

Министерство образования и науки Российской Федерации

Томский государственный университет систем управления
и радиоэлектроники (ТУСУР)

В.Ю. Цибульникова

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Учебное пособие

Томск
Издательство ТУСУРа
2018

Содержание

Введение	3
КУРС ЛЕКЦИЙ ПО ДИСЦИПЛИНЕ «ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ»	7
Лекция 1. Введение в финансовый рынок. Сущность финансового рынка	7
Лекция 2. Структура финансового рынка. Перспективы развития	19
Лекция 3. Рынок капиталов. Значение и структура	34
Лекция 4. Рынок капиталов. Учетный и межбанковский рынки	41
Лекция 5. Рынок капиталов. Характеристика кредитного рынка	51
Лекция 6. Рынок капиталов. Влияние кредита на развитие макроэкономических процессов	57
Лекция 7. Международный валютный рынок. Сущность и основные понятия	68
Лекция 8. Международный валютный рынок. Характеристика валютных операций	82
Лекция 9. Рынок ценных бумаг. Общая характеристика	97
Лекция 10. Рынок ценных бумаг. Характеристика международного рынка акций	117
Лекция 11. Рынок ценных бумаг. Характеристика международного рынка облигаций	134
Лекция 12. Рынок ценных бумаг. Характеристика международного рынка производных ценных бумаг	147
Лекция 13. Характеристика международного рынка драгоценных металлов	168
Лекция 14. Основы операций с драгоценными металлами	180
Лекция 15. Страховой рынок. Общая характеристика	191
Лекция 16. Страховой рынок. Специфические виды страхования и тенденции развития	201
Лекция 17. Основные критерии эффективности инвестиционных финансовых вложений на финансовых рынках	214
Лекция 18. Риск и доходность. Управление различными видами рисков	236
Литература к курсу лекций по дисциплине «Финансовые рынки»	244

Введение

Данное учебное пособие предназначено для изучения дисциплины «Финансовые рынки». Предложенный материал позволяет получить представление о структуре и особенностях финансовых рынков, понять их различия, изучить основные финансовые инструменты, а также степень развитости рынков в России и в мире.

В стремительном развитии экономики немаловажную роль играют финансовые рынки, составляющие неотъемлемую часть финансовой системы любого государства. На финансовом рынке происходит движение капитала, обусловленное необходимостью изыскания хозяйствующими субъектами денежных средств в целях расширения производства либо получения дополнительного дохода от удачного инвестирования временно свободных средств.

На сегодняшний день финансовые рынки активно развиты во всем мире. Россия же очень сильно отстает по темпам развития экономики в этой сфере. История мирового финансового рынка начинается с 1531 года, когда была создана первая фондовая биржа в Антверпене. В России же современная история развития рынка ценных бумаг начинается с 1990 года. Более того, капитализация российского рынка ценных бумаг за все время его существования оценивается в 1 млрд долларов США. В то время как капитализация американского фондового рынка оценивается в 16 млрд долларов США¹. Среднедневной торговый оборот российского рынка акций меньше американского (самого крупного в мире) более чем в 30 раз. Также известно, что на сегодняшний день российские предприятия при выпуске облигаций около 60 % средств привлекают на рынке еврооблигаций и лишь 40 % — на внутреннем облигационном рынке, что говорит о неразвитости внутреннего рынка².

¹ По данным материалов Википедии (<http://wikipedia.org>)

² По данным информационного агентства «Росбизнесконсалтинг» (<http://quote.rbc.ru>).

Финансовая грамотность населения России находится на достаточно низком уровне, что обуславливает необходимость изучения основ функционирования различных финансовых рынков, финансовых систем, возможностей инвестирования капитала. В создавшейся сегодня экономической ситуации, когда особую актуальность для экономики России приобретают процессы, происходящие на финансовых рынках, владение основами функционирования различных финансовых систем, умение грамотно ориентироваться на рынке капиталов, целенаправленно использовать финансовые инструменты различных видов рынка для решения реальных экономических задач представляется неотъемлемыми качествами современного специалиста.

Таким образом, **целью изучения дисциплины «Финансовые рынки»** является формирование теоретических знаний и практических навыков в области функционирования финансовых рынков и международных финансовых институтов.

Задачами изучения дисциплины являются:

- знакомство с историей возникновения, становления и развития финансовых рынков;
- раскрытие причин возникновения, сущности и роли международных финансовых институтов;
- изучение механизма перераспределения капитала между кредиторами и заемщиками при помощи посредников на основе спроса и предложения;
- выявление особенностей и принципов функционирования мировых кредитных рынков, международных валютных рынков, международного рынка драгоценных металлов, международных рынков акций, облигаций и производных ценных бумаг;
- изучение основ страхового рынка;
- знакомство с основными особенностями управления рисками на финансовых рынках.

В соответствии с поставленными задачами **объектом исследования дисциплины** является финансовый рынок как экономическая структура, **предметом изучения** являются взаимосвязи экономических отношений субъектов в сферах покупки и

продажи финансовых фондов, финансовых услуг, функционирования финансовых институтов.

При исследовании финансовых рынков используется широкий комплекс научных методов, важнейшими из которых являются технический и фундаментальный анализ, различные статистические методы, методы экономико-математического моделирования, сравнительно-исторический метод.

В развитие науки о финансовых рынках и финансовых институтах существенный вклад внесли известные российские и зарубежные ученые. Поскольку финансовые рынки в России активно развиваются лишь последние двадцать лет, то основную базу знаний, естественно, составляют труды в основном американских и европейских ученых, таких как Гарри Марковиц, Мертон Миллер, Уильям Шарп, Майрон Шоулз, Фишер Блэк и др.

Современное состояние финансовой науки в России, логика ее структурирования, трактовка базовых разделов, категорийного и научного инструментария изложены в учебно-методических работах, вышедших под редакцией Л.А. Дробозиной, А.М. Ковалевой, В.В. Круглова, В.М. Родионовой, М.В. Романовского, О.В. Совеловой, С.И. Лушина, В.А. Слепова и др.

Дисциплина «Финансовые рынки» в качестве самостоятельного курса выделена в учебных изданиях В.Ф. Максимовой, А.А. Вершининой, А.А. Суэтина, А.С. Булатова, И.А. Чернухиной, А.В. Осиповской, Ю.М. Чеботаря, Т.К. Блохиной.

Следует обратить внимание читателя на тот факт, что представленный в данном учебном пособии материал не является и не может являться исчерпывающим по тематике изучаемой дисциплины. Вместе с тем лекционный курс содержит описание основных составляющих финансовых рынков и построен с учетом системного представления информации.

Теоретический материал представлен в 18-ти лекциях, охватывающих все основные разделы дисциплины, указанные в рабочей программе.

Сущность и структура финансового рынка раскрываются в материалах первых двух лекций. Здесь приводятся базовые понятия, виды финансовых рынков, перспективы развития.

Достаточно обширный раздел дисциплины «Рынок капиталов» изложен в четырех лекциях (*лекции 3–6*), содержащих обоснование значения и структуры рынка капиталов, подробное описание учетного, межбанковского и кредитного рынков. Раскрывается влияние кредита на развитие макроэкономических процессов.

Лекции 7 и 8 посвящены самому крупному виду финансового рынка — международному валютному рынку. Здесь студенты знакомятся с основами функционирования валютного рынка, с системой плавающих валютных курсов и паритетом покупательной способности.

Следующие четыре лекции (9–12) раскрывают основные особенности рынка ценных бумаг, представляющего особую важность для экономики, так как помимо привлечения финансовых ресурсов этот рынок позволяет формировать фиктивный капитал. В данных лекциях раскрываются основные понятия рынка ценных бумаг, приводится характеристика его участников и финансовых инструментов, а также показываются особенности международного рынка ценных бумаг.

Достаточно полно представлены основы функционирования рынка драгоценных металлов (*лекции 13 и 14*), подробно освещаются вопросы ценообразования на данном рынке.

Так как финансовый рынок это всегда выбор между доходностью различных финансовых инструментов и их рискованностью, то в *лекциях 15 и 16* последовательно рассматриваются основы страхового рынка, где особое внимание уделено именно страхованию инвестиций и финансовых гарантий.

В *лекциях 17 и 18* дана характеристика различных видов финансовых рисков и показано соотношение между доходностью, ликвидностью и рискованностью финансовых инструментов.

Изучение лекций в предложенной последовательности позволяет получить полное представление об устройстве мирового финансового рынка и возможностях, который он открывает перед инвестором.

КУРС ЛЕКЦИЙ ПО ДИСЦИПЛИНЕ «ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ»

Лекция 1 ВВЕДЕНИЕ В ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК. СУЩНОСТЬ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

- 1.1. Основные понятия.
- 1.2. Субъекты финансового рынка. Сбережения и инвестиции.
- 1.3. Фиктивный капитал. Механизм накопления.
- 1.4. Функции финансового рынка.

Базовые понятия: финансы, финансовая система, финансовый рынок, финансовые инструменты, заемщики, инвесторы, финансовые институты, сбережения, инвестиции, фиктивный капитал.

1.1. Основные понятия

Уже из названия дисциплины «Финансовые рынки» вытекает неоднозначность трактовки определения финансовых рынков, поскольку оно содержит два понятия: «рынок» и «финансы». Одни экономисты рассматривают рынок как отношения по поводу купли-продажи [1], другие — на первое место выдвигают наличие определенных институтов, которые сводят покупателей и продавцов [2]. И если относительно трактовки понятия рынка можно примирить обе стороны, понимая рынок и как взаимоотношения по обмену, и как структуры, помогающие их осуществлять, то с понятием «финансы» дело обстоит сложнее. Часть экономистов склонна рассматривать финансы как приемы и методы для максимизации общей стоимости фирмы [3], другие —

как систему отношений в обществе, складывающихся в процессе распределения и перераспределения стоимости валового национального продукта (ВНП) [4]. В общем понимании:

Финансы — это совокупность экономических отношений, возникающих в процессе формирования, распределения и использования централизованных и децентрализованных фондов денежных средств.

Обычно речь идет о целевых фондах государства или хозяйствующих субъектов (предприятий). На финансовых рынках разных уровней различные финансовые институты формируют фонды капиталов и через систему отношений перераспределяют данные фонды. Система, с помощью которой финансовые институты взаимодействуют между собой, называется **финансовой системой**. В общеэкономическом смысле это сеть финансовых институтов и рынков, оперирующих различными финансовыми инструментами, посредством которых осуществляются все действия с финансовыми ресурсами. В финансовую систему входит оборот денежной массы, кредитование и заимствование финансовых средств, внешнеэкономическая деятельность [5].

Таким образом, суть и роль финансового рынка трактуются в литературе по-разному. Но с экономической точки зрения все же ближе подход к финансам как средству распределения и последующего использования денежных средств. Следовательно:

Финансовый рынок — это и место купли-продажи финансовых ресурсов, и совокупность институтов, обеспечивающих их обращение, т. е. совокупность социально-экономических отношений в сфере трансформации бездействующих денежных средств в ссудный капитал через кредитно-финансовые институты на основе спроса и предложения.

В общем смысле система экономических отношений основана на взаимодействии покупателей и продавцов по перераспределению ВНП. В таком случае финансовый рынок можно назвать механизмом, через который осуществляется это перераспределение (рис. 1.1).

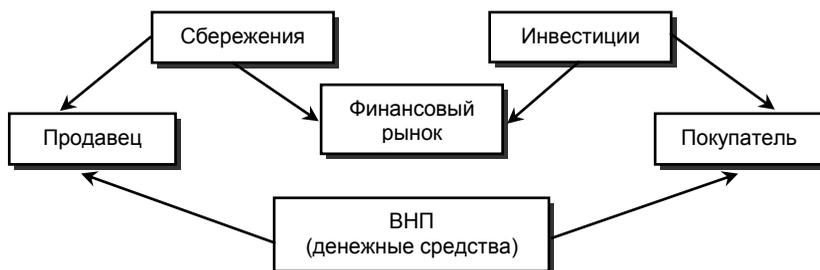


Рис. 1.1. Взаимоотношения продавцов и покупателей на финансовом рынке

В экономике постоянно происходит кругооборот финансовых ресурсов, субъектами которого являются домашние хозяйства (хозяйства граждан и их семей), предприятия, государство и различные финансовые институты, выступающие посредниками в системе взаимоотношений (рис. 1.2).

