Если срок инвестиции задается в годах, то формула наращения имеет вид:

$S = P \cdot (1 + r \cdot t)$, (5.16)

где r – годовая доходность (десятичная дробь); t – срок инвестиции в годах.

По методу начисления проценты можно разделить на простые и сложные. Критерием их разделения выступает *база начисления*. При *простых процентах* база начисления остается неизменной на всем протяжении срока начисления, то есть проценты начисляются на ту сумму капитала, которая была в начальный момент времени:

$S = P \cdot (1 + r \cdot n)$, (5.17)

где r – доходность за период (десятичная дробь); n – число периодов начисления процентов.

В случае начисления *сложных процентов* база начисления изменяется во времени и возрастает каждый раз, когда к основной сумме долга добавляются проценты, начисленные в предыдущем периоде. Такой процесс называется *капитализацией процентов*. В результате темп прироста конечной суммы при начислении по сложной ставке процентов оказывается значительно выше, чем при простой ставке. Формула расчета наращенной суммы инвестиции по формуле сложных процентов имеет вид

$S = P \cdot (1 + r)^n$, (5.18)

где r – доходность за период начисления процентов; n – число периодов начисления процентов.

Если срок инвестиции задается в годах, то формула наращения имеет вид:

$S = P \cdot (1 + r)^t$, (5.19)

где r – годовая доходность (десятичная дробь); t – срок инвестиции в годах.

При начислении процентов несколько раз в году наращенная сумма рассчитывается по формуле:

(5.20)

где r – номинальная годовая доходность; m – периодичность начисления процентов в году; n – количество лет начисления процентов.

При начислении процентов нецелое число лет принято применять *смешанный метод начисления*, при котором сложные проценты начисляются на целое число периодов, а начисление дробной части ведется по простой ставке процента:

$S = P \cdot (1 + r)^n \cdot (1 + r \cdot k)$, (5.21)

где r – доходность за период начисления процентов; n – число периодов начисления процентов; k – дробная часть периода начисления процентов.

Эффективная доходность при начислении процентов несколько раз в году измеряет тот реальный относительный

доход, который будет получен за год. Иначе говоря, она отвечает на вопрос, какую годовую ставку сложных процентов нужно установить, чтобы получить такой же финансовый результат, как и при m-разовом начислении процентов в году по ставке r/m.

Из равенства наращенных сумм следует

(5.22)

откуда эффективная доходность $r_э$ рассчитывается по формуле

(5.23)

5.4. Дисконтирование

Приведенной стоимостью называется текущая стоимость будущей денежной выплаты (серии выплат) с поправкой на определенную процентную ставку, а *дисконтированием* процесс вычисления приведенной стоимости, или процесс, обратный начислению процентов. *Метод дисконтирования* по своей сути противоположен методу наращения и используется для определения суммы, которую необходимо уплатить сейчас при заданном уровне доходности, для того чтобы получить доход в будущем.

Формула *дисконтирования по простой ставке* следует из формулы наращения и имеет следующий вид:

. (5.24)

где P – приведенная стоимость; S – будущая стоимость; r – годовая доходность (десятичная дробь); t – срок инвестиции.

Полученная сумма P является приведенной стоимостью

будущей суммы *S*, которая образуется через *t* дней при действующей доходности *r*.

Формула *дисконтирования по ставке сложных процентов* с начислением процентов за период

, (5.25)

где *n* – количество периодов начисления процентов.

Формула дисконтирования по ставке сложных процентов с начислением процентов *m* раз в году

. (5.26)

Банковское дисконтирование основано на использовании учетной ставки *d*, то есть проценты начисляются на сумму, подлежащую уплате в конце периода инвестиции.

При банковском дисконтировании приведенная стоимость определяется по формуле

, (5.27)

где *P* – приведенная стоимость; *S* – будущая стоимость; *d* – учетная ставка, % годовых; *t* – срок, год.

, (5.28)

Дисконтирование по сложной учетной ставке

, (5.29)

где *d* – учетная ставка за период дисконтирования; *n* – число периодов дисконтирования.

Формула дисконтирования по сложной учетной ставке с дисконтированием процентов несколько раз в году

, (5.30)

где *d* – годовая учетная ставка; *m* – число периодов дис-

контирования в течение года; n – число лет.

5.5. Риск ценных бумаг

Риск относится к возможности наступления какого-либо неблагоприятного события. Финансовый риск связан с неопределенностью эффективности операции в момент заключения сделки, обусловленной невозможностью точного определения цены или доходности в будущем. Поэтому финансовая операция считается рискованной, если ее эффективность не полностью известна в момент заключения сделки.

Риск ценной бумаги – это вероятность отклонения фактической доходности ценной бумаги от ее ожидаемой доходности.

Чем больше абсолютная величина отклонения фактической доходности ценной бумаги от ее ожидаемого значения, тем выше степень риска. По факторам, обуславливающим появление этих отклонений, все риски ценных бумаг могут быть классифицированы следующим образом: 1) процентный риск; 2) риск реинвестиций; 3) риск досрочного отзыва; 4) риск дефолта; 5) риск понижения рейтинга ценной бумаги; 6) валютный риск; 7) инфляционный риск; 8) риск ликвидности.

Процентный риск проявляется в изменении цены или доходности ценной бумаги, обусловленном изменением рыночных процентных ставок. Процентной риск заключается в том, что реальный возврат на вложенные в ценные бумаги

деньги может оказаться ниже, чем предполагалось, в результате изменения общих рыночных условий в ставках процента. Процентный риск ценной бумаги определяется чувствительностью ее стоимости к изменению рыночной процентной ставки.

Риск реинвестиций – это снижение доходности ценной бумаги, обусловленное тем, что полученные по ней выплаты или полученные при ее погашении средства будут реинвестированы под меньшую процентную ставку. При покупке ценной бумаги инвестор ориентируется на доходность и исходит из того, что процентные или дивидендные выплаты по ней будут реинвестированы по процентной ставке, действующей в момент покупки ценной бумаги. Однако в период владения ценной бумагой рыночные процентные ставки могут снизиться, получаемые по ценной бумаге выплаты будут реинвестированы под меньшую процентную ставку и реальная доходность ценной бумаги окажется меньше, чем ожидаемая.

Риск досрочного отзыва возникает в том случае, если эмитент воспользуется своим правом досрочного исполнения обязательств. Как правило, эмитент отзывает ценные бумаги в двух случаях. В первом случае, при снижении уровня процентных ставок ценные бумаги с фиксированным доходом отзываются для рефинансирования долга. Эмитент выкупает ценные бумаги, чтобы выпустить новые под более низкий процент и таким образом уменьшить финансовое

бремя обслуживания долга. Риск держателя ценной бумаги состоит в том, что получив средства за выкупленную бумагу, он сможет реинвестировать их только под более низкий процент, поскольку процентные ставки на рынке упали.

Во втором случае, при резком росте уровня процентных ставок ценные бумаги с переменным доходом отзываются для страхования от чрезмерных выплат на обслуживание долга. Эмитент ограничивает сверху доходности предстоящих выплат заранее установленным предельным значением и отзывает ценные бумаги с рынка, когда процентные ставки становятся для него неприемлемыми. Риск инвестора заключается в недополучении дохода по сравнению с альтернативными инструментами.

Риск дефолта – это вероятность того, что эмитент ценной бумаги может оказаться не в состоянии вовремя произвести выплаты основной суммы долга или процентов по нему или выполнить другие обязательства, которые вытекают из условий выпуска ценной бумаги. Обычно его измеряют с помощью рейтинга, присваиваемого рейтинговыми компаниями, такими, как *Moody's Investor Service*, *Standard & Poor's*, *Fitch Investor Service*.