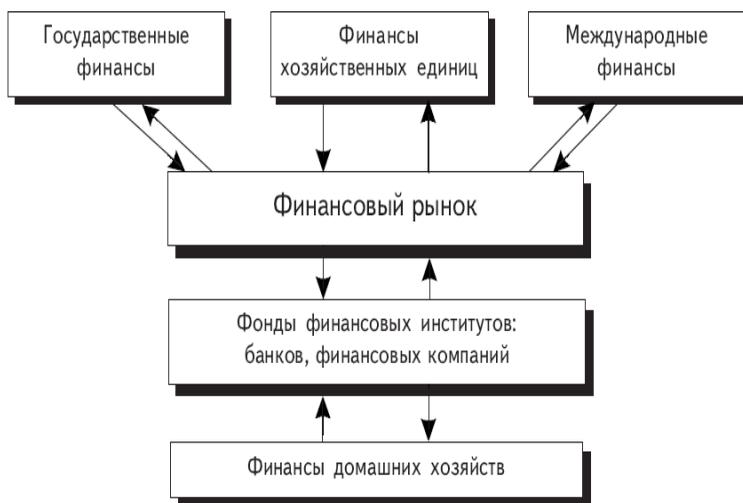


Рис. 1.2. Кругооборот финансовых ресурсов

В процессе хозяйствования у одних субъектов возникает потребность в средствах для расширения их деятельности, а у других накапливаются сбережения. Распределение средств происходит посредством формирования фондов: централизованных, являющихся собственностью государства, и децентрализованных, принадлежащих субъектам производства.

Экономика основана на функционировании соответствующей финансовой системы, а в последней важнейшее место занимает финансовый рынок, на котором происходит движение денег (капитала). Деньги не только главная цель предпринимательской деятельности, но и важнейшее средство ее существования, поскольку без наличия денег (первоначальных вложений) невозможно возникновение предпринимательской деятельности. При этом необходимо решить вопросы об источнике капитала и его вложении.

Таким образом, все хозяйствующие субъекты сталкиваются в первую очередь с финансовым рынком, именно на нем ищут необходимые для себя денежные средства либо получают дополнительный доход от удачного инвестирования временно свободных средств.

Финансовый рынок представляет собой организованную либо неформальную систему торговли финансовыми инструментами, где происходит обмен деньгами, предоставление кредита и мобилизация капитала.

Финансовый инструмент — это финансовое обязательство (валюта, ценная бумага, денежное обязательство, фьючерс, опцион и т. п.), продажа или передача которого обеспечивает получение денежных средств. Это, по сути, любой контракт, результатом которого является появление определенной статьи в активах одной стороны контракта и статьи в пассивах другой.

Основную роль на финансовых рынках играют финансовые институты, задача которых заключается в перенаправлении потоков денежных средств от собственников капитала к заемщикам. Как и любой рынок, финансовый рынок предназначен для установления связей между покупателями и продавцами финансовых инструментов.

Наличие большого разнообразия видов финансовых инструментов и способов торговли ими обуславливает существование различных финансовых рынков.

Так, в общем понимании, финансовые инструменты подразделяются на первичные (например, денежные средства, ценные бумаги, кредиторская и дебиторская задолженность по текущим операциям) и вторичные, или производные (например, финансовые опционы, фьючерсы, форвардные контракты, процентные свопы, валютные свопы). В зависимости от видов финансовых инструментов принято выделять товарно-сырьевой и валютный рынки, рынок ценных бумаг и рынок драгоценных металлов.

Кроме того, финансовые рынки можно классифицировать по следующим признакам:

1) *в зависимости от длительности предоставляемых ресурсов* различают рынки долгосрочного и краткосрочного капиталов. Рынок краткосрочного капитала принято также называть денежным рынком, здесь заключаются сделки сроком до 1 года;

2) *по способу привлечения капитала* можно выделить кредитный и межбанковский рынки. На кредитных рынках предприятия и банки могут получить краткосрочные ссуды. Предприятия обычно кредитуются в коммерческих банках (КБ). Сами банки привлекают краткосрочный капитал на рынке межбанковского кредита.

1.2. Субъекты финансового рынка. Сбережения и инвестиции

Субъектами финансового рынка являются заемщики, инвесторы и финансовые институты.

Заемщики — физические или юридические лица, которые привлекают денежные средства кредиторов с целью мобилизации части фондов, необходимой для развития бизнеса, и становятся дебиторами (должниками) перед инвесторами (кредиторами).

Инвесторы — граждане и юридические лица данной страны или иностранных государств, а также государства в лице их правительств. Это субъекты инвестиционной деятельности, принимающие решения о вложении собственных, заемных или привлеченных имущественных и интеллектуальных ценностей в объекты инвестирования.

Инвесторы продают свои фонды на рынке, устанавливают плату за их использование с целью получения дохода. Таким образом, инвесторы могут выступать в роли вкладчиков, кредиторов, покупателей. Права у всех инвесторов независимо от формы собственности равны, и осуществление инвестиций в любые объекты является их неотъемлемым правом, охраняемым законом. С точки зрения рынка финансов инвесторы выступают как кредиторы, которые предоставляют временно бездействующие денежные средства, трансформируя их в ссудный капитал.

Финансовые институты — это посредники, обеспечивающие встречу заемщика и инвестора (кредитора) на финансовом рынке.

Посредники осуществляют трансформацию временно свободных денежных средств. Если инвестор действует самостоятельно, то он несет высокие расходы, а при работе с посредниками его издержки обращения снижаются. Финансовые институты часто принимают на себя риск невозврата денег. Финансовый посредник работает с большей суммой, чем отдельный инвестор. В этом случае действует эффект больших чисел, и сделка становится более эффективной.

Структура финансовых институтов представлена на рис. 1.3 [5].

В современном мире с его исключительно сложной и запутанной системой экономических взаимосвязей проблема вложения собственных сбережений становится все более острой. Поскольку сбережения накапливаются у все большей части населения, все чаще приходится принимать серьезные и взвешенные решения о направлениях вложения имеющихся накоплений. В условиях рыночной экономики для сохранения и приумножения

денежных средств нужно переходить к инвестированию как лучшему способу накопления.



Рис. 1.3. Структура финансовых институтов-посредников на финансовом рынке

Сбережения — это денежные фонды, которые образуются у субъектов рыночных отношений после того, как они осуществили все свои расходы.

Инвестиции — все виды средств, которые вкладываются в объекты предпринимательской и другой хозяйственной деятельности с целью получения дохода или достижения социального эффекта.

Сбережения накапливаются у посредников финансового рынка, а поставляют их домашние хозяйства как нетто-сбережения. Кроме того, посредники могут создавать финансовые активы (вложения в различные финансовые инструменты) и за их счет тоже иметь нетто-сбережения. Итак, посредники и домашние хозяйства поставляют на финансовый рынок чистые сбережения, потребителями которых являются предприятия и государство. Таким образом, на финансовом рынке встречаются все субъекты рыночных отношений, что создает равенство «сбережения = инвестиции» [5].

1.3. Фиктивный капитал. Механизм накопления

В результате деятельности участников финансового рынка по перераспределению инвестиций и сбережений наряду с денежным капиталом образуется и фиктивный капитал.

Фиктивный капитал — это капитал, представленный в ценных бумагах, обеспечивающих их владельцу право получать доход в виде дивидендов или процентов.

Накопление фиктивного капитала происходит по определенным законам, качественно и количественно отличаясь от накопления денежного капитала. В то же время эти процессы взаимодействуют. Механизм создания фиктивного капитала состоит в том, что он образуется не в результате кругооборота промышленного капитала (как денежный), а как следствие приобретения ценных бумаг, которые дают право на получение некоторого дохода.

Изначально первичной формой фиктивного капитала были облигации государственного займа. Впоследствии создание и рост акционерных обществ способствовали появлению нового вида ценных бумаг — акций. Преобразование акционерных обществ в более сложные объединения (концерны, тресты, картели, консорциумы) обусловило привлечение облигационного капитала — выпуск корпоративных облигационных займов [5].

Структура фиктивного капитала включает три основных элемента:

- 1) *акции;*
- 2) *облигации частного сектора;*
- 3) *государственные облигации.*

Чем в большей степени капитал привлекается посредством эмиссий акций и облигаций, тем более возрастает фиктивный капитал. Самостоятельное движение фиктивного капитала на рынке приводит к резкому отрыву рыночной стоимости ценных бумаг от балансовой, и это еще больше углубляет разрыв между реальными материальными ценностями и их относительно фиксированной стоимостью, представленной в ценных бумагах.

В отличие от денежного капитала, используемого для получения прибыли, ценные бумаги, составляющие фиктивный капитал, представляют собой лишь титул (правовое основание) собственности на денежный капитал. Например, акция — это титул собственности, дающий право на получение дохода на акцию (дивиденд), а облигация — это титул, позволяющий получать соответствующий процент.

Значительная количественная разница между реальным и фиктивным капиталом обнаруживается уже при создании корпораций. Крупные инвесторы при учреждении акционерного общества получают суммы денег, которые значительно превышают величину реального капитала и образуют учредительскую прибыль, являющуюся разницей между суммой цен акций, продаваемых основателями корпорации по рыночному курсу, и действительным капиталом, вложенным в производство. Механизм образования учредительской прибыли можно представить на условном примере.

Пример

Допустим, реальный капитал предприятия составляет 100 тыс. иен. При образовании корпорации была выпущена 1 тыс. акций по 100 иен. Дивиденд на акцию в данном году составил 8 %, при ставке банковского процента в 4 %. Тогда курс акции будет равен 200 иен. Общая выручка от продажи акций будет равна 200 тыс. иен. Учредительская прибыль достанется организаторам корпорации в сумме 100 тыс. иен.

К формированию корпораций активно подключается банковский капитал, который участвует в учреждении корпораций и предоставлении им необходимых денежных ссуд. Причем сам банковский капитал принимает акционерную форму, чем облегчается взаимодействие и сращивание промышленного и банковского бизнеса. Органическое единство промышленного и банковского бизнеса проявляется в наивысшей степени при приобретении собственниками контрольных пакетов акций, позволяющих их владельцам по большинству голосов принимать на общих собраниях акционерного общества необходимые им хозяйственные решения.

Фиктивный капитал может образоваться и в результате так называемой «экспансии акционерного капитала». Суть этого явления можно продемонстрировать на следующем примере.

Пример

Предположим, какое-то лицо имеет в своей собственности токарный парк стоимостью 1 млн руб. Это лицо создает акционерное общество А с уставным капиталом 1 млн руб. Внося в уставный капитал общества свое имущество, гражданин получает акции общества А номинальной стоимостью 1 млн руб.

После этого он создает акционерное общество Б с таким же уставным капиталом в 1 млн руб. При этом в качестве взноса в уставный фонд общества Б гражданин использует акции общества А на сумму 1 млн руб. Затем он создает акционерное общество С с уставным капиталом 1 млн руб. и в качестве уставного взноса использует уже акции общества В.

Подобных акционерных обществ можно создать сколько угодно. В результате этих комбинаций стоимость принадлежащего гражданину имущества УЧЕТВЕРЯЕТСЯ (!), так как к реальному «сгустку труда» стоимостью 1 млн руб. добавляется еще три ценные бумаги: акции общества А, Б и С с номинальной стоимостью 1 млн руб. каждая.

Причиной указанного «разбухания» капитала является отождествление акции с реальным товаром. Но акции по своей сути не соответствуют требованиям, предъявляемым к товарам, а значит, как таковой цены (как на товар) иметь не могут.

1.4. Функции финансового рынка

Финансовые рынки осуществляют практически все те же функции, что и их товарно-сырьевые аналоги. Они обеспечивают участников всей необходимой информацией о спросе и предложении на ресурсы и формируют рыночные цены этих ресурсов. Реализация данных функций позволяет финансовым рынкам создавать возможности выбора для потребителей, способствовать управлению рисками, воздействовать на управление компаниями.

Основные функции финансового рынка в экономике состоят в следующем:

1) **мобилизация средств для экономического развития.** С помощью механизмов финансовых рынков осуществляется перераспределение сбережений в инвестиции. Таким образом в экономике осуществляется воспроизводство финансовых ресурсов;

2) **перераспределение аккумулированного капитала между национальными экономиками, странами, регионами, корпорациями;**

3) **обеспечение накопления средств, определяющих экономический рост.** Например, государства являются активными участниками рынка ценных бумаг, выпуская облигации различного типа и приобретая облигации других государств. С помощью вложений в облигации увеличиваются денежные резервы страны и привлекаются дополнительные средства в экономику. Для накопления золотовалютных резервов государства совершают операции на рынке драгоценных металлов с золотом. Более того, за счет механизма формирования фиктивного капитала, наращение богатства отдельных государств может происходить быстрее;

4) **формирование рыночной цены на отдельные финансовые инструменты под воздействием спроса и предложения.** Таким образом, можно говорить об объективном ценообразовании, основанном только на экономических законах;

5) **снижение издержек финансовых операций.** Финансовый рынок сегодня является глобальной структурой, обеспечивающей взаимодействие государств, в результате чего многие

финансовые операции стали широкодоступными и издержки на их проведение постоянно сокращаются;

б) **ускорение концентрации и централизации капитала** (образование крупных финансовых холдингов), что особенно ярко проявляется в слияниях и поглощениях коммерческих и инвестиционных банков, а также бирж;

7) **обеспечение равнодоступности фондов денежных средств для всех участников финансовых рынков** (государств, предприятий, домашних хозяйств). С развитием информационных технологий и средств связи любой субъект финансового рынка может в одинаковой степени получать доступ к любому финансовому институту. Так, например, находясь в России, инвестор может совершать сделки с ценными бумагами американских компаний.