Риск снижения рейтинга ценной бумаги – это вероятность недополучения дохода владельцем ценной бумаги в результате понижения ее рейтинга. Этот вид риска связан с тем, что кредитоспособность эмитента постоянно изменяется во времени и ее ухудшение может быть отмечено рейтинговым

агентством путем понижения рейтинга бумаги. Если рейтинг бумаги снизился, то премия за риск по этой бумаге должна быть увеличена. Однако ее владелец после снижения ее рейтинга будет получать те же выплаты, что и в момент ее приобретения. Именно это недополучение дохода по ценной бумаге и характеризует риск снижения рейтинга.

Инфляционный риск – это вероятность снижения реальной доходности ценной бумаги в результате превышения фактического уровня инфляции над ожидаемым уровнем, на который ориентировался инвестор в момент приобретения ценной бумаги. Инфляционный риск связан с тем, что в момент выплаты по ценной бумаге уровень инфляции будет отличаться в большую сторону от уровня инфляции в момент ее покупки и реальная доходность инвестора снизится.

Валютный риск заключается в потере стоимости ценной бумаги, номинированной в одной валюте и затем деноминированной в другой иностранной валюте. Валютный риск зависит от обменного курса во время выплат по ценной бумаге. Например, для рублевой облигации валютный риск зависит от обменного курса иностранной валюты в дни выплаты процентов или в день ее погашения.

Риск ликвидности возникает в том случае, когда ценную бумагу не удается быстро реализовать по справедливой цене. Низкая ликвидность ценной бумаги порождает один из самых значимых видов риска. Любой инвестор рискует потерять свои деньги из-за того, что в определенный момент

не сможет быстро перевести инвестированные средства в наличность.

Риск ликвидности связан с функционированием вторичного рынка ценных бумаг. Ценные бумаги, которые могут быть куплены или проданы быстро и без существенной уступки в цене, рассматриваются как ликвидные. Чем больше неопределенность в отношении времени, затрачиваемого на покупку или продажу ценной бумаги, и величины уступки в цене, тем большим является риск ликвидности. Риск ликвидности ценной бумаги измеряется отклонением цены, по которой она куплена или продана, от ее справедливой цены.

Таким образом, фактические доходы, связанные с владением ценной бумагой, по тем или иным причинам могут сильно отличаться от ожидаемых, и именно это различие между ожидаемыми и фактическими доходами является характеристикой риска.

Чаще всего для измерения риска ценной бумаги используется *среднеквадратичное отклонение*

(5.31)

где r_t – доходность ценной бумаги за период времени t; - среднегодовая доходность ценной бумаги за n периодов, вычисляемая по формуле:

(5.32)

С точки зрения теории вероятностей среднеквадратичное отклонение служит мерой разброса значений случайной величины вокруг среднего значения. Поэтому для доходности

ценной бумаги как случайной величины среднеквадратичное отклонение, оценивающее степень отклонения возможных конкретных значений доходности от средней или ожидаемой доходности, служит мерой риска, связанного с данной доходностью.

Пример. Предположим, что известные доходности акций *A* и *B* за последние пять лет (табл. 5.1).

Таблица 5.1. Доходности акций *A* и *B*, % годовых

Год	Акция *A*	Акция *B*
1	35	20
2	20	18
3	10	15
4		

-5
10

5
15
12

Используя формулы (5.31) и (5.32) определим среднегодовую доходность и стандартное отклонение акций *A* и *B*.

Таким образом, среднеквадратичное отклонение учитывает не только размер отклонений возможных значений доходности от среднего, но и вероятность такого отклонения. В этом смысле среднеквадратичное отклонение указывает меру неопределенности в ожиданиях инвестора, который оценивает будущую доходность как среднюю по всем возможным значениям. Это обстоятельство и позволяет считать среднеквадратичное отклонение мерой риска ценных бумаг.

Помимо среднеквадратичного отклонения, для измерения степени риска можно использовать также *коэффициент вариации*, который представляет собой среднеквадратичное отклонение, деленное на ожидаемую доходность. Если доходность примерно одинаковая, то нет необходимости использовать коэффициент вариации, так как ценная бумага с большим стандартным отклонением будет иметь и более высокий коэффициент вариации. Если же доходность суще-

ственно отличается, то удобнее использовать коэффициент вариации, который будет показывать степень риска на единицу доходности. Поскольку доходность измеряется в процентах годовых, то коэффициент вариации будет показывать степень риска на 1 % годовых доходности. Коэффициент вариации вычисляется по формуле:

(5.33)

где *CV* – коэффициент вариации; σ – среднеквадратичное отклонение; - ожидаемая доходность.

5.6. Ликвидность ценных бумаг

Ликвидность ценной бумаги – это ее свойство быстро и без потерь превращаться в наличные деньги (с небольшими расходами на реализацию и при отсутствии значительных потерь в курсовой стоимости).

Ликвидная ценная бумага характеризуется узким разрывом между ценой продажи и ценой покупки, небольшими колебаниями цен от сделки к сделке. Ликвидность ценной бумаги тем выше, чем больше число участников продажи и чем выше процент новизны предложенных для продажи ценных бумаг.

Более ликвидная бумага является более желаемой. Среди ценных бумаг наибольшей ликвидностью обладают, как правило, государственные ценные бумаги, так как их продажа не составляет особой трудности и издержки продаж по ним низкие. Ценные бумаги других эмитентов не так ликвидны, вследствие малой доли занимаемого рынка и степени дове-

рия, поэтому их продажа в случае надобности может быть затруднена поиском покупателя.

Показателей ликвидности ценной бумаги может быть достаточно много, и все они характеризуют те или иные стороны процесса оборачиваемости ценной бумаги на рынке. Наиболее часто используемыми показателями являются:

- *ежедневный объем сделок* с ценной бумагой по отношению к ее общему размещенному количеству и по отношению ко всему ежедневному объему сделок на рынке. Чем больше ежедневный объем сделок в абсолютном и любом относительном выражении, тем при прочих равных условиях выше ликвидность ценной бумаги;

- *количество маркет-мейкеров (дилеров)* , которые выставляют свои котировки по данной ценной бумаге. Обычно чем более ликвидна ценная бумага, то есть чем она более востребована на рынке, тем большее число профессиональных торговцев «вынуждены» торговать ею и заинтересованы в торговле ею;

- *спред (разница)* между ценами покупателя (бид) и продавца (аск). По ликвидным ценным бумагам спрэд всегда очень мал, обычно в пределах 0,5% от цены (для сравнения: на рынке недвижимости спрэд может достигать 10% и более). Имеет место и обратное влияние спрэда на ликвидность ценной бумаги. Чем он становится меньше, тем легче совершается заключение рыночных сделок, а потому возрастают их объемы и, соответственно, ликвидность ценной бумаги.

Большой спред характерен для низколиквидных ценных бумаг, поскольку продавцы и покупатели встречаются на рынке редко и их представления о возможной рыночной цене данной ценной бумаги могут очень сильно различаться;

- *время*, необходимое для реализации достаточно крупного (нестандартного) пакета ценных бумаг, в течение которого не будет оказано серьезного влияния на уровень рыночной цены. Для разных ценных бумаг с точки зрения их ликвидности опытным путем устанавливается размер такого пакета, измеряемый обычно в процентах от общего объема рынка данной ценной бумаги, купля-продажа которого не приведет к резкому падению рыночной цены (обычно резким для данного случая считается падение цены более чем на 1%).

5.7. Контрольные вопросы

1. Чем отличаются простые проценты от сложных?

2. Чему равен период времени, при котором наращенные суммы, рассчитанные по формулам простых и сложных процентов, будут равны?

3. Почему эффективная доходность, как правило, больше номинальной доходности? Может ли эффективная доходность быть равна номинальной доходности?

4. Почему результаты дисконтирования одной и той же суммы по одинаковым простым процентным и учетным ставкам не совпадают?

5. Совпадут ли результаты дисконтирования одной и той же суммы по одинаковым сложным процентным и учетным

ставкам?

6. Раскройте понятие «риск ценной бумаги».

7. Охарактеризуйте различные виды риска в зависимости от источников его происхождения.

8. Обоснуйте, почему среднеквадратичное отклонение может служить показателем степени риска ценной бумаги.