Лекция 2

СТРУКТУРА ФИНАНСОВОГО РЫНКА. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

2.1. Некоторые подходы к классификации финансовых рынков.

2.2. Виды финансовых рынков. Специфические особенности.

2.3. Место финансового рынка в системе рыночных отношений.

2.4. Влияние процесса глобализации в мировой экономике на развитие финансовых рынков.

Базовые понятия: рынок капиталов, рынок ссудных капиталов, учетный рынок, денежный рынок, кредитный рынок, межбанковский рынок, валютный рынок, рынок ценных бумаг (фондовый рынок), рынок производных инструментов, деривативы, страховой рынок, первичный и вторичный рынок, рынок драгоценных металлов.

2.1. Некоторые подходы к классификации финансовых рынков

В экономической литературе нет единого мнения относительно признаков, по которым можно классифицировать финансовый рынок. Существует несколько способов классификации, каждый из которых ориентирован на определенные признаки (рис. 2.1) [5]:

- 1) экономический;
- 2) территориальный;
- 3) количественный;
- 4) уровень конкуренции;
- 5) объект купли-продажи;
- 6) по виду основного инструмента.



Рис. 2.1. Способы классификации финансовых рынков

Представленные на рис. 2.1 виды финансовых рынков отражают многообразие обращающихся на них финансовых инструментов, в связи с чем в литературе существуют различные подходы к их классификации. Так, по экономическому признаку можно различать рынки, которые нацелены на общемировые и локальные финансовые процессы.

В основу подходов к классификациям по количественному признаку и уровню конкуренции положен, по сути, один общий признак — уровень конкуренции. В соответствии с данным признаком выделяются рынки, на которых господствует разная форма конкуренции среди его участников. На монопольном рынке,

например, присутствует один или несколько участников, которые единолично определяют ценовую политику и формируют особенности данного рынка. Как правило, чем выше уровень конкуренции на рынке, тем более гибкой может быть цена на его финансовые инструменты.

По объектам купли-продажи различают рынки товаров, ценных бумаг, капиталов и денежный рынок. На каждом из этих рынков производятся финансовые операции с определенной группой инструментов. Данную классификацию можно сравнить с классификацией по используемым финансовым инструментам, в которой представлено значительно больше видов рынков на основе более четкой привязки каждого финансового инструмента к определенному виду рынка.

Основное отличие национального рынка от международного заключается в том, что на международном рынке процесс купли-продажи регламентируется законами и нормативными актами международной торговли и ответственность за соблюдение установленных правил торговли несет государство, субъекты которого принимают участие в мировом рынке.

Финансовый рынок можно рассматривать также как совокупность первичного и вторичного рынков. На первичном рынке, возникновение которого обусловлено эмиссией ценных бумаг, происходит мобилизация финансовых ресурсов. На вторичном рынке эти ресурсы перераспределяются, и даже не один раз. В свою очередь, вторичный рынок подразделяется на биржевой и внебиржевой. На последнем происходит купля-продажа ценных бумаг, по каким-то причинам не котирующихся на бирже.

В существующем многообразии различных подходов к классификациям финансовых рынков разобраться достаточно сложно. Это обусловлено тем, что каждый из видов финансового рынка не является строго обособленной структурой. Как правило, каждый финансовый рынок дополняет другие и зачастую виды финансовых операций повторяются на различных видах финансовых рынков.

В данном цикле лекций предлагается несколько иной подход к классификации финансовых рынков, который представля-

ется более оптимальным с точки зрения современной финансовой системы и более понятным для изучения финансового рынка в целом.

2.2. Виды финансовых рынков. Специфические особенности

Финансовый рынок рассматривается как рынок финансовых ресурсов и представляет собой систему взаимосвязанных и дополняющих друг друга, но обособленно функционирующих рынков (рис. 2.2), поскольку каждый из составляющих рынков обладает специфическими особенностями учета финансовых инструментов и операций, ценообразования и т. п.

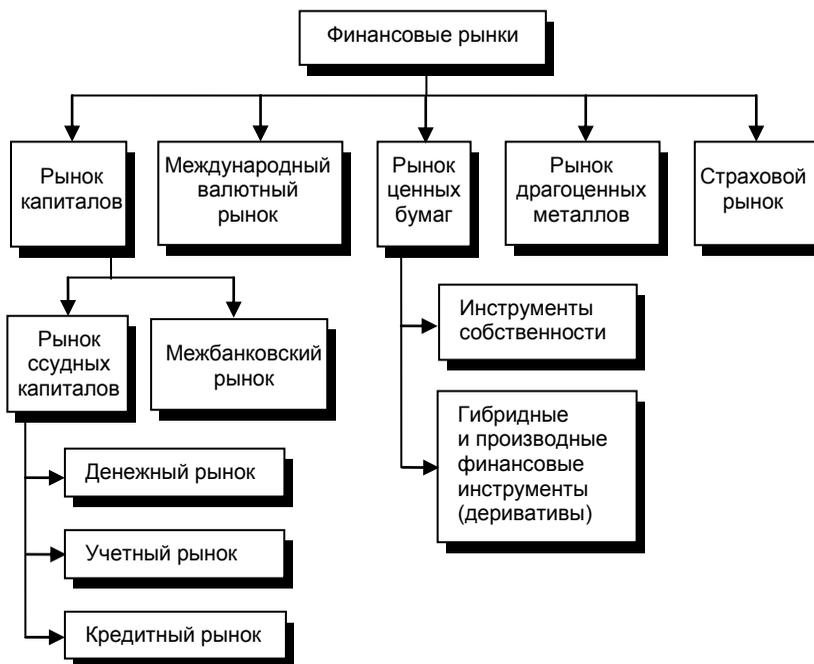


Рис. 2.2. Классификация финансовых рынков

При данном подходе финансовые рынки можно разделить на следующие составляющие:

1) рынок капиталов:

• **рынок ссудного капитала (рынок кратко-, средне- и долгосрочных банковских кредитов)**, в котором выделяются:

– **денежный рынок** — рынок краткосрочных банковских кредитов. На этом рынке банки и финансовые организации могут обеспечить себя денежными средствами на короткий срок (до 1 года) для проведения каких-либо краткосрочных финансовых операций;

– **учетный рынок**, занимающий особое место на рынке ссудных капиталов. На этом рынке осуществляется учёт векселей частного и государственного сектора хозяйствования (казначейские векселя), а также иных краткосрочных обязательств (иных коммерческих бумаг);

– **кредитный рынок** — механизм, с помощью которого устанавливаются взаимоотношения покупателей и продавцов финансовых средств (сбережений), предоставляющих их на определенных условиях. Функциями этого рынка являются объединение сбережений, трансформация денежных средств в ссудный капитал, предоставление займов (кредитов). Кредитные сделки осуществляются кредитными институтами (коммерческими банками, специальными фондами и др.), которые берут займы и ссужают деньги, и инвестиционными организациями, обеспечивающими выпуск и движение различных долговых обязательств, реализуемых на рынке ценных бумаг;

• **межбанковский рынок** — это, прежде всего, рынок межбанковских депозитов. Этот рынок представляет собой совокупность операций между банковскими учреждениями по предоставлению взаимных краткосрочных необеспеченных ссуд на сумму до 1 млн долларов США;

2) международный валютный рынок — механизм, с помощью которого устанавливаются правовые и экономические взаимоотношения потребителей и продавцов валют различных государств;

3) **рынок ценных бумаг**, охватывающий операции по выпуску и обращению инструментов займа (облигаций, сертификатов, векселей), инструментов собственности (акций), а также их гибридов, которые имеют признаки как облигаций, так и акций, и производных (дериватов);

4) **рынок драгоценных металлов** — сфера экономических отношений между участниками сделок с драгоценными металлами, драгоценными камнями, котируемыми в золоте. К последним относятся золотые сертификаты, облигации, фьючерсы.

С функциональной точки зрения рынок драгоценных металлов и драгоценных камней представляет собой торгово-финансовый центр, в котором сосредоточены торговля и другие коммерческие и имущественные сделки с данными активами. С этой позиции функционирование рынка драгоценных металлов должно обеспечить промышленное и ювелирное потребление драгоценных металлов и драгоценных камней, создание золотого запаса государства, страхование от валютных рисков, получение прибыли за счет арбитражных сделок. С институциональной же точки зрения рынок драгоценных металлов представляет собой совокупность специально уполномоченных банков, бирж драгоценных металлов;

5) **страховой рынок**, представляющий в общем смысле систему экономических отношений, возникающих при купле-продаже специфического товара (страхового покрытия) в процессе удовлетворения общественных потребностей в страховой защите. При этом включение страхового рынка в состав финансового обусловлено тем, что обширную часть операций на страховом рынке занимают операции страхования различных финансовых сделок и финансовых рисков.

Следует отметить, что в существующих подходах к классификации финансовых рынков не всегда уделяется должное внимание к таким составляющим рынка, как страховой рынок, рынок драгоценных металлов, хотя эти рынки на сегодняшний день занимают серьезные позиции в сфере обращения финансовых ресурсов. Предложенная в данном курсе лекций классификация более полно отражает современные тенденции финансового

рынка и учитывает все особенности финансовых операций. Но как бы ни трактовалась структура финансового рынка, важным является распределение излишка средств (сбережений), их мобилизация и перераспределение между сферами и секторами эффективно функционирующей экономики. Этот процесс осуществляется именно через финансовый рынок.

Особенности составляющих финансового рынка

Каждый из видов финансовых рынков имеет свои особенности. Как правило, это выражается в способе обращения того или иного инструмента, системе ценообразования, системе учета и перераспределения инструментов и т. д. Так, например, особенность рынка ценных бумаг заключается в специфическом характере товара. Не имея собственной стоимости, ценные бумаги могут быть проданы по высокой рыночной цене. Ценные бумаги могут быть связаны со средне- и долгосрочными банковскими кредитами. Это форма движения ссудного капитала, предоставленного банками займы на условиях обеспеченности, возвратности, срочности.

Составляющие финансового рынка оказывают взаимное влияние друг на друга. Участниками финансового рынка являются, с одной стороны, индивиды, компании, правительственные органы, располагающие свободными средствами и готовые предоставить их пользователю, а с другой — нуждающиеся в денежных средствах и готовые уплатить за их использование. На финансовом рынке происходит обмен денег будущих на деньги настоящие при посредничестве банков. Это способствует переходу финансовых фондов (рис. 2.3.).

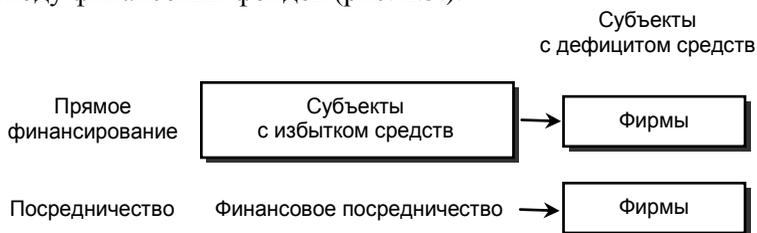


Рис. 2.3. Прямое финансирование и посредничество

Финансовый рынок также является средством, с помощью которого предприятие (фирма) решает внутренние и внешние проблемы управления финансами, чтобы достичь желаемого результата. На рис. 2.4 представлена схема движения денежных средств между предприятиями и финансовым рынком.



Рисунок 2.4. Движение денежных средств: 1 — образовавшихся на финансовых рынках; 2 — инвестированных в предприятие; 3 — полученных в результате деятельности предприятия; 4 — вернувшихся к инвесторам; 5 — реинвестированных в предприятие

Внутренними являются проблемы собственно фирмы, связанные с производимой продукцией, технологическими возможностями производства, издержками и рентабельностью, а внешними — воздействие на фирму вышеуказанных видов финансового рынка (процентной, налоговой, дивидендной политики и т. п.).

Предприятие получает на финансовом рынке недостающие средства для расширения деятельности (см. рис. 2.4). За их использование необходимо платить проценты. Собственники предприятий рассчитывают сделать это за счет полученных дивидендов. Зачастую происходит столкновение интересов предприятия и государства (последнее реализует свои интересы через налоги и возможности получения субсидий и кредитов). Вся эта гамма сложных экономических отношений завязана на финансовом рынке, инфраструктура которого отражена в табл. 1.