9. В каких случаях для оценки степени риска ценных бумаг используется коэффициент вариации?

10. Какова взаимосвязь между уровнем доходности и степенью риска инвестиций?

11. Что такое ликвидность ценной бумаги?

12. Каковы основные показатели ликвидности?

13. Что такое спред?

14. Что представляют собой рейтинги ценных бумаг?

Глава 6.
АКЦИИ

Цель: раскрыть сущность, основные характеристики и фундаментальные свойства акции как ценной бумаги.

План лекции.

1. Общая характеристика и виды акций.
2. Основные характеристики акций.
3. Дивиденд.
4. Доходность акций.

5. Оценка стоимости акций.
6. Международные акции.
7. Американские и глобальные депозитарные расписки.

Ключевые понятия: *акция, категория акции, простая акция, привилегированная акция, тип привилегированной акции, характеристика акции, дивиденд, доходность акции, дивидендный доход, полный доход акции, номинальная цена акции, эмиссионная цена акции, эмиссионный доход, балансовая цена акции, ликвидационная цена акции, курсовая цена акции, капитализация, курс акции, международная акция, евроакция, американская депозитарная расписка, глобальная депозитарная расписка*.

Литература: [4, с. 229-233]; [9, с. 67-90]; [10, с. 55-77, 139-149]; [11, с. 93-126]; [12, с. 56-78].

6.1. Общая характеристика и виды акций

Акция является *бессрочной эмиссионной* ценной бумагой, свидетельствующей о *вкладе в уставный фонд* акционерного общества и удостоверяющей права ее владельца на участие в управлении этим обществом, получение части его прибыли в виде дивидендов и части имущества, оставшегося после расчета с кредиторами, или его стоимости в случае ликвидации акционерного общества (рис. 6.1) [Закон Республики Беларусь «О хозяйственных обществах»].

ДЕНЬГИ

Рис. 6.1. Взаимоотношения акционера и акционерного общества при приобретении акций

Акционер

Акционерное общество

Уставный фонд

АКЦИЯ

Право на:

- участие в управлении
- дивиденды
- часть имущества при ликвидации

Акционерное общество вправе выпускать акции двух категорий: простые (обыкновенные) и привилегированные.

Простая акция - ценная бумага, удостоверяющая право владельца на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов; получение в случае ликвидации акционерного общества части имущества, оставшегося после расчетов с кредиторами, или его стоимости; участие в общем собрании акционеров с правом голоса по вопросам, относящимся к компетенции общего собрания акционеров.

Каждая простая (обыкновенная) акция удостоверяет одинаковый объем прав акционера - ее владельца.

Привилегированная акция - ценная бумага, дающая право ее владельцу на получение части прибыли акционерного общества в виде *фиксированных размеров дивидендов*; получение в случае ликвидации акционерного общества *фиксированной стоимости имущества* либо части имущества,

оставшегося после расчетов с кредиторами; на участие в общем собрании акционеров с правом голоса в особых случаях.

Акционеры - владельцы привилегированных акций вправе участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса при принятии решений о реорганизации и ликвидации акционерного общества, о внесении в устав акционерного общества изменений и (или) дополнений, ограничивающих их права.

В случае, если на общем собрании акционеров было принято решение о невыплате дивидендов по привилегированным акциям определенного типа или было принято решение об их неполной выплате либо решение о выплате дивидендов не было принято, акционеры - *владельцы привилегированных акций такого типа* могут участвовать в последующих общих собраниях акционеров с правом голоса с момента принятия (непринятия) такого решения до момента выплаты по указанным акциям дивидендов в полном объеме.

Каждая привилегированная акция одного типа удостоверяет одинаковый объем прав акционера - ее владельца, определенный уставом акционерного общества.

Типы привилегированных акций различаются объемом удостоверяемых ими прав, в том числе *фиксированным размером дивиденда*, и (или) *очередностью его выплаты*, и (или) *фиксированной стоимостью имущества*, подлежащего передаче в случае ликвидации акционерного общества, и

(или) очередностью его распределения.

Доля привилегированных акций всех типов в общем объеме уставного фонда акционерного общества *не должна превышать 25%*.

Уставом акционерного общества могут быть установлены ограничения суммарной номинальной стоимости или количества простых (обыкновенных) и (или) привилегированных акций, принадлежащих одному акционеру, либо доли принадлежащих ему таких акций в общем объеме уставного фонда акционерного общества.

6.2. Основные характеристики акций

Акция есть ценная бумага которой свойственны следующие характеристики.

1. *Цель выпуска* – долевая.

2. *Форма существования* – документарная или бездокументарная.

Если акция выпущена в документарной форме, то возможна ее замена сертификатом, который представляет собой свидетельство о владении названным в нем лицом, определенным количеством акций. При полной оплате акций акционер получает один сертификат на все количество приобретенных им акций.

3. *Фиксация прав владельца* – именная. По белорусскому законодательству не допускается выпуск акций в качестве *ордерных ценных бумаг* или ценных бумаг *на предъявителя*.

4. *Форма обращения* – уступка прав требования (цессия).

5. *Срок существования* – бессрочная.

Акция не имеет ограничений по сроку своего существования, которые были бы заложены в условиях ее выпуска (эмиссии). Обычно акция прекращает свое существование, когда акционерное общество по каким-то причинам перестает существовать (по решению акционеров, банкротство, реорганизация), или когда имеет место процесс обмена акций на акции другого вида данного общества (в случае замены одних акций на другие) или на акции другого акционерного общества (в случае слияния, присоединения).

Бессрочность акции означает, что заранее не фиксируется размер возвращаемого инвестору капитала и срок его возврата, который растягивается на все время существования акционерного общества.

6. *Правовой статус эмитента* – негосударственная.

7. *Способ выпуска* – эмиссионная.

8. По белорусскому законодательству акция – это *номинированная ценная бумага*, то есть имеет номинальную стоимость, выраженную в белорусских рублях. Номинальная стоимость всех выпускаемых акционерным обществом акций должна быть одинаковой.

6.3. Дивиденд

Акционерное общество вправе распределять между акционерами часть прибыли, остающейся в его распоряжении после уплаты налогов и иных обязательных платежей и покрытия убытков текущих периодов, образовавшихся по вине ак-

ционерного общества, посредством выплаты дивидендов.

Дивиденд – часть чистой прибыли текущего года, приходящаяся на одну акцию.

Порядок объявления и выплаты дивидендов определяется уставом акционерного общества, за исключением срока выплаты дивидендов, который может быть определен решением общего собрания акционеров. В случае, если уставом акционерного общества либо решением общего собрания акционеров срок выплаты дивидендов не определен, он не должен превышать *шестидесяти дней* со дня принятия решения об объявлении и выплате дивидендов.

Чистая прибыль, направляемая на выплату дивидендов, распределяется между акционерами пропорционально числу и в соответствии с категориями принадлежащих им акций.

Список акционеров, имеющих право на получение дивидендов, составляется на основании данных того же реестра владельцев акций, на основании которого был составлен список лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров, принявшем решение о выплате соответствующих дивидендов.

Акционерное общество *не вправе принимать решения* об объявлении и выплате дивидендов, а также выплачивать дивиденды, если:

- уставный фонд оплачен не полностью;
- стоимость чистых активов акционерного общества мень-

ше суммы его уставного фонда и резервных фондов либо станет меньше их суммы в результате выплаты дивидендов;

- акционерное общество имеет устойчивый характер неплатежеспособности в соответствии с законодательством об экономической несостоятельности (банкротстве) или если указанный характер появится у этого общества в результате выплаты дивидендов;

- не завершен выкуп акций акционерного общества по требованию его акционеров.

Однако если о выплате дивидендов объявлено, общество обязано их выплатить по каждому типу (категории) акций.

При выплате дивидендов соблюдается приоритетность. В первую очередь устанавливаются дивиденды по привилегированным акциям, при этом из них на первом месте стоят акции, имеющие преимущество в очередности получения дивиденда, затем выплачиваются дивиденды по прямым привилегированным акциям, а в последнюю очередь дивиденды по акциям, размер дивиденда по которым не определен.