Государство имеет тесную связь с финансовым рынком, которая в основном осуществляется через реализуемые в денежной форме экономические отношения (государственные финансы), возникающие между государством и другими субъектами по поводу производства и распределения части валового продукта (рис. 2.5) [4]. При этом образуются централизованные фонды.

Таблица 2.1
Основные элементы инфраструктуры финансового рынка

Биржи	Фондовые, валютные
Компании	Аудиторские, страховые, брокерские, трастовые, инвестиционные
Фонды	Инновационный, государственного имущества, инвестиционный, регионального регулирования, научно-технических программ, стабилизационный
Комитеты и комиссии	Антимонопольный комитет, комиссия по ценным бумагам
Центры	Информационного и юридического обеспечения
Государственные инспекции	Федеральная служба по финансовому рынку, налоговая администрация, страховой надзор
Другие организации	Аукционы, коммерческие банки, аудиторские и консультационные фирмы, консалтинговые компании

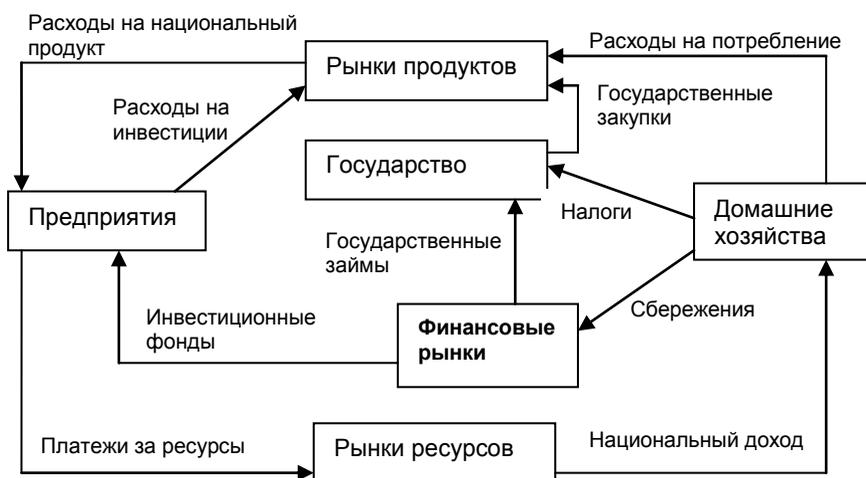


Рис. 2.5. Финансовые рынки в системе экономических отношений

Финансовый рынок имеет решающее значение для развития экономики. На нем избыток накоплений в одних секторах уравновешивается их недостатком в других; при этом устанавлива-

ется уровень процента, существенно влияющий на стоимость инвестиций. Государственный сектор, предоставляя кредиты и получая займы, играет на финансовом рынке важную роль. Получение государством займов в случае недостатка денежных средств либо, наоборот, предоставление кредита влияет на объемы денежных средств на финансовом рынке, величину ссудного процента, что отражается на экономике в целом. Поэтому при анализе воздействия государства на финансовый рынок и его экономических последствиях говорят об управлении процентом, денежной массой, кредитами, о валютном курсе.

С экономической системой в целом государство связано через налоги, государственные закупки и займы.

2.3. Место финансового рынка в системе рыночных отношений

Рынок представляет собой совокупность социально-экономических отношений в сфере обмена, посредством которых осуществляются купля-продажа товаров и окончательное признание их общественной ценности (рис. 2.6) [5].

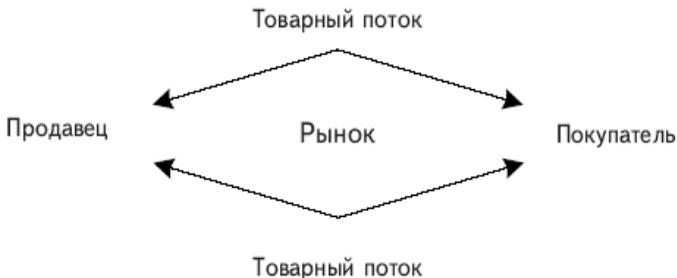


Рис. 2.6. Механизм функционирования рынка

Финансовый рынок — это составной элемент рынка ресурсов. В литературе встречаются различные определения финансового рынка:

- совокупность кредитно-финансовых институтов, направляющих поток денежных средств от собственников к заемщикам и обратно [4];
- механизм перераспределения капитала между кредиторами и заемщиками при помощи посредников на основе спроса и предложения [5];
- рынок денег;
- денежные отношения, которые складываются в процессе купли-продажи финансовых активов под влиянием спроса и предложения на ссудный капитал [6];
- общее обозначение рынков, где проявляются спрос и предложение на различные платежные средства.

Но сколь бы различными ни были определения, общим является наличие кругооборота финансовых ресурсов, в процессе которого у одних накапливаются сбережения, а другие испытывают потребность в средствах для расширения деятельности.

Главными субъектами финансового рынка являются домашние хозяйства, у которых в большинстве случаев доходы превышают расходы на величину сбережений. Через финансовые институты (банки, страховые компании, целевые фонды) доходы превращаются в инвестиции и покрывают недостаток фирм в средствах для расширения их деятельности.

На рис. 2.7 видно, что все стороны финансового кругооборота встречаются на финансовом рынке, где и происходит перелив средств [5]. Финансовая деятельность каждого субъекта состоит в нахождении источников доходов, обеспечении их поступлений и, главное, умелом использовании для получения прибыли. Значит, финансовый рынок помогает встретиться продавцам и покупателям особого товара — финансовых обязательств (обещаний заплатить деньги в будущем за деньги, получаемые сегодня).

На этом рынке присутствуют, с одной стороны, продавцы (индивидуумы, компании, правительственные органы), располагающие свободными средствами и готовые предоставить их пользователю, а с другой — покупатели, нуждающиеся в финансовых средствах и готовые заплатить за их использование.

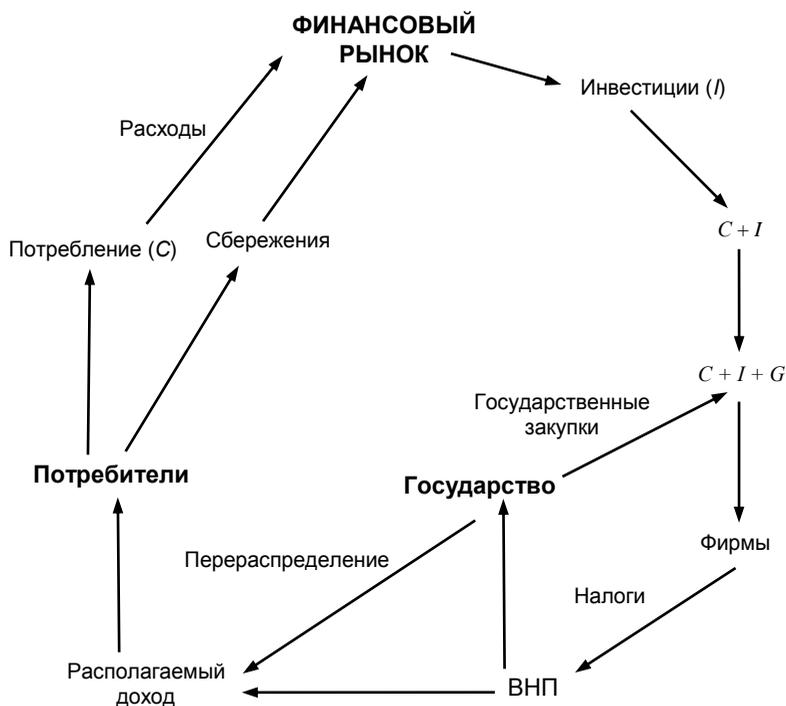


Рис. 2.7. Схема кругооборота доходов и расходов в экономике

Таким образом, финансовый рынок занимает важное место на рынке ресурсов, так как способствует обмену денег будущих на деньги настоящие. Он играет ведущую роль в стабилизации денежной единицы, ибо рыночная экономика требует нормального денежного обращения через регулирование спроса и предложения на деньги.

Значение финансового рынка в системе рыночных отношений состоит в предоставлении возможности отложить сегодняшнее потребление, накопить сбережения и направить их в сферу предпринимательского приложения.

2.4. Влияние процесса глобализации в мировой экономике на развитие финансовых рынков

Финансовый рынок носит международный характер и является неотъемлемой частью мирового хозяйства. Как известно, в основе экономических отношений на мировом уровне лежит международное разделение труда. Оно способствует более рациональному использованию мировых ресурсов, а также углублению специализации в международном производстве. Это вызывает становление новых форм сотрудничества стран, в том числе на финансовом уровне. В последние десятилетия в мире складывается новая система политических, экономических и социальных взаимоотношений, что связано, прежде всего, с переходом в начале 90-х годов XX в. бывших социалистических стран к рыночным формам хозяйствования и постепенной интеграцией их в мировую систему на рыночных условиях.

Процесс сложной трансформации этих стран совпал с резко усилившимися глобализационными явлениями во всем мире. Эксперты МВФ дают следующее определение понятию глобализации [7].

Глобализация — «растущая экономическая взаимозависимость стран всего мира в результате возрастающего объема и разнообразия международных сделок с товарами, услугами и мировых потоков капитала, а также благодаря всё более быстрой и широкой диффузии технологий».

Глобализацию можно представить как процесс адаптации национальных (государственных), региональных и местных институтов, субъектов и отношений к закономерностям и тенденциям глобально связанной системы. При этом каждый субъект глобализационного процесса стремится обеспечить устойчивую по отношению к внешним воздействиям и внутренним потрясениям конкурентоспособную и гибкую внутреннюю структуру организации и развития [6].

Глобализация ставит во главу угла возможность сохранения системной управляемости и сбалансированности за счет координации зависимости отдельных стран от глобального уровня развития мировых процессов — политических, экономических, финансовых. Прежде всего, глобализация предполагает расширение открытости хозяйственных субъектов, либерализацию рынков, а также адаптацию экономической, социальной и культурно-информационной сфер к внешним воздействиям.

Процессы глобальной синхронизации и стандартизации мирового развития обуславливают новые взаимосвязи и конкретные перспективы для отдельных стран, корпораций, финансовых институтов по регулированию механизмов предотвращения и снижения потерь в ходе глобализации. Формируется глобальная структура самостоятельных, но глобально зависимых региональных и локальных сетей обмена знаниями, информацией, технологиями, квалификацией и опытом, воспроизводства товаров и услуг. Этот процесс имеет многоплановый и противоречивый характер. С одной стороны, он усиливает возможности страны, региона, компании и даже отдельного человека за счет действия мультипликаторов глобального масштаба, а с другой — удерживает их в рамках локального, хотя и не единственного, места реализации. Глобальные явления охватили практически все стороны человеческой жизни: политические, социальные, экономические, технологические, финансовые и др. [6].

Воздействие глобализации на финансовые рынки проявляется во многом, в частности:

- доля финансового сектора (доля фиктивного капитала) значительно выше удельного веса сектора реальных активов в ВВП (стоимость производимой продукции, основных фондов и т. п.);
- объемы финансовых потоков и операций на финансовых рынках превышают объемы операций в нефинансовом секторе;
- доходы от операций на финансовых рынках занимают значительное место в структуре доходов корпораций в развитых странах;
- динамично развивается международное кредитование в форме сделок, в которых участвуют несколько стран;

- рождаются новые финансовые инструменты, отвечающие возрастающим требованиям инвесторов на международном уровне;

- увеличиваются объемы эмиссии ценных бумаг, размещаемых на зарубежных рынках;

- претерпевают изменения функции международных финансовых организаций в связи с адаптацией их регулирующей деятельности к условиям возрастающей взаимозависимости стран.

К причинам усиления глобализации финансовых рынков можно отнести мобильность капитала, либерализацию международных экономических отношений, широкое внедрение новейших коммуникационных и телекоммуникационных технологий.

В настоящее время международные финансовые организации, агентства, крупные банки создают мощные информационные структуры, которые способствуют ускорению перелива капитала, усилению взаимосвязи финансовых, товарных, инвестиционных, ресурсных рынков.

Лекция 3

РЫНОК КАПИТАЛОВ. ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- 3.1. Ссудный капитал как основа рынка капиталов.
- 3.2. Денежный рынок в системе формирования и развития рыночных отношений.
- 3.3. Общность функций и специфические отличия составляющих денежного рынка.

Базовые понятия: рынок капиталов, ссудный капитал, денежный рынок, денежные агрегаты.