Дивиденд может выплачиваться деньгами или по усмотрению общества иным имуществом (как правило, акциями дочерних предприятий или собственными акциями). Если дивиденды выплачиваются собственными акциями, то такая практика носит название «капитализация доходов» или «реинвестирование».

После того как принято решение о выплате дивидендов по привилегированным акциям, принимается решение о вы-

плате (объявлении) дивидендов по обыкновенным акциям.

Дивиденд рассчитывается только на те акции, которые находятся на руках у держателей. Акции, которые выкуплены у держателей или не размещены и находятся на балансе акционерного общества, в расчет при установлении дивидендов не принимаются.

Размер годового дивиденда не может быть больше того, который рекомендован советом директоров (наблюдательным советом), однако он не может быть и меньше выплаченных промежуточных дивидендов. Общее собрание вправе принять решение о частичной выплате дивидендов (о выплате дивидендов в неполном размере), а также о невыплате дивидендов.

6.4. Доходность акции

Инвестиции в акции являются разновидностью финансовых инвестиций, то есть вложением денег в финансовые активы с целью получения дохода. Получение именно такого дохода и есть цель, которую преследует инвестор, осуществляя инвестиции в акции. При этом доход, который может принести акция, обращаясь на фондовом рынке, интересует в основном портфельного инвестора. Составляющими этого дохода будут *дивиденды* и *рост курсовой стоимости*.

Являясь владельцем акции, инвестор может рассчитывать только на получение дивиденда по ней, то есть текущие выплаты по это бумаге. После реализации акции ее держатель может получить вторую составляющую совокупного дохода -

прирост курсовой стоимости. Количественно это обозначается как доход, равный разнице между ценой продажи (P_S) и ценной покупки (P_B). При превышении цены продажи над ценой покупки инвестор получает доход, а при снижении цен на фондовом рынке и соответственно снижении цены продажи по сравнению с ценой покупки инвестор имеет потерю капитала.

Кроме того, следует иметь в виду, что расчет дохода по акциям зависит от инвестиционного периода.

Если инвестор осуществляет долгосрочные инвестиции, и в инвестиционный период, по которому происходит оценка доходности акции, не входит ее продажа, то текущий доход определяется величиной выплачиваемых дивидендов (Div), а доходность рассчитывается по формуле:

(6.1)

где t – время, за которое получены дивиденды.

Если инвестиционный период, по которому оцениваются акции, включает выплату дивидендов и заканчивается их реализацией, то доход определяется как совокупные дивиденды с учетом изменения курсовой стоимости. В этом случае формула конечной доходности в расчете на год примет следующий вид:

(6.2)

где r – годовая доходность акции; P_b – цена покупки акции; P_s – цена продажи акции; Div_i – дивиденды, полученные за период владения акций; T – период владения акцией (в

днях).

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

- размер дивидендов;
- колебания рыночных цен;
- уровень инфляции;
- налоговый климат.

6.5. Оценка стоимости акций

Различают несколько видов стоимости акций: номинальная, эмиссионная, балансовая, ликвидационная, курсовая.

Номинал (номинальная цена) акции – это денежная сумма, обозначенная на акции и отражающая долю уставного фонда акционерного общества, приходящуюся на одну акцию.

Номинальная цена (лицевая стоимость) не имеет какого-либо существенного значения и несет лишь информационную нагрузку, характеризуя долю уставного капитала, которая приходилась на одну акцию в момент учреждения общества. Номинальная цена имеет значение только при организации акционерного общества, но уже при последующих дополнительных выпусках акций их продажная цена может отличаться от номинала.

Цена акции, по которой ее приобретает первый держатель, называется *эмиссионной,* которая может быть равна номинальной или превышать ее. Это превышение называется *эмиссионным доходом* или эмиссионной выручкой.

Выкупную цену имеют отзывные привилегированные ак-

ции. Она объявляется в момент выпуска акций. Обычно выкупная цена превышает номинал на 1 %.

«Книжная» (или балансовая) цена акции - это величина чистых активов (собственного капитала компании), приходящаяся на одну акцию. Чаще всего ее рассчитывают как отношение чистых активов (общая стоимость активов по балансу за минусом задолженности кредиторам) по балансу общества к количеству выпущенных акций. Если выпущены только обыкновенные акции, то эта стоимость определяется путем деления собственного капитала на число акций. Если выпущены также и привилегированные акции, то собственный капитал надо уменьшить на совокупную стоимость привилегированных акций по номиналу или по выкупной цене (для отзывных акций).

Ликвидационная цена может быть определена лишь в момент ликвидации общества. Она показывает, какая часть стоимости активов по ценам возможной реализации, оставшаяся после расчетов с кредиторами, приходится на одну акцию. Она, как правило, не равна балансовой цене.

Рыночная (курсовая) цена – это цена, по которой акция продается и покупается на вторичном рынке. Рыночная цена определяется равновесным соотношением спроса и предложения. Цену предложения устанавливает продавец, цену спроса – покупатель, между ними находится цена исполнения сделки. Таким образом, реальная рыночная цена складывается под влиянием ожиданий продавца и покупателя

ценных бумаг.

Капитализация – это показатель, характеризующий объем капитала компании в рыночной оценке, воплощенный в акциях. Он определяется как произведение текущей рыночной цены размещенных акций на их количество.

Для расчета рыночной цены акции используется отношение дивиденда по этой акции к ссудному проценту, умноженное на сто процентов.

(6.3)

где *Div* – одинаковый размер дивиденда, выплачиваемого по акции на протяжении многих будущих лет; *r* – ставка процента, % годовых.

В случае повышения рыночной ставки процента (при прочих равных условиях) курсовая цена акции понижается.

Если по акции выплачивается дивиденд, размер которого возрастает ежегодно на один и тот же небольшой процент *g*, то формула принимает вид:

(6.4)

где *Div* - дивиденд, выплачиваемый в первом периоде; *g* - ежегодный прирост дивиденда (при условии, что $r > g$), доли.

Курс акции - это отношение ее рыночной цены к номинальной стоимости в расчете на сто денежных единиц.

(6.5)

где P_A – курс, *P* – рыночная цена, *N* – номинальная цена.

6.6. Международные акции

Международные акции представляют собой такие ценные

бумаги, которые эмитируются на нескольких национальных рынках международными синдикатами. Причем международные акции могут быть выпущены эмитентом как на зарубежном рынке в местной валюте (*иностранные акции*), так и непосредственно на международных рынках (*международные акции*).

Возможны три способа выпуска международных акций: 1) листинг на национальной бирже и продажа международным синдикатом в других странах; 2) одновременный листинг в стране происхождения и в других странах; 3) выпуск акций в евровалютах также через одновременный листинг в своей стране и за рубежом.

Преимущество продажи акций на иностранных рынках в иностранных валютах заключается в возможности диверсификации риска компании от продажи своих акций на одном национальном рынке. В результате происходит изоляция компании от возможного влияния крупных местных акционеров.

Эмитентами иностранных акций являются акционерные общества, которые имеют право привлекать средства путем открытой подписки на акции. В США такие компании называются *публичными корпорациями*, в Великобритании - *публичными компаниями с ограниченной ответственностью*. Международные акции могут быть простыми и привилегированными. Больше всего эмитентов иностранных акций в США, Японии и Великобритании.

Акции в евровалютах называются *евроакциями*. Рынок евроакций привлекателен для эмитентов из-за низкой степени регулирования, относительно невысокой стоимости процедуры выпуска, возможности осуществления крупных эмиссий. Основными эмитентами на рынке евроакций выступают европейские государственные институты, которые при проведении крупной приватизации промышленных корпораций нуждаются в привлечении инвесторов с достаточным объемом ликвидности.

Главным биржевым центром международных акций и евроакций является Лондон. На первичном мировом финансовом рынке осуществляются миллиардные сделки по купле-продаже акций. Крупные выпуски евроакций привлечением нескольких международных корпораций к эмиссии по сути являются мировыми выпусками акций.

Среди инвесторов в иностранные (американские и японские) акции в I960-1970-х гг. преобладали швейцарские банки, за ними шли британские банки, инвестиционные компании из Голландии, Бельгии и Люксембурга. После снятия ограничений на движение капитала основными инвесторами на мировом рынке акций стали пенсионные фонды, страховые компании и трастовые банки США.

Объектами инвестиций выступают акции, котируемые не только в мировых финансовых центрах, но и на динамично развивающихся рынках Мексики, Чили, Аргентины, Бразилии, Перу, Кореи, Индонезии, Филиппин, Португалии, Гре-

ции, Тайваня, Турции и Польши. Эмитентам из этих стран сложно пройти листинг и выполнить требования по эмиссии в мировых финансовых центрах, поэтому они привлекают инвесторов из других стран, которые затем выпускают подобные ценные бумаги в международный оборот. Наиболее привлекательными отраслями, в которые инвестируют свои капиталовложения международные инвесторы, являются финансовый сектор (20 % всех инвестиций на мировом рынке акций в 2002 г.), информационные технологии (14 %), здравоохранение (13 %), производство потребительских товаров (13 %), промышленность (10 %).

Если корпорация желает эмитировать свои акции на международном рынке, то такая эмиссия производится обычно в форме депозитарных расписок.

6.7. Американские и глобальные депозитарные расписки

По законодательству ряда стран хождение ценных бумаг, эмитированных в других странах, запрещено или ограничено. Чтобы организовать обращение ценных бумаг за пределами страны эмитента, прибегают к выпуску так называемых депозитарных расписок.

Депозитарная расписка это ценная бумага, подтверждают право собственности на определенное количество акций иностранной компании депонированных в стране нахождения этой компании, кругооборот которой осуществляется в другой стране (или странах).

Депозитарная расписка это непрямое владение акциями иностранной компании. Оно становится возможным в результате следующего механизма. Банк-посредник в стране нахождения компании депонирует (на имя своего филиала) определенное количество ее акций, которое изымается из обращения в данной стране и хранится в качестве основы (залога) для выпуска депозитарных расписок, но уже в другой стране. С помощью депозитарных расписок осуществляются права, которые закреплены за акциями в отрыве от самих акций. Сами акции находятся в доверительном управлении банка, который является эмитентом депозитарных расписок.

Появление депозитарных расписок связано с выходом национальных ценных бумаг за пределы своей страны, то есть с одним из путей образования международного рынка ценных бумаг.

Принято выделять два вида депозитарных расписок: *американские депозитарные расписки* (American Depositary Receipts - ADR), которые обращаются на фондовом рынке США, и *глобальные депозитарные расписки* (Global Depositary Receipts - GDR), которые обращаются на фондовых рынках других стран.

Появление ADR относится к 1927 г. в связи с принятием в Великобритании закона, запрещающего вывозить акции британских компаний с территории страны. Инструментом, позволяющим преодолеть это препятствие, и стали депози-

тарные расписки. К началу третьего тысячелетия депозитарные расписки были выпущены в более чем 60 странах. В настоящее время на международном рынке ценных бумаг обращается примерно 1100 депозитарных расписок эмитентов из более чем 50 стран.

Депозитарные расписки помогают упростить торговлю акциями иностранных эмитентов, сократить расходы на операции с ценными бумагами, преодолеть правовые ограничения на непосредственное владение акциями, реализовать налоговые преимущества и расширить состав потенциальных инвесторов, особенно из числа институциональных.

6.8. Контрольные вопросы

1. Почему акция является долевой ценной бумагой?
2. Покажите, что акция представляет собой особый инвестиционный товар.
3. Какие привилегии дают привилегированные акции?
4. Чем отличаются между собой привилегированные акции различных типов?
5. Как реализуются права акционеров на участие в управлении акционерным обществом?
6. Что такое «контрольный пакет акций»?
7. В какой форме обычно осуществляется выпуск акций?
8. Дайте определение номинальной и книжной стоимости акции.
9. Как определяется цена привилегированной акции?
10. В чем специфика определения цены акции, когда вся

прибыль компании идет на развитие компании, а дивиденды не выплачиваются?

11. Как определяется цена акции, если темп прироста дивидендов остается постоянным?

12. На основании каких данных можно спрогнозировать темп прироста дивидендов?

13. Какое влияние оказывает политика выплаты дивидендов на курсовую цену акции?

14. Назовите основные признаки международной акции?

15. Почему акционерные общества прибегают к выпуску депозитарных расписок?

16. В чем различие между американскими и глобальными депозитарными расписками?

17. Выпускают ли белорусские предприятия депозитарные расписки?

Глава 7.
ОБЛИГАЦИИ

Цель: раскрыть сущность, основные характеристики и фундаментальные свойства облигации как ценной бумаги.

План занятия.

1. Облигации и их особенности.
2. Основные характеристики облигаций.
3. Классификация облигаций.

4. Доходность облигаций.
5. Оценка стоимости облигаций.
6. Международные облигации, их виды и особенности.

Ключевые понятия: *облигация, купонная (процентная) облигация, дисконтная облигация, государственная облигация, муниципальная облигация, корпоративная облигация, обеспеченная облигация, необеспеченная облигация, бессрочная облигация, именная облигация, документарная облигация, облигация на предъявителя, конвертируемая облигация, неконвертируемая облигация, доходность облигации, номинальная доходность облигации, текущая доходность облигации, конечная доходность облигации, доходность к погашению, номинальная цена облигации, эмиссионная цена облигации, цена погашения облигации, курсовая цена облигации, рыночная цена облигации, номинальная стоимость облигации, международные облигации, еврооблигации, иностранные облигации, глобальные облигации, параллельные облигации, облигации «драгон», облигации «янки», облигации «самурай», облигации «бульдог», облигации «рембрандт», облигации «матадор», облигации «кенгуру».*

Литература: [2, с. 111-136]; [4, с. 224-229]; [7, с. 740-743]; [9, с. 34-66]; [10, с. 78-90]; [11, с. 130-137]; [12, с. 79-123].

7.1. Облигации и их особенности

Облигация - ценная бумага, подтверждающая обязатель-

ство эмитента возместить владельцу ценной бумаги ее номинальную стоимость в установленный срок с уплатой фиксированного процента (если иное не предусмотрено условиями выпуска).

Данное определение приводится в Законе Республики Беларусь «О ценных бумагах и фондовых биржах». В специальной литературе чаще всего *облигация* определяется как ценная бумага, удостоверяющая отношение займа между владельцем (инвестором) и лицом, выпустившим ее (эмитентом) (рис. 7.1).

Рис. 7.1. Отношение займа между кредитором и заёмщиком, оформляемое облигацией

Кредитор

Держатель облигации

ОБЛИГАЦИЯ

Право на получение:

- номинала
- процентов

ДЕНЬГИ

Заемщик

Эмитент

Это долговое свидетельство обязательно включает два главных элемента: 1) обязательство эмитента вернуть держателю облигации по истечении оговоренного срока сумму номинала; 2) обязательство эмитента выплачивать держателю

облигации доход в виде процента от номинальной стоимости.

Основные различия между облигацией и акцией.

1. Облигация – это частица (представитель) заемного капитала, а акция есть частица уставного капитала эмитента. При этом инвестор – владелец акции (акционер) – становится одним из собственников предприятия-эмитента, инвестор – владелец облигации – его кредитором.

2. Облигации могут выпускать любые коммерческие организации, а не только акционерные общества, а также государство и муниципалитеты.

3. По облигации в обязательном порядке предусматривается выплата ее номинала при ее выкупе (погашении), в условиях эмиссии акций никакого возврата капитала не предусматривается, возможна лишь выплата ликвидационной стоимости в случае ликвидации акционерного общества. В отличие от акций облигации имеют, как правило, конкретный срок обращения, по истечении которого они погашаются.