3.1. Ссудный капитал как основа рынка капиталов

Рынок капиталов представляет собой часть финансового рынка, где формируются спрос и предложение на ссудный капитал; это специфическая сфера рыночных отношений, где объектом сделки является предоставленный в ссуду денежный капитал на основе сформированного спроса и предложения на него.

Рынок капиталов прошел эволюцию от зарождения на рынке простого товарного производства в форме обращения ростовщического капитала до широкого развития рынка ссудных капиталов на всеобщем рынке, где объектом сделки (товаром) является предоставляемый в ссуду денежный капитал на основе соотношения спроса и предложения на этот товар и ставки ссудного процента.

Ссудный капитал — это денежные средства, отданные в ссуду за определенный процент при условии возвратности.

Формой движения ссудного капитала является кредит. Основным его источником служат денежные средства, высвобож-

даемые в процессе воспроизводства: амортизационные фонды предприятий, часть оборотного капитала в денежной форме, прибыль, идущая на обновление и расширение производства, денежные доходы и сбережения всех слоев населения.

Рынок капиталов условно можно разделить по временному признаку на рынок краткосрочных кредитов (*денежный рынок, межбанковский рынок*), среднесрочных и долгосрочных кредитов (*кредитный рынок*). При этом принято выделять межбанковский рынок, так как в отличие от денежного и кредитного рынков состав участников межбанковского рынка представлен лишь банками, которые используют ресурсы рынка для обеспечения своей текущей краткосрочной ликвидности.

Банки обращаются за кредитами (или депозитами) в случае временной нехватки собственных денежных средств для выполнения своих текущих обязательств перед кредиторами, вкладчиками или Центральным банком. Предоставление же кредитов (или размещение депозитов) осуществляется банками прежде всего в целях демонстрации другим участникам рынка своей финансовой устойчивости, т. е. собственно для того, чтобы иметь возможность при необходимости снова получать такие средства от других банков.

Значение рынка капиталов состоит в том, что он способствует росту производства и увеличению товарооборота, движению капиталов внутри страны, трансформации денежных сбережений в капиталовложения, обновлению основного капитала.

Экономическая роль рынка ссудных капиталов заключается в его способности объединить мелкие, разрозненные денежные средства и таким образом активно воздействовать на концентрацию и централизацию производства и капитала.

Наиболее развитым можно считать рынок ссудных капиталов США. Он отличается разветвленностью, наличием мощной кредитной системы и развитого рынка ценных бумаг, высоким уровнем накопления денежного капитала, широкой интернационализацией.

Понятие рынка капиталов может рассматриваться с двух точек зрения:

1) с функциональной:

рынок капиталов — это система рыночных отношений, обеспечивающих аккумуляцию и перераспределение денежных капиталов с целью обеспечения воспроизводства кредитом;

2) с институциональной:

рынок капиталов — это совокупность кредитно-финансовых учреждений, фондовых бирж, через которые осуществляется движение ссудного капитала.

О рынке капиталов можно сказать следующее [5]:

1) это важнейший источник долгосрочных инвестиционных ресурсов для правительства, корпораций и банков;

2) на этом рынке предоставляются высоколиквидные средства в основном для удовлетворения как краткосрочных, так и долгосрочных потребностей в финансовых ресурсах;

3) рынок капиталов охватывает обращение ссудного и банковского капиталов, коммерческого и банковского кредитов, а также функционирование кредитных аукционов.

3.2. Денежный рынок в системе формирования и развития рыночных отношений

Денежный рынок — часть рынка капиталов, где осуществляются в основном краткосрочные (от одного дня до одного года) депозитно-ссудные операции, обслуживающие главным образом движение оборотного капитала фирм, краткосрочных ресурсов банков, учреждений, государства и частных лиц.

С развитием международно-кредитных валютных отношений сформировался международный денежный рынок, где значительное место занимают рынки Нью-Йорка (крупнейший в мире), Лондона, Токио, Парижа.

Основными инструментами денежного рынка являются векселя, депозитные сертификаты, банковские акцепты (лекция 4); **основными институтами** — банки, учетные дома, брокерские и дилерские фирмы. В качестве источников ресурсов служат средства, привлеченные банковской системой. Основными заемщиками являются фирмы, кредитно-финансовые институты, государство, население.

Главное условие участия в рыночных операциях — обладание ликвидными средствами. Посредством кредитного механизма денежного рынка совершаются операции в максимально короткие сроки. При этом путем взаимного предоставления краткосрочных кредитов регулируется ликвидность коммерческих банков. Могут совершаться и спекулятивные сделки.

Денежный рынок тесно связан с рынком долго- и среднесрочных капиталов. Государство использует ресурсы денежного рынка для покрытия своих расходов и бюджетного дефицита. Денежный рынок — важнейший объект государственного регулирования.

Процентные ставки денежного рынка связаны со ставками других секторов финансового рынка, а учетный процент центрального банка, ставка по казначейским векселям, межбанковские ставки по однодневным ссудам (суточные деньги) являются базисными для всей системы процентных ставок.

Конъюнктура на денежном рынке зависит от следующих факторов:

- циклических изменений в экономике;
- темпов инфляции;
- особенностей национальной кредитно-денежной политики.

Денежный рынок отражает спрос на деньги и их предложение. Под предложением денег MS понимается общее количество денег, находящихся в обращении L ; оно складывается из агрегатов $M1$, $M2$, $M3$.

Денежные агрегаты являются показателями структуры денежной массы и отличаются друг от друга степенью ликвидности (возможностью быстрого превращения в наличные деньги).

В разных странах выделяются денежные агрегаты разного состава. Чаще всего используют следующие агрегаты (каждый последующий агрегат включает в свой состав предыдущий):

$M0$ = наличные деньги в обращении;

$M1$ = $M0$ + чеки, вклады до востребования (в том числе банковские дебетовые карты);

$M2$ = $M1$ + средства на расчётных счетах, срочные вклады;

$M3$ = $M2$ + сберегательные вклады;

L = $M3$ + ценные бумаги.

Спрос на деньги MD формируется из следующих составляющих:

- спроса на деньги как средства обращения (делового, операционного) или спроса на деньги для совершения сделок;
- спроса на деньги как средства сохранения стоимости (спроса на деньги как средства для инвестирования);
- спекулятивного спроса (краткосрочного спроса, обусловленного изменением стоимости денег).

Чем выше уровень дохода в обществе, тем больше совершается сделок; чем выше уровень цен, тем больше требуется денег для совершения сделок в рамках национальной экономики. Модель денежного рынка показана на рис. 3.1.

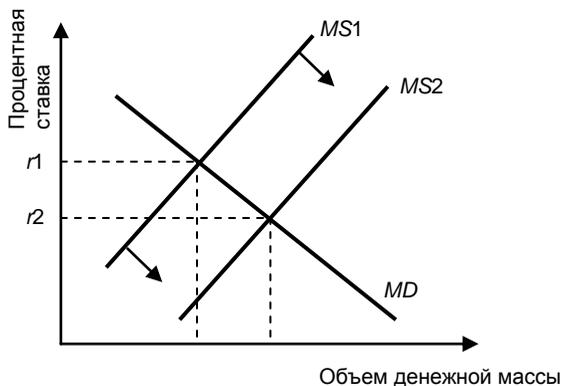


Рис. 3.1. Простая модель функционирования денежного рынка

Спрос на денежную массу MD уменьшается с увеличением стоимости денег (процента), что на рис. 3.1 соответствует значению процентной ставки $r1$. При более высокой процентной ставке увеличивается предложение денег $MS1$. Чем больше процент $r1$, тем менее разумно хранить свои средства в виде наличных денег. Разумнее иметь их в виде средств, приносящих доход, например, вкладывать в банк, в ценные бумаги и т. п. С понижением процентной ставки до значения $r2$ спрос на денежную массу возрастает, но при этом снижается предложение денег $MS2$, так как стоимость денег сокращается, и снова становится выгодно иметь наличные деньги. Предложение денег при этом сокращается ввиду строго ограниченной величины денежной массы в экономике.

Таким образом, модель денежного рынка отражает процесс постоянного регулирования спроса и предложения денег путем уменьшения или увеличения процентной ставки в государстве.

3.3. Общность функций и специфические отличия составляющих денежного рынка

Итак,

денежный рынок — это механизм отношений между юридическими лицами (фирмами, предприятиями), которым требуются средства для своего развития, с одной стороны, и организациями и гражданами (населением, домашними хозяйствами), которые могут предоставить такие средства, с другой.

Этот рынок тесно связан с учетным (лекция 4), межбанковским (лекция 4) и валютным (лекция 6) рынками, поскольку для каждого из них характерно выполнение следующих функций:

- объединение мелких сбережений населения, государства, частного бизнеса, зарубежных инвесторов и создание мощных денежных фондов;

- трансформация этих средств в ссудный капитал, что обеспечивает внешние источники финансирования предприятий (фирм);
- направление части средств на межбанковский рынок, что обеспечивает устойчивость кредитной системы, а также процесс расширенного воспроизводства через выдачу опосредованных ссуд: «Центральный Банк – Коммерческие Банки», «Коммерческие Банки – Коммерческие Банки», «Коммерческие Банки – предприятие/население»;
- предоставление ссуд государственным органам для решения неотложных задач, покрытия дефицита бюджета.

Таким образом, денежный рынок позволяет совершать накопление, обращение, распределение и перераспределение денежного капитала между сферами национальной экономики. В то же время (о чем говорилось ранее) это синтез рынков различных платежных средств.

Как показывает опыт стран с развитой рыночной экономикой, соглашения на денежном рынке опосредуются, во-первых, кредитными институтами (коммерческими банками или другими учреждениями), которые берут в долг или предоставляют денежные ссуды, во-вторых — инвестиционными или аналогичными организациями, которые обеспечивают выпуск и обращение разного рода долговых обязательств, реализуемых за деньги на учетном рынке.

Отсюда можно в рамках денежного рынка выделить рынок денежных ресурсов (наличных денег) и рынок долговых обязательств (учетных или долговых инструментов).

Лекция 4

РЫНОК КАПИТАЛОВ.

УЧЕТНЫЙ И МЕЖБАНКОВСКИЙ РЫНКИ

- 4.1. Характеристика учетного рынка.
- 4.2. Виды финансовых инструментов на учетном рынке
- 4.3. Суть межбанковского рынка.
- 4.4. Характеристика межбанковских операций.

Базовые понятия: учетный рынок, дисконт, ценные бумаги, вексель (банковский, казначейский, коммерческий), акцепт, онкольный кредит, депозитный сертификат, чек, межбанковский рынок, межбанковские депозиты

4.1. Характеристика учетного рынка

Учетный рынок — часть рынка ссудных капиталов, где денежные средства перераспределяются между кредитными институтами путем купли-продажи векселей и других долговых ценных бумаг со сроками погашения, как правило, до одного года.

Учетный рынок возник в XIX в. на базе развития торговли и банковского дела. Его основа — это учетные и переучетные операции банков, т. е. купля-продажа основных коммерческих векселей в целях мобилизации средств, получения прибыли, инвестирования, регулирования ликвидности и т. д.

С конца XIX в. получил развитие рынок краткосрочных казначейских векселей, выкупаемых для финансирования государственного долга. Вексель продают и покупают с дисконтом. **Дисконт** представляет собой разницу между ценой, по которой ценная бумага продается в данный момент времени (ее текущим биржевым курсом), с одной стороны, и номиналом ценной бу-

маги (или ценой), по которой ценная бумага продается при ее погашении), — с другой. Например, вексель номиналом в 1000 долл. куплен за 950 долл., дисконт при этом составляет 50 долл. (1000 — 950).

Понятие учетного рынка в некоторых странах распространяется также на сделки с государственными облигациями, до погашения которых осталось не более 5 лет.

Институциональная структура учетного рынка включает следующие элементы:

- Центральный банк;
- коммерческие банки;
- специальные кредитные институты, средства которых формируются за счет привлечения онкольных кредитов и 7-дневных ссуд банков (под ценные бумаги).

Учетный рынок и его институты помогают предприятиям осуществлять финансирование на основе привлеченного капитала вексельных кредитов. С помощью коммерческих векселей приобретаются сырье и товары; погашаются они за счет выручки от проданного товара. Вексельный кредит в большинстве случаев предоставляется поставщикам. Например, Центральный банк Российской Федерации выполняет следующие операции: выдает кредиты коммерческим банкам; покупает, хранит и продает государственные ценные бумаги; выдает кредиты на срок не более 3 месяцев под залог векселей; покупает и продает иностранную валюту и платежные документы в иностранной валюте.

Учетные ставки в значительной степени определяются ставкой Центрального банка, так как последний регулирует операции денежного рынка и объем находящейся в обращении денежной массы. Операции на учетном рынке имеют большое значение для управления государственным долгом.

Основными инструментами на учетном рынке являются казначейские и коммерческие векселя, другие виды краткосрочных обязательств (онкольный кредит, банковский акцепт, депозитный сертификат, чек).

4.2. Виды финансовых инструментов на учетном рынке

Банки могут выпускать банковские векселя.

Банковский вексель — это ценная бумага, позволяющая выгодно разместить капитал благодаря многократной оборачиваемости, а также более высокому проценту, чем по депозитным вкладам.

Банковские векселя могут быть средством платежа.

Казначейский вексель — это ценная бумага, выпускаемая государством для покрытия своих расходов и представляющая собой краткосрочное обязательство государства со сроком погашения 3, 6 и 12 месяцев.

Казначейские векселя выпускаются на предъявителя, поступают в обращение на рынке ценных бумаг. Выпускают их центральные банки по поручению Министерства финансов (казначейства) по цене меньше номинала. Казначейские векселя могут покупать коммерческие банки, а также Центральный банк. Широкая их эмиссия таит в себе угрозу инфляции, так как это суррогаты денег, которые легко могут преобразоваться в капитал или депозиты. Для коммерческого банка это высоколиквидные активы, не приносящие высокого дохода; они являются соло-векселями.

Коммерческий вексель — это ценная бумага, которая удостоверяет безусловное денежное обязательство должника (векселедателя) уплатить после наступления срока определенную сумму денег владельцу векселя.

Коммерческий вексель используется для кредитования торговых операций. Он выдается предприятием под залог товаров при совершении торговой сделки как платежный документ или как долговое обязательство.

Различают вексель простой и переводной.

Простой вексель содержит простое и ничем не обусловленное обязательство векселедателя уплатить владельцу векселя после указанного срока определенную сумму.

Передной вексель (тратта) содержит письменное указание векселедержателя (трассанта), адресованное плательщику (трассату), уплатить третьему лицу (ремитенту) определенную сумму денег в определенный срок. Тратта, как правило, обращается. Срок обращения короткий — до 90 дней. Передной вексель должен иметь *акцепт* — обязательство плательщика (трассата) оплатить этот вексель (тратту) при наступлении указанного в нем срока.

Акцепт оформляется на векселе надписью «Акцептован» и подписью плательщика. С помощью акцепта лицо, указанное в векселе как плательщик, становится акцептантом, т. е. главным должником по векселю. Акцептант отвечает за оплату векселя в установленный срок, и в случае неоплаты владелец векселя может подать иск против акцептанта. Акцептованные банками векселя используются при предоставлении банками ссуд друг другу. Возможен учет (нотация) тратты — продажа коммерческому банку до наступления срока платежа. При этом требуется *аваль* — гарантия платежа авалистом (в данном случае коммерческим банком) по тратте. Оформляется аваль либо гарантийной надписью авалиста «Как авалист за ...», либо выдачей отдельного документа. Передача векселей осуществляется с помощью индоссаменты (передаточной надписи).

Одним из видов краткосрочных обязательств является онкольный кредит.

Онкольный кредит (on-call credit) — краткосрочный кредит, который погашается по первому требованию.

Он выдается под обеспечение коммерческими, казначейскими и другими векселями, ценными бумагами, товарами; погашается заемщиком обычно с предупреждением за 27 дней. Онкольный кредит считается наиболее ликвидной статьей актива банка после кассовой наличности.

Депозитный сертификат — письменное свидетельство коммерческого банка о депонировании денежных средств, которое свидетельствует о праве вкладчика на получение депозита (взноса).

Депозитные сертификаты бывают *срочные* и *до востребования*. На рынке обращаются срочные депозитные сертификаты; они могут быть проданы вкладчиками банку или дилерам с утратой процентов или переданы одним лицом другому с помощью передаточной надписи.

Обычно депозитные сертификаты выпускаются на большие суммы.

Банковский акцепт — согласие банка на оплату платежных документов, форма гарантии их оплаты; оформляется в виде соответствующей надписи банка-акцептанта. Банковские акцепты — это акцептованные коммерческими банками тратты со сроком оплаты, как правило, до 180 дней.

Например, в США рынок банковских акцептов характеризуется высокой активностью, а сами ценные бумаги годны для переучета в федеральных резервных банках.

Чек — составленный по установленной форме документ, который содержит письменный приказ собственника счета коммерческого банка уплатить определенную сумму денег чекодержателю.

В России чеки используются для безналичных расчетов, а также для получения наличных денег со счета (денежный чек).

Различают следующие виды чеков:

- 1) *ордерные* — выписанные на определенное лицо с обязательным предупреждением о приказе оплатить;
- 2) *предъявительские* — без наименования получателя;
- 3) *именные* — выданные на определенное лицо.

Чекодатель обычно предъявляет чек в свой банк на инкассо. Чек заменяет деньги в платежном обороте, выступая в роли кре-

дитных денег. Он должен иметь покрытие. Обращение чеков в разных странах регулируется единообразными законами о чеках и Женевской конвенцией. При обращении банковского чека не указывается ни плательщик, ни получатель платежа, ни лицо, распорядившееся о выплате платежа, т. е. ставится только надпись индоссамента. Чек может быть просто передан другому лицу. Ответственность по нему при передаче устраняется оговоркой на обратной стороне «Без оборота на меня». Это исключает ответственность перед всеми последующими держателями чека.

Таким образом, на учетном рынке обращается огромная масса краткосрочных ценных бумаг, главная характеристика которых высокая ликвидность и мобильность.

4.3. Суть межбанковского рынка

Межбанковский рынок — часть рынка капиталов, где временно свободные денежные ресурсы кредитных учреждений привлекаются и размещаются банками между собой преимущественно в форме межбанковских депозитов на короткие сроки.

Наиболее распространенные сроки депозитов — 1, 3 и 6 месяцев и предельные (от одного дня до 2 лет). Средства межбанковского рынка используются коммерческими банками не только для краткосрочных, но и для средне и долгосрочных активных операций, регулирования балансов, выполнения требований Центрального банка. Процентные ставки учитывают собственно издержки коммерческих банков, принимаемый ими кредитный риск, соотношение спроса и предложения и другие факторы. Они являются базовыми при расчете процентных ставок по кредитам с большим периодом кредитования, характерным для национальных и международных рынков ссудных капиталов.

Межбанковский рынок играет важную роль в обеспечении нормальных условий функционирования денежного рынка. Он является объектом государственного регулирования, служит пе-

редаточным механизмом воздействия государственных органов на деятельность коммерческих банков, состояние денежно-кредитной и валютной сферы и непосредственно на экономику в целом. Коммерческие банки могут также самостоятельно вводить определенные ограничения, например лимиты на проведение операций с межбанковскими депозитами с каждым конкретным заемщиком или кредитором. Примерами межбанковских рынков могут служить рынок федеральных фондов США и в определенной мере евторынок.

Межбанковские депозиты связаны с активными депозитными операциями банков, т. е. вложением временно свободных ресурсов одних банков в другие кредитные учреждения, в том числе ЦБ РФ. Внесение депозитов коммерческими банками в Центральный банк в границах обязательных резервов является одним из способов регулирования совокупного денежного обращения страны.

Межбанковские кредиты — один из основных источников формирования банковских кредитов. Кредитные отношения между коммерческими банками определяются на договорных началах путем заключения кредитных договоров с указанием прав и обязанностей сторон и соответствующим оформлением дел по межбанковским кредитам. Предоставление межбанковского кредита сопровождается открытием счетов в соответствии с планом счетов бухучета банков России. Спорные вопросы решаются по закону или через третейский суд.

На кредитном рынке преобладают среднесрочные межбанковские кредиты, в том числе «короткие деньги» (кредиты, выдаваемые на срок от одного дня до двух недель). Коммерческие банки получают кредиты у ЦБ РФ в форме переучета и перезалога ценных бумаг, а также в результате покупки свободных кредитных ресурсов на межбанковском рынке (в первую очередь, у ЦБ РФ). Они имеют право самостоятельно устанавливать уровень процентной ставки по этим кредитам в зависимости от спроса и предложения на межбанковском рынке и уровня учетной ставки ЦБ РФ. Общий объем межбанковских кредитов ограничивается двукратным размером собственных средств банка.

Таким образом, коммерческие банки решают тактические проблемы, связанные с текущими операциями.

Вследствие большого притока вкладов или сокращения выдаваемых ссуд могут образовываться избыточные резервы. Самым подходящим для клиента является тот банк, который предлагает наивысшую процентную ставку. Межбанковские ссуды — одна из наиболее распространенных форм хозяйственного взаимодействия кредитных организаций. Текущая ставка по межбанковским кредитам — важнейший фактор, определяющий учетную политику конкретного коммерческого банка по остальным видам выдаваемых кредитов. Конкретная величина этой ставки зависит от центрального банка, являющегося активным участником и прямым координатором рынка межбанковских кредитов. Отсутствие регулирования на нем может вызвать кризис межбанковских платежей.

До середины 60-х годов XX в. коммерческие банки развитых стран покупали средства межбанковского рынка преимущественно для пополнения резервов, осуществляя эту операцию для того, чтобы удовлетворить резервные требования. В настоящее время коммерческие банки покупают эти средства для расширения своих фондов [5]. Кредиты, полученные в других банках, могут использоваться для финансирования активных операций, например инвестиций, вложения средств в ценные бумаги (в частности, облигации государственных органов). Такие ссуды выдаются через аукционы на межбанковской бирже. Но зачастую коммерческие банки предпочитают получать кредиты от Центрального банка, и хотя они должны использоваться на строго определенные цели, на практике это самый дешевый источник кредитных ресурсов, но на очень короткий срок.

4.4. Характеристика межбанковских операций

Банк выступает в роли финансового посредника при перераспределении денежных средств и осуществлении платежей на финансовом рынке. Центральный банк проводит операции по

рефинансированию коммерческих банков. Кредитные ресурсы предоставляются в виде прямых и ломбардных кредитов, переручета векселей и проведения кредитных аукционов. Эти операции проводятся в случаях, когда коммерческие банки испытывают трудности и не могут в короткое время привлечь ресурсы из других источников. Центральный банк играет роль кредитора последней инстанции. Такие кредиты краткосрочны, выдаются под высокие проценты и требуют обеспечения залогом.

Банки совершают сделки на межбанковском рынке через пассивные операции, получая доступ к кредитным ресурсам для быстрого увеличения ликвидности. Этот рынок традиционно является источником таких ресурсов. Коммерческие банки должны использовать их по назначению, ибо в противном случае это приводит к кризису доверия и полному разрушению рынка. Для банков кредиты являются срочными обязательствами. Это самые дорогие ресурсы, а доходность от операций с ними не очень большая. Для повышения доходности необходимо проводить высокорискованные операции. Ограничениями по таким операциям являются экономические нормативы Центрального банка. В этом случае необходимо рассчитать долю срочных обязательств. Она рассчитывается следующим образом:

$$\text{Доля срочных обязательств} = \frac{\text{СО}}{\text{Валюта баланса}} \times 100\%, \quad (4.1)$$

где СО — сумма срочных обязательств;

валюта баланса — итоговая сумма счетов бухгалтерского баланса, т. е. общая стоимость всех активов или всех пассивов хозяйствующего субъекта.

Если полученное значение превышает 65 %, то финансовое состояние коммерческого банка считается неустойчивым, если 80 % — рискованным. Отечественные специалисты относят межбанковские кредиты к ликвидным активам второй группы.

Операции на межбанковском рынке влияют на платежеспособность коммерческих банков через возможность рефинансирования в Центральном банке (это является также объектом конт-

роля последнего). Ресурсы межбанковского рынка способствуют повышению ликвидности коммерческого банка. Так как у любого банка практически всегда есть возможность получить кредит на межбанковском рынке и обеспечить поступление наличных денег от операционной деятельности. Недостаток ликвидных средств подталкивает коммерческие банки к операциям на межбанковском рынке и установлению нормы ликвидности на отчетную дату.

Лекция 5

РЫНОК КАПИТАЛОВ.

ХАРАКТЕРИСТИКА КРЕДИТНОГО РЫНКА

5.1. Содержание, источники образования и принципы формирования кредитных ресурсов.

5.2. Функции и формы международного кредита.

Базовые понятия: кредитный рынок, международный кредитный рынок, первичные инвесторы, специализированные посредники

5.1. Содержание, источники образования и принципы формирования кредитных ресурсов

Кредитный рынок сам по себе является крупной составляющей финансового рынка. Основная роль кредитного рынка состоит в обеспечении финансовыми ресурсами нуждающихся в них субъектов рынка. Это могут быть банки, предприятия, физические лица и т. п. Но по масштабу проводимых операций обычно различают международный, региональный и локальный кредитные рынки. Для регионального и локального кредитных рынков характерны в основном операции коммерческих банков по кредитованию коммерческих предприятий и населения. На международном рынке осуществляются операции кредитования одних банков другими, а также предоставление банками кредитов государствам. В рамках данного курса внимание уделяется именно международному кредитному рынку как основе межбанковских отношений.