Облигации имеют преимущество перед акциями при реализации имущественных прав их владельцев: в первую очередь выплачиваются проценты по облигациям и только затем дивиденды; при делении имущества акционерного общества в случае его ликвидации акционеры могут рассчитывать лишь на ту часть имущества, которая останется после выплаты всех долгов, в том числе и по облигационным зай-

мам. Поэтому привлекательность облигации для инвестора состоит в меньшем риске по сравнению с инвестициями в акции, обеспечивая при этом меньшую доходность.

Доход по облигациям выплачивается в порядке, предусмотренном условиями выпуска облигаций. В случае невыполнения эмитентом обязательств по выплате процентов и погашению номинальной стоимости облигаций взыскание этих сумм производится принудительно в соответствии с законодательством Республики Беларусь.

По белорусскому законодательству акционерное общество вправе выпускать облигации на сумму, не превышающую размер уставного фонда [ГК РБ].

7.2. Основные характеристики облигаций

Облигация есть ценная бумага которой свойственны следующие характеристики.

1. *Цель выпуска* – долговая.

2. *Форма существования* – документарная или бездокументарная.

3. *Фиксация прав владельца* – именная или предъявительская (облигация не может быть ордерной ценной бумагой).

4. *Форма обращения* – уступка прав требования (цессия) или предъявительская.

5. *Срок существования* – срочная по белорусскому законодательству, но в мировой практике имеются примеры и бессрочных облигаций.

6. *Правовой статус эмитента* – государственная, муни-

ципальная, корпоративная (негосударственная).

7. *Способ выпуска* – эмиссионная. Это значит, что облигация, во-первых, номинирована, то есть имеет номинал, во-вторых, облигации выпускаются сериями, состоящими из однородных ценных бумаг равной номинальной стоимости и с одинаковыми условиями выпуска и погашения.

8. *Валюта номинала* – национальная или иностранная.

7.3. Классификация облигаций

В зависимости от *правового статуса эмитента* различают (рис. 7.2):

- *государственные облигации,* которые выпускаются государством или государственными органами управления - министерствами и ведомствами. К ним также относятся облигации, гарантированные государством или выпускаемые от его лица;

- *муниципальные облигации*, выпускаемые местными органами власти (областными, городскими);

- *корпоративные облигации*, выпускаемые предприятиями различных организационно-правовых форм (ОАО, ЗАО, ООО), а также банками.

Правовой статус эмитента
Государственные
Муниципальные
Корпоративные
Краткосрочные

Среднесрочные
Долгосрочные
Бессрочные
Дисконтные
Купонные
Срок займа
Форма выплаты дохода
Документарные
Бездокументарные
Форма выпуска
Конвертируемые
Неконвертируемые
Характер обращения
Обеспеченные
Необеспеченные
Залог
ОБЛИГАЦИИ
Форма обеспечения
Рис. 7.2. Классификация облигаций
Гарантия
Поручительство
Страхование
Отзывные
Именные
На предъявителя
Способ учета и реализации прав

По форме выплаты процентного дохода можно выделить купонные и бескупонные облигации.

Купонные (процентные) – это облигации, по которым доход выплачивается периодически в виде определенного процента к их номиналу. Купонные облигации предусматривают серию платежей в течение срока действия облигации. При получении очередного процентного дохода происходит погашение соответствующего купона. В случае документарных облигаций процентный доход обычно выплачивается на основе купонов, которые печатаются на самом бланке облигации и затем при предъявлении облигации отрезаются от нее в обмен на выплату денежного дохода в установленные сроки.

Если облигация выпущена в бездокументарной форме в виде записей на счетах, то необходимость наличия купонов на таких облигациях отпадает, а выплаты процентного дохода осуществляются в связи с данными реестра владельцев облигаций. Хотя формально такие облигации не имеют купонов, но по своим основным характеристикам не отличаются от купонных облигаций, поэтому они также называются купонными.

Дисконтные (облигации с нулевым купоном) – это облигации, которые продаются по цене ниже номинала, а погашаются по номиналу. До погашения облигаций никаких выплат по таким облигациям не производится. Доход по дисконтной облигации определяется в виде разницы между номиналом

облигации и ценой ее приобретения, которая всегда меньше номинала.

По форме обеспечения различают обеспеченные и необеспеченные облигации.

Обеспеченные облигации имеют специальный залог определенных активов. По белорусскому законодательству обеспечением может выступать залог, поручительство, банковская гарантия или право требования по кредитам, выданным банками на жилищное строительство.

В силу *залога* кредитор по обеспеченному залогом обязательству (залогодержатель) имеет право в случае неисполнения должником этого обязательства получить удовлетворение из стоимости заложенного имущества преимущественно перед другими кредиторами лица, которому принадлежит это имущество (залогодателя), за исключением случаев, предусмотренных законодательными актами. Предметом залога по облигациям могут быть ценные бумаги или недвижимое имущество.

По договору *поручительства* поручитель обязывается перед кредитором другого лица отвечать за исполнение последним его обязательства полностью или в части. При неисполнении или ненадлежащем исполнении должником обеспеченного поручительством обязательства поручитель и должник отвечают перед кредитором солидарно, если законодательством или договором поручительства не предусмотрена субсидиарная ответственность поручителя.

В силу *гарантии* гарант обязуется перед кредитором другого лица (должника) отвечать полностью или частично за исполнение обязательства этого лица. В случае неисполнения обязательства гарант отвечает перед кредитором как субсидиарный (дополнительный) должник.

Помимо упомянутых способов обеспечения обязательств некоторое распространение в мировой практике получил выпуск *застрахованных* корпоративных облигаций (insured bonds), которые можно считать разновидностью гарантированных облигаций. Выпускаемый облигационный заем компания-эмитент страхует в частной страховой компании на случай возникновения каких-либо затруднений в выполнении обязательств.

Необеспеченные облигации – это облигации, которые не имеют какого-либо имущественного обеспечения, а своего рода «нематериальной гарантией» для них является не заранее определенный вид имущества эмитента, а все имуществом эмитента в целом.

По сроку существования и форме его установления облигации могут быть срочные или бессрочные. Первые выпускаются на установленный условиями выпуска (эмиссии) период времени, исчисляемый обычно годами, по окончании которого номинал облигации возвращается его последнему владельцу.

К бессрочным облигациям относятся облигации, конкретный срок выкупа которых заранее не устанавливается,

но тем не менее в целом облигация выпускается на вполне определенный период времени. В мировой практике имеется исключение - существует вид государственных облигаций Великобритании, называемый «консоли», срок обращения которых не имеет ограничения, то есть потенциально они могут обращаться вечно (только пока этого желает само государство, или пока оно существует, или пока существует сам рынок).

Облигации с оговоренной датой погашения делятся на кратко-, средне- и долгосрочные.

В мировой практике обычно облигации со сроком обращения от 1 до 5 лет называются краткосрочными, от 5 до 12 лет – среднесрочными и свыше 12 лет – долгосрочными. Однако временные рамки для каждой страны различны и определяются местным законодательством.

По форме выпуска облигации могут быть в виде обособленных документов (документарные) и в виде записей на счетах уполномоченных организаций (бездокументарныё). При этом документарные облигации могут быть с централизованным депозитарным хранением и без централизованного хранения. Если предусматривается обязательное централизованное хранение, то сертификаты не выдаются на руки владельцам. В этом случае учет прав осуществляется в депозитариях, которые выступают номинальными держателями в реестре.

По способу фиксации прав владельца облигации могут

быть именными и на предъявителя. В случае выпуска именных облигаций имена владельцев учитываются в специальном реестре. Бумаги на предъявителя могут быть только документарными; осуществление владельцами прав по облигациям осуществляется путем предъявления сертификата облигации; учет владельцев таких облигаций как таковой не производится.

По характеру обращения облигации могут быть конвертируемыми и неконвертируемыми.

Конвертируемая облигация - это облигация, владелец которой имеет право на определенных условиях обменять ее на определенное количество других ценных бумаг данной компании. По белорусскому законодательству облигации могут конвертироваться в другие облигации.

Неконвертируемые облигации - это обычные облигации, владелец которых не имеет права на их конвертацию в иные ценные бумаги.

7.4. Доходность облигаций

Доходность облигаций является важнейшим показателем, на основе которого инвестор может оценить результаты финансовых операций и сравнить различные варианты альтернативных вложений денежных средств. Доходность определяется как отношение полученной прибыли к затратам с учетом периода инвестиций и приводится к единому базовому периоду. Для облигаций могут быть определены несколько видов доходности.

Наиболее часто встречаются: номинальная, или купонная доходность; действительная (текущая) доходность; доходность к погашению.

Номинальная доходность (купонная ставка) показывает относительную величину ежегодного суммарного дохода, получаемого от облигации в виде купонных выплат по отношению к номинальной стоимости облигации:

, (7.1)

где r_c – купонная ставка; C – годовой купонный доход; N – номинал облигации.

Номинальная доходность позволяет оценить ежегодную сумму, которую получает инвестор в виде процента по облигации. Если годовая купонная ставка равна 10%, то ежегодные купонные выплаты будут составлять 0,1 номинальной стоимости облигации, то есть $0{,}1 \cdot N$.

Текущая или *действительная* доходность облигации связана с рыночной стоимостью облигации и рассчитывается по формуле:

, (7.2)

где P – рыночная или курсовая стоимость облигации.

Текущая доходность, как номинальная, является простейшей характеристикой облигации. Обе эти характеристики не являются показателем для выбора эффективного инвестирования средств в облигацию, к тому же они не учитывают еще один источник доходов – изменение стоимости облигации за период владения ею.

Показателем, учитывающим оба вида доходов (купонных и курсовых), является конечная доходность $r_к$, которая рассчитывается по формуле

, (7.3)

где - совокупный купонный доход за срок владения облигацией; n – число лет, в течение которых инвестор владел облигацией.

Доходность к погашению бескупонной облигации рассчитывается по формуле

(7.4)

где r – доходность облигации; N – номинал облигации; P – цена покупки облигации; T – срок обращения.

Доходность к погашению купонной облигации рассчитывается по формуле

(7.5)

где r – доходность, % годовых; N – номинал, руб.; P – цена приобретения облигации, руб.; n – число купонных выплат за период владения облигацией; C_i – купонный доход, руб.; t_i – срок до i-й купонной выплаты, год; T_0 – срок до погашения, год.

7.5. Оценка стоимости облигаций

Облигация имеет номинал (или номинальную цену), эмиссионную цену, цену погашения, курсовую цену и расчетную цену.

Номинальная цена – эта величина в денежных единицах, которая обозначена на облигации. Как правило, облигации

выпускаются с достаточно высоким номиналом. Например, в США чаще всего выпускаются облигации с номиналом 1 000 долл.

Эмиссионная цена облигации – это цена, по которой происходит продажа облигаций их первым владельцам. Эмиссионная цена может быть равна, меньше или больше номинала. Это зависит от типа облигаций и условий эмиссии.

Цена погашения – это цена, которая выплачивается владельцам облигаций по окончании срока займа. В большинстве выпусков цена погашения равна номинальной цене, однако она может и отличаться от номинала.

Курсовая цена – это цена, по которой облигации продаются на вторичном рынке. Если каждая облигация имеет строго определенную номинальную цену, цену погашения и эмиссионную цену, уровень которых зафиксирован при выпуске займа, то курсовая цена претерпевает значительные изменения в течение срока жизни облигации – она колеблется вокруг теоретической (или внутренней, или расчетной) стоимости (или цены) облигации.

Поскольку номиналы у разных облигаций существенно различаются между собой, то часто возникает необходимость в сопоставимом измерителе рыночных цен облигаций. Таким показателем является курс. Под *курсом облигации* понимают рыночную цену облигации, выраженную в процентах к ее номиналу:

(7.6)

где P_c – курс облигации; P – текущая рыночная цена; N – номинал облигации.

Общепринятым методом к определению цены облигации является метод оценки капитализации дохода, основанный на дисконтированной стоимости денежного потока, который инвестор хочет получить за период владения облигацией. Другими словами, чтобы определить, сколько должна стоить облигация в данный момент времени, необходимо найти приведенную стоимость всех доходов, которые получит инвестор за время владения облигацией. Формула для определения стоимости облигации с периодической выплатой процентного дохода может быть представлена в виде:

(7.7)

где P – цена облигации; n – число купонных выплат; C_i – купонный доход; r – требуемая норма прибыли (ставка дисконтирования); t_i – срок до купонной выплаты; N – номинал облигации; T_0 – срок до погашения.

Бескупонную облигацию можно представить как купонную облигацию с нулевым размером купонных платежей. Поскольку процентные платежи при этом равны нулю, то формула (7) принимает следующий вид:

(7.8)

Однако для определения цены краткосрочных облигаций обычно используется другая формула:

(7.9)

Анализируя цену облигации, следует понимать, что про-

центные ставки (основной определяющий фактор для оценки облигаций) и цены облигаций меняются в противоположных направлениях. Следовательно, можно сказать, что цены облигаций растут при ожидаемом падении процентных ставок, и цены облигаций снижаются при ожидаемом росте процентных ставок.

7.6. Международные облигации, их виды и особенности

Международные облигации или *еврооблигации* – ценные бумаги, выпущенные в валюте, являющейся, как правило, иностранной для эмитента, размещаемые с помощью международного синдиката андеррайтеров среди зарубежных инвесторов, для которых данная валюта также, как правило, является иностранной.

Приставка «евро» в настоящее время - дань традиции, поскольку первые еврооблигации появились в Европе, да и сейчас торговля ими осуществляется в основном в Европе.

Международные облигации делятся на:

- *еврооблигации* (eurobonds);
- *иностранные (зарубежные) облигации* (foreign bonds);
- *глобальные облигации* (global bonds);
- *параллельные облигации* (parallel bonds).

Разновидностью еврооблигаций являются облигации «*драгон*» (dragon bonds) - евродолларовые облигации, размещенные на азиатском (в первую очередь, японском) рынке и прошедшие листинг на какой-либо азиатской бирже, обычно

в Сингапуре или Гонконге.

Иностранные облигации – это долговые обязательства, выпущенные эмитентом на зарубежном рынке в местной валюте. Иностранные облигации бывают следующих видов:

- американские (на слэнге «янки бондз», Yankee bonds), номинированные в долларах и регистрируемые Комиссией по ценным бумагам США (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC);
- японские («самурай бондз», Samurai bonds), регистрируются Министерством финансов Японии и номинированы в иенах;
- британские («бульдог бондз», Bulldog bonds),
- голландские («рембрандт бондз», Rembrandt bonds),
- испанские («матадор бондз», Matador bonds);
- австралийские («кенгуру бондз», Kangaroo bonds).

Параллельные облигации – облигации одного выпуска, которые размещаются одновременно в нескольких странах в местных валютах. Их часто относят к виду иностранных облигаций.

Глобальные облигации – это долговые обязательства, выпущенные в валютах разных стран, обращающиеся в нескольких мировых финансовых центрах. Представляют собой симбиоз параллельных облигаций и еврооблигаций, не имеют собственной торговой системы и обращаются в рамках европейских систем Euroclear и Cedel. Торговля глобальными облигациями сложнее, чем другими видами об-

лигаций, в силу различий в валютных курсах, временных задержек, вызванных различными часовыми поясами торговых площадок, а также проблем технического характера, связанных с необходимостью использования разных электронных систем.

7.7. Контрольные вопросы

1. Какое определение дается облигации в белорусском законодательстве?
2. Как реализуется право старшинства облигаций перед акциями?
3. Каковы основные отличия облигации от акции?
4. В чем различие купонных и бескупонных облигаций?
5. С какой целью осуществляется выпуск государственных облигаций?
6. В чем различие обеспеченных и необеспеченных корпоративных облигаций?
7. Назовите разновидности международных облигаций.
8. Кто является эмитентом еврооблигаций?
9. Приведите примеры выпуска еврооблигаций белорусскими эмитентами.
10. Дайте определение номинальной, эмиссионной и курсовой цены облигации.
11. Выведите формулу для определения цены купонной облигации; покажите, как изменится эта формула, если процентная ставка будет изменяться.
12. Как рассчитывается цена облигации при выплате про-

центного дохода несколько раз в год?