Международный кредитный рынок рассматривается как экономический механизм аккумуляции и перераспределения кредитного капитала во всемирном масштабе, т. е. совокупность национальных рынков кредитного капитала и еврорынка.

На международном кредитном рынке концентрируются спрос и предложение на кредитный капитал в рамках всего мирового хозяйства. Эволюция развития международных кредитных отношений сводится к развитию рынка кредитных капиталов и отражает процессы интернационализации и глобализации хозяйственной жизни. Мировой рынок характеризуется наличием тенденции к созданию единого унифицированного рынка, свободного от государственного регулирования.

Кредитный капитал (капитал, используемый для предоставления кредитов и составляющий основу формирования кредитных ресурсов) имеет несколько источников своего образования [8]:

- денежные капиталы, временно освобождающиеся в процессе кругооборота капитала в промышленности по следующим причинам:

- постепенное снашивание основных фондов, обуславливающее создание амортизационного фонда;

- несовпадение по времени процессов закупки сырья и выплаты заработной платы с процессом реализации продукции;

- накопление прибыли в размерах больших, чем необходимо для расширения производства;

- капиталы, которые вкладываются в производство;
- временно свободные денежные средства (сбережения) населения и государства, предоставляемые в кредит предпринимателям и производителям.

Таким образом, в течение некоторого времени часть денежного капитала остается свободной и может служить источником кредитного капитала. Основными принципами международного кредитования являются:

- возвратность;
- срочность;
- платность;
- обеспеченность;
- целевое использование.

Принципиально отличаясь от традиционного механизма ценообразования на другие виды товаров, определяющим элемен-

том которого выступают общественно необходимые затраты труда на их производство, цена кредита отражает общее соотношение спроса и предложения на рынке кредитных капиталов и зависит от целого ряда факторов, в том числе конъюнктурного характера. *Предложение кредитного капитала* зависит от следующих факторов [9]:

- масштабов производства;
- накоплений населения, концентрирующихся в банках и инвестиционных компаниях;
- цикла производства;
- сезонных условий.

Спрос на кредитный капитал также определяется рядом факторов:

- размерами производства;
- степенью развития кредитных отношений между самими предпринимателями;
- циклом производства;
- размерами спроса на кредитный капитал со стороны государства.

В современных условиях *кредитной сделкой* можно назвать любую экономическую или финансовую операцию, приводящую к возникновению задолженности одного из участников. Погашение задолженности производится должником одновременно или в рассрочку. Причем в общую сумму платежа, кроме долга, включается надбавка в виде процента. Кредитные ресурсы и плата за их использование (процент) чаще всего возвращаются через определенное время. Таким образом, в отличие от денежного рынка процедура передачи денежных средств от кредитора к заемщику всегда имеет разнесенный во времени характер в части механизма уплаты.

Основными участниками международного кредитного рынка являются:

- первичные инвесторы — владельцы свободных финансовых ресурсов, на различных началах мобилизуемых банками и продаваемых в ссудный капитал;

- специализированные посредники — кредитно-финансовые организации, осуществляющие непосредственное привлечение (аккумуляцию) денежных средств, превращение их в ссудный капитал и последующую временную передачу его заемщикам на возвратной основе за плату в форме процентов;
- заемщики — юридические лица, а также государства, испытывающие недостаток в финансовых ресурсах и готовые заплатить специализированному посреднику за право их временного использования.

5.2. Функции и формы международного кредита

Основными функциями кредита являются:

- 1) перераспределительная;
- 2) антипационная (эмиссионная);
- 3) контрольная;
- 4) возвратность кредита.

Поскольку из сути кредита вытекает, что с его помощью происходит перераспределение стоимости на условиях возвратности, то можно сказать, что кредит выполняет функцию перераспределения стоимости в процессе воспроизводства. **Перераспределительная функция** состоит в том, что временно свободные средства юридических и физических лиц с помощью кредита передаются во временное пользование предприятий и населения для удовлетворения их производственных и личных нужд. Такое перераспределение дает возможность ускорить привлечение материальных ресурсов в производственное и личное потребление. Поэтому перераспределяются не только денежные средства, но и материальные ресурсы.

Антипационная (эмиссионная) функция состоит в создании кредитных денег для денежного обращения. Ее выполняет только банковский кредит. Методами кредитной экспансии и кредитной рестрикции (сужения) регулируется количество денег

в обращении, причем изъятие денег из обращения с помощью кредита достигается тяжелее, чем их выпуск в обращение.

Контрольная функция состоит в том, что в процессе кредитного перераспределения средств обеспечивается банковский контроль над деятельностью заемщика. Возможности такого контроля вытекают из самой природы кредита. Следует подчеркнуть, что, вступив в кредитные отношения, получатель кредита также должен контролировать свою деятельность с тем, чтобы своевременно и полностью вернуть кредитные ресурсы.

Возвратность кредита дает возможность не только выявлять нарушения в процессах производства или реализации продукции, но и формирует заинтересованность предприятия в их недопущении, поскольку такие нарушения приводят к выплате лишних процентов банку, вплоть до ограничения или полного прекращения выдачи кредитов.

Что касается форм кредитов, то долгосрочный международный кредит используется для инвестирования в основные средства производства. Среднесрочные кредиты сопровождают поставки потребительских товаров длительного пользования.

Классификация форм международного кредита осуществляется в основном по следующим признакам:

1) **по назначению**, т. е. в зависимости от того, в какой сфере кредитуется сделка различают;

- *коммерческие кредиты*, обслуживающие международную торговлю товарами и услугами;
- *финансовые кредиты*, направляемые на инвестирование в промышленность, покупку ценных бумаг, проведение валютной интервенции центральным банком;
- *промежуточные кредиты*, используемые для обслуживания смешанных форм вывоза капиталов, товаров и услуг;

2) **по технике предоставления**:

- *наличные кредиты*, зачисляемые на счет заемщика, являющиеся важным условием для экспорта товаров;
- *акцептные кредиты*, являющиеся акцептом тратты импортером или банком, дающими согласие платить;

- *депозитные сертификаты*;
- *облигационные займы*, которые используются для долгосрочного привлечения средств;
- *консорциальные кредиты*, позволяющие заемщику привлекать особо крупные суммы на длительный срок;

3) по обеспечению:

- *обеспеченные*;
- *бланковые* (доверительные).

В качестве обеспечения могут выступать товары и товарораспорядительные документы, ценные бумаги, векселя, недвижимость, золото и драгоценные металлы. Залог, используемый для обеспечения, должен иметь высокую ликвидность. Бланковые кредиты выдаются под обязательство погасить их в срок.

Лекция 6

РЫНОК КАПИТАЛОВ. ВЛИЯНИЕ КРЕДИТА НА РАЗВИТИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПРОЦЕССОВ

6.1. Регулирующая роль кредита в развитии макроэкономических процессов.

6.2. Синдицированное кредитование как основной инструмент привлечения финансовых ресурсов.

Базовые понятия: регулирующая роль кредита, синдицированное кредитование, первичный и вторичный рынки синдицированных ресурсов, коэффициенты риска.

6.1. Регулирующая роль кредита в развитии макроэкономических процессов

Анализ форм и видов кредитных отношений в современных условиях позволяет отметить его регулирующую роль, которая выражается в следующем [10]:

- кредит выступает источником формирования основных и оборотных фондов, увеличивая скорость их оборота;
- кредит отражает уровень экономической сбалансированности, являющейся важнейшим условием эффективности общественного производства, сбалансированности между временно свободными ресурсами и объемом перераспределяющихся средств. Несоблюдение этого баланса ведет к искажению природы кредита и негативно влияет на денежный оборот;
- кредитные отношения влияют на сбалансированность экономики, регулирование (поддержание или оптимизацию) пропорций общественного воспроизводства между производственной и непроизводственной сферами. В мировой экономике происходит перелив ссудных капиталов из сферы производства в

сферу обращения, который вызывает нарушение макроэкономической сбалансированности;

- кредит является одним из важнейших факторов рыночных отношений;

- кредит влияет на товарно-денежную сбалансированность, ведет к увеличению производства товаров. Но, в 60–70-е гг. XX в., например, вызвал, наоборот, настоящий товарно-денежный дисбаланс, так как деньги частично утратили товарное обеспечение);

- кредит участвует в совокупном денежном обороте, т. е. во внутрихозяйственном обороте каждого субъекта экономической деятельности и обороте денежных доходов населения. Вследствие этого происходит расширение рынка с позиции спроса. Этот аспект важен еще и потому, что денежные знаки и платежные средства, которые обращаются в современных денежных системах, имеют кредитный характер. Поскольку кредит замещает наличные деньги, то он оказывает непосредственное влияние на денежную массу, находящуюся в обращении. Регулирование происходит централизованно через кредитную сферу с использованием нормы обязательных резервов, учетной ставки и т. д. (возвратное движение кредита значительно осложняется в случае замедления денежного оборота или его расстройтва, вызванного инфляцией).

Так, замедление движения денег вследствие, например, взаимных неплатежей между предприятиями ведет к вовлечению в хозяйственный оборот излишних кредитов и значительному повышению риска их невозврата. В условиях инфляции происходит ускорение оборота кредита за счет перераспределения кредитных резервов в сферу обращения, что, в свою очередь, способствует росту избыточной денежной массы. Ухудшается структура кредитных вложений за счет резкого снижения удельного веса долгосрочных кредитов, что оказывает негативное пролонгированное воздействие на воспроизводственную структуру.

На предприятие кредит воздействует через систему отношений коммерческого расчета; в частности, он влияет на воспроизводственный процесс через кругооборот и оборот фондов предприятий.

6.2. Синдицированное кредитование как основной инструмент привлечения финансовых ресурсов

К одним из самых важных способов привлечения финансовых ресурсов на международном рынке капиталов в последнее время можно отнести синдицированные кредиты. Доля синдицированных кредитов составляет почти 1/3 общего объема заимствований на международном уровне. Предпосылками возникновения такого рода кредитования являются:

- рост инвестиционной активности в национальных экономиках;
- потребность в финансировании крупных масштабных проектов;
- диверсификация кредитных рисков;
- преодоление нормативно установленных ограничений при привлечении больших объемов кредитования.

Кроме того, потребности экономики в инвестициях, как правило, не могут быть удовлетворены одним банком в силу следующих причин:

- 1) ограниченности собственных средств и сложности привлечения ресурсов для долгосрочного кредитования;
- 2) действующих нормативов банковской ликвидности и предельных размеров кредита, выдаваемых одному заемщику, что существенно ограничивает суммы выдаваемых кредитов;
- 3) наличия кредитного риска, связанного с замораживанием ликвидных средств на длительный срок, а также риска невозврата кредита, слишком обременительного для одного банка.

Все эти проблемы решаются при объединении нескольких банков для кредитования одного заемщика.

Синдицированный (консорциальный) кредит — это кредит, предоставляемый одному заемщику на единых условиях несколькими кредиторами (синдикатом банков) через банк, аккумулирующий их кредитные ресурсы.

Консорциальный кредит не является самостоятельной формой кредита и базируется на общих принципах кредитования. Меняется только техника предоставления кредита и порядок аккумуляции ресурсов. Деятельностью консорциума руководит ведущий банк, в роли которого обычно выступает банк, располагающий крупными ресурсами, имеющий квалифицированные кадры и опыт проведения крупномасштабных мероприятий. Ведущий банк должен иметь налаженные связи с учреждениями кредитной системы и иметь высокий рейтинг в банковской системе.

Ведущий банк выполняет следующие функции:

- 1) организация переговоров с клиентом;
- 2) организация переговоров с банками-участниками;
- 3) изучение предложенного к кредитованию проекта и связанного с ним риска;
- 4) разработка проекта кредитного соглашения и условий предоставления кредита;
- 5) получение средств от банков в соответствии с долей их участия и предоставление кредитополучателю;
- 6) получение от кредитополучателя сумм в погашение кредита и процентов по нему и распределение их между банками;
- 7) контроль за соблюдением всеми участниками условий консорциальных соглашений;
- 8) получение отчетов от кредитополучателей и распространение этой информации между банками;
- 9) урегулирование спорных вопросов.

При синдицированном кредитовании снимается противоречие между ограниченными кредитными возможностями банков и значительными запросами в ресурсах крупных предприятий. Кроме того, деятельность заемщика гораздо более «прозрачна», чем при других формах банковских кредитов, что связано с возможностью участников синдиката получить большее количество информации о заемщике и обмениваться ею друг с другом. Синдицированный кредит положительно влияет на кредитную историю заемщика, являясь показателем его привлекательности для потенциальных кредиторов. Он дает возможность привлекать

действительно крупные кредиты на рыночных условиях, при этом заемщик ведет дела только с одним банком.

Риск для каждого банка значительно сокращается при расширении числа привлекаемых участников.

Основные черты синдицированного кредита состоят в следующем [11]:

1) предоставление кредита одновременно группой банков;

2) единство документации. Все заключаемые в рамках кредита договоры являются многосторонними, подписываются всеми кредиторами и заемщиком без возможности заключения соглашений на двусторонней основе;

3) равноправие кредиторов. Ни один из банков не имеет преимуществ по взысканию задолженности, а все средства, поступающие для погашения кредита или от реализации обеспечения, делятся между ними пропорционально предоставленной каждой сумме;

4) принцип единства информации. Вся информация, относящаяся к синдицированному кредиту, должна быть известна и всем кредиторам, и заемщику. Обмен информацией осуществляется через банк-агент, который обеспечивает ею всех участников сделки.

Различают следующие виды консорциумов банков для синдицированного кредитования:

- временный, создающийся для финансирования одной крупной сделки;
- постоянный, функционирующий на постоянной основе;
- клубный, состав которого ограничен определенным кругом кредиторов;
- открытый, в котором участвуют все желающие банки в зависимости от размера предоставляемого кредита.

Теоретически заемщиком могут быть любые юридические лица, органы государственной власти или местного самоуправления, финансовые институты, включая кредитные организации. Но на практике 75 % мирового рынка синдицированного кредитования — это кредиты коммерческим организациям. Заемщиками таких кредитов выступают, как правило, крупные промыш-

ленные компании, имеющие стабильный бизнес, стабильное финансовое состояние, положительную кредитную репутацию, так как основной мотив получения такого кредита — сумма кредита больше, чем можно получить от одного банка. Так, в России чаще всего заемщиками данных кредитов выступают корпорации, экспортирующие высоколиквидную продукцию (нефть, газ, газовый конденсат, цветные и черные металлы).

Встречается также и синдицированное кредитование долгосрочных инвестиционных проектов, где заемщиком выступает специально созданная под проект компания. В таких случаях кредиторы обращают внимание на репутацию учредителей, гарантов или поручителей, подрядчиков и в особенности на сам проект.

Все кредиты можно разделить *по способу предоставления*: *индивидуальное кредитование* (кредитование одним кредитором); *синдицированное кредитование* (кредитование несколькими кредиторами) [6].

И индивидуальное, и синдицированное кредитование имеют одинаковые виды и их можно классифицировать по одним и тем же основаниям: сроку предоставления, валюте предоставления, экономическому назначению, форме предоставления, технике предоставления, времени и технике погашения кредита, рынку их обращения. Например, по рынку обращения различают первичный и вторичный рынки синдицированных кредитов, которые представляют особый интерес.

Первичный рынок синдицированных кредитов охватывает работу по синдикации до подписания кредитной документации. Банки, присоединившиеся к синдикату кредиторов на этом этапе организации сделки, будут первичными сторонами документации и «выиграют» за счет публикации информации о сделке после ее заключения. На *вторичном рынке* имеет место уступка или продажа кредиторами долей в сделке, приобретенных ими на первичном рынке.

В процессе синдикации каждый банк (потенциальный участник) закрепляет за собой часть суммы кредита. Как только вся сумма кредита расписана, начинается согласование и оформле-

ние документации. В период до подписания документации банкам-участникам не рекомендуется передавать свои доли, что оговаривается в информационном меморандуме.

16 января 2004 г. Центральным Банком России была принята Инструкция № 110-И «Об обязательных нормативах банков». В этой инструкции были даны новые определения синдицированных кредитов, регулирующие возможные формы соответствующей кредитной документации. В соответствии с данной Инструкцией, к синдицированным кредитам относятся кредиты, предоставление которых предусматривает принятие риска двумя или более банками согласно заключенным между ними договором (договорами) [12]. При этом рассматриваются:

- совместно инициированные синдицированные кредиты;
- индивидуально инициированные кредиты;
- синдицированные кредиты без определенных долевого условий.

К совместно инициированному кредиту (рис. 6.1) относится совокупность отдельных кредитов, предоставленных кредиторами (участниками синдицированного кредита или синдиката) одному заемщику, если в условии договора по предоставлению кредита, указано следующее [13]:

- срок погашения обязательств заемщика перед кредиторами и величина процентной ставки идентична для всех договоров;
- каждый кредитор обязан предоставить денежные средства заемщику в размере и на условиях, предусмотренных отдельным двухсторонним договором;
- каждый кредитор обладает индивидуальным правом требования к заемщику согласно условиям заключенного двухстороннего договора, и, соответственно, требования на заемщика по возврату полученных денежных сумм (основного долга и процентов) носят индивидуальный характер и принадлежат каждому конкретному кредитору в размере и на условиях, предусмотренных заключенными договорами;
- все расчеты по предоставлению и погашению кредита производятся через исполняющую агентские функции (банк-

агент) кредитную организацию, которая может одновременно являться кредитором;

- банк-агент действует от лица кредиторов на основании многостороннего соглашения, заключенного с кредиторами, которое содержит общие условия предоставления заемщику синдицированного кредита, а также определяет взаимоотношения между кредиторами и банком-агентом.

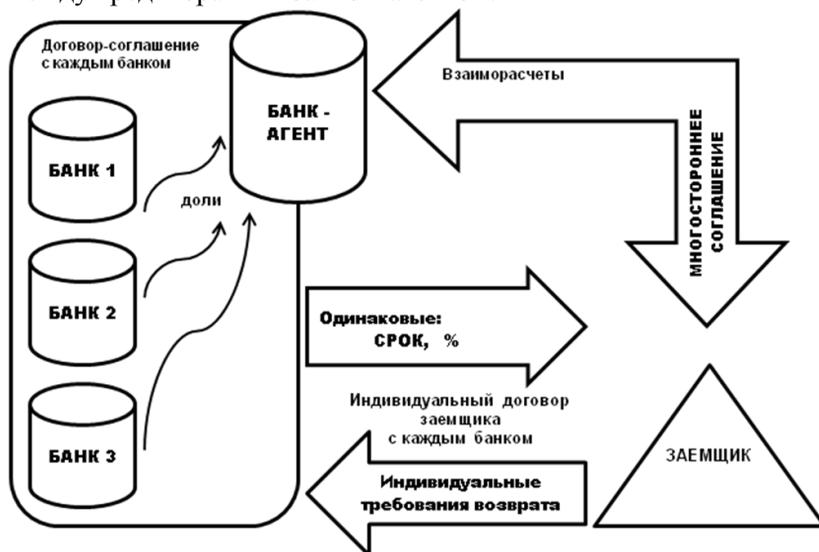


Рис. 6.1. Схема совместно инициированного синдицированного кредита

К индивидуально инициированному синдицированному кредиту (рис. 6.2) относится кредит, предоставленный банком (первоначальным кредитором) от своего имени и за свой счет заемщику, права требования по которому впоследствии уступлены первоначальным кредитором третьему лицу при выполнении следующих условий [13]:

- доля каждого банка-участника синдиката в совокупном объеме приобретаемых им прав требования к заемщику (основной суммы долга и процентов по кредиту) определяются соглашениями между банками-участниками синдиката и первоначаль-

ным кредитором и фиксируется в каждом отдельном договоре об уступке прав требования, заключенном между первоначальным кредитором и банком-участником синдиката;

- порядок действий банков-участников синдиката в случае неплатежеспособности заемщика, в том числе обращения взыскания на залог, иное обеспечение по кредиту в случае наличия такого определены многосторонним договором.



Рис. 6.2. Схема индивидуально инициированного синдицированного кредита

К *синдицированному кредиту без определения долеговых условий* (рис. 6.3) относится кредит, выданный банком-организатором синдицированного кредитования заемщику от своего имени в соответствии с условиями заключенного с заемщиком кредитного договора, при условии заключения банком-организатором синдиката кредитного договора с третьим лицом, согласно которому данному лицу предоставляются следующие полномочия:

- обязательство предоставить банку-организатору синдиката денежные средства не позднее окончания операционного дня, в течение которого банк-организатор синдиката обязан предоставить заемщику денежные средства в соответствии с условиями кредитного договора в сумме, равной или меньшей суммы, предоставляемой в этот день банком-организатором синдиката заемщику;

- право требовать платежи по основному долгу, процентам, а также иных выплат в размере, в котором заемщик исполняет обязательства перед банком-организатором синдиката по погашению основного долга, процентов и иных выплат по предоставленному ему банком кредиту, не ранее момента реального осуществления соответствующих платежей.

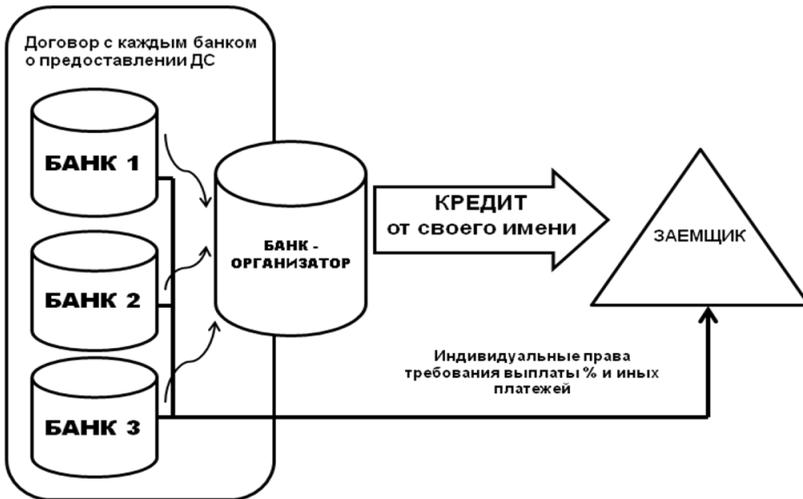


Рис. 6.3. Схема синдицированного кредита без определения долевых условий

Если соглашение между банком и третьим лицом предусматривает условие о предоставлении банком обеспечения по полученным от третьего лица денежным средствам и при этом банк осуществляет платежи по основному долгу, процентам и иным выплатам третьему лицу до момента реального исполнения заемщиком соответствующих обязательств, то такой кредит *не относится* к синдицированному без определения долевых условий.

На международном рынке капиталов наблюдается рост консорциальных кредитов, что позволяет мобилизовать крупные кредитные ресурсы и распределять риски.

В России же консорциальные кредиты пока не получили должного развития, что связано с отсутствием среднесрочных и долгосрочных ресурсов, нестабильностью экономической ситуации, кризисом неплатежей и спадом производства. Тем не менее российские коммерческие банки с 1996 г. стали активно привлекать кредиты западных банковских корпораций, что связано с получением Россией в этот период достаточно высокого кредитного рейтинга. Консорциальные кредиты использовались для краткосрочного и среднесрочного кредитования экспортно-импортных и торговых фирм, спекулятивных операций на российском финансовом рынке и очень незначительно для инвестиций в реальный сектор экономики. Препятствием для более широкого предоставления западных консорциальных кредитов остаются недостаточное раскрытие финансовой информации со стороны российских банков-заемщиков, нестабильность экономической и политической ситуации в стране.

Лекция 7

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК. СУЩНОСТЬ И ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ

- 7.1. Понятие валютного рынка.
- 7.2. Характерные черты международного валютного рынка.
- 7.3. Специфика международных расчетов.
- 7.4. Валютный курс и его виды.

Базовые понятия: Forex, международные расчеты (платеж, аккредитив, инкассо, открытый счет), валютный курс, котировка, спот-курс, форвардный валютный курс.

7.1. Понятие валютного рынка

Международный валютный рынок (FOReign EXchange market — **FOREX**) представляет собой систему экономических отношений по поводу купли-продажи иностранной валюты, согласованию интересов покупателей и продавцов валюты, установлению валютного курса под воздействием спроса и предложения.

Предпосылками формирования и дальнейшего развития валютного рынка послужили:

- углубление международных экономических связей;
- усиление концентрации и централизации банковского капитала;
- развитие межбанковских корреспондентских отношений;
- создание мировой валютной системы;
- широкое распространение системы кредитования для проведения международных расчетов;
- отмена валютных ограничений во многих странах.

Необходимость валютно-обменных операций вызвана отсутствием единого платежного средства, которое можно было бы использовать в качестве международного средства обращения при расчетах во внешней торговле, по услугам, кредитам, инвестициям, межгосударственным платежам и др. Основой для проведения валютных операций является международная торговля и связанные с ней услуги, а также международное движение капитала