13. Определите цену облигации, когда до погашения остается нецелое число лет.

14. Рассчитайте на конкретном примере цену бескупонной облигации.

15. Как определяется цена краткосрочных облигаций?

16. Что представляет собой текущая доходность облигации?

17. Как определяется доходность облигации к погашению?

18. Обоснуйте, почему доходность бескупонных облигаций определить проще, чем облигаций с купонами.

Глава 8.
рынок еврооблигаций

Цель: раскрыть основные особенности международного рынка еврооблигаций.

План занятия.

1. История возникновения рынка еврооблигаций.
2. Участники рынка еврооблигаций.
3. Механизм эмиссии еврооблигаций.
4. Вторичный рынок еврооблигаций.
5. Депозитарно-клиринговая система.
6. Налогообложение еврооблигаций.

7. Регулирование рынка еврооблигаций.

Ключевые понятия: *рынок еврооблигаций, рынок международных облигаций, участники рынка еврооблигаций, евробилигационный заем, способ размещения еврооблигаций, первичный рынок еврооблигаций, «купленная сделка», аукцион, открытая подписка, частное размещение, платежный агент, попечитель, вторичный рынок еврооблигаций, листинг, маркетмейкер, лид-менеджер, депозитарно-клиринговая система, улаживание (исполнение) сделки, принцип «поставки против платежа», срок исполнения сделки, мэтчинг (сверка), депозитарий, налогообложение еврооблигаций, налог на процентный доход, регулирование рынка еврооблигаций, саморегулируемая организация, система подтверждения сделок*.

Литература: [1, с. 744-763]; [2, с. 31-56, 66-83]; [3, с. 197-200, 208-211].

8.1. История возникновения рынка еврооблигаций

Появление еврооблигаций было связано, в первую очередь, с интернационализацией хозяйственной жизни и необходимостью обеспечить финансовые потребности транснациональных корпораций. Толчком к развитию этого послужили ограничения, введенные администрацией Джона Кеннеди в 1963 г. на использование иностранными заемщиками рынка капиталов США.

Второй толчок к развитию рынка еврооблигаций дала

война во Вьетнаме и вызванные ею ограничения. В феврале 1965 г. президент Л. Джонсон объявил о программе добровольных ограничений на вывоз капитала. Дочерние компании американских транснациональных компаний поощрялись к мобилизации средств на европейских рынках. В январе 1968 г. кабинет Джонсона ввёл прямые ограничения на инвестиции за пределы США.

С этого момента начинается период бурного роста рынка еврооблигаций и появление необходимой инфраструктуры. В 1968 г. американский банк Morgan Guaranty создает клиринговый центр по торговле еврооблигациями Euroclear, в 1970 г. возникает его основной конкурент Cedel. В 1969 г. крупнейшие операторы на рынке еврооблигаций образуют собственную саморегулируемую организацию - Ассоциацию международных облигационных дилеров (Association of International Bond Dealers - AIBD). В 90-х она была переименована в Ассоциацию участников международных фондовых рынков (International Securities Markets Association - ISMA).

Особенно быстрый рост рынка международных облигаций произошел в 1980-е годы. Если еще в середине 1970-х годов объем эмиссий (брутто) составлял примерно 5 млрд. долл. в год, то уже в первой половине 1980-х он перешагнул за отметку 100 млрд., к концу 1980-х - за 200 млрд. долл., к середине 1990-х годов приблизился к 500 млрд. долл., к 1997 г. преодолел рубеж 800 млрд. долл., в 1998 г. - 1100

млрд., в 1999 г. - составил почти 1600 млрд.

Спад в мировой экономике в начале нового десятилетия и наступление глубокой медвежьей фазы на рынке ценных бумаг развитых стран привели к заметному сокращению объемов эмиссий в 2001-2002 гг., однако постепенное оживление деловой активности способствовало рекордной брутто-эмиссии в 2003-2005 гг. на сумму 3, 3,3 и 3,8 трлн. долл., на базе нетто - соответственно 1,5, и 1,6 и 1,8 трлн. долл. США.

В немалой степени популярности международных бумаг способствует развитый вторичный рынок. По оценкам International Financial Services London (www.ifsl.org.uk), основанных на данных BIS и ICMA (ISMA), оборот по международным ценным бумагам в 2004 г. составил 50 трлн. долл. (31 трлн. долл. в 2002 г.).

8.2. Участники рынка еврооблигаций

Основными операторами на рынке еврооблигаций являются интернациональные участники:

- *международные финансовые организации* (МВФ, Группа Всемирного банка, международные и региональные банки и фонды);

- *государства в лице финансовых органов власти* (министерства финансов, экономики, казначейства, центральные банки);

- *транснациональные корпорации и транснациональные банки*;

- *национальные частные компании* (банковские и небанковские кредитно-финансовые учреждения, производственные и торговые компании), участвующие в международных финансовых отношениях;

- *индивидуальные инвесторы*, занимающиеся международными финансовыми операциями либо самостоятельно, либо с помощью посредников (брокеров, банковских институтов).

8.3. Механизм эмиссии еврооблигаций

Выпуск еврооблигационного займа требует согласования трех сторон: гарантов займа, компаний-эмитентов и продавцов. Существует следующий порядок выпуска займа:

- до выпуска еврооблигаций должны быть оговорены все национальные формальности эмиссии;

- еврооблигационные синдикаты-гаранты договариваются с эмитентами о размещении облигаций и берут на себя ответственность за выпуск;

- оговариваются все взаимоотношения между сторонами, участвующими в эмиссии и размещении еврооблигаций;

- подписывается договор о совместном инвестировании капитала;

- в ходе этих переговоров гарант изучает обоснованность и прибыльность тиража, финансовую политику эмитента, его бизнес и вносит свои коррективы;

- определяются виды рекламы, действия агентов по продаже еврооблигаций, их комиссионные.

Существуют следующие способы размещения еврооблигаций.

1. «*Купленная сделка*». При таком размещении генеральный управляющий покупает все ценные бумаги у эмитента на ранее установленных условиях (объем, купонная ставка, цена размещения) до объявления о выпуске. Подобная схема размещения означает уменьшение роли андеррайтеров и агентов по размещению. Она возникла в связи с увеличением финансовой мощи банков, занимающихся размещением еврооблигаций и усилением конкуренции между ними. При таком размещении сокращается общий период вывода облигаций на рынок, что снижает риски изменения процентных ставок на рынке капиталов.

2. *Аукцион*. При аукционном способе размещения еврооблигаций эмитент объявляет срок и купонную ставку по облигации и предлагает инвесторам направлять свои заявки. Инвесторы, а ими могут быть как конечные инвесторы, так и банки, рассчитывающие перепродать ценные бумаги, направляют свои заявки, с ценой облигации в процентах от номинала одновременно указывая количество облигаций, которые они намереваются приобрести. Заемщик размещает облигации среди инвесторов, начиная с самой высокой цены. Аукционная схема устраняет плату менеджерам и тем самым удешевляет заем. Однако она доступна только наиболее известным заемщикам, например, таким как Европейский инвестиционный банк.

3. *Открытая подписка* среди неограниченного круга инвесторов осуществляется через синдикат андеррайтеров, называемых на рынке еврооблигаций *менеджерами займа*. Руководитель синдиката - так называемый ведущий менеджер, или топ-менеджер. Размещение производится через широкую группу финансовых учреждений многим инвесторам в различных странах мира. Такие выпуски почти всегда имеют листинг на бирже.

Механизм подписки состоит в следующем: еврооблигации обычно размещаются путем подписки на них группы финансовых учреждений - *менеджеров займа*

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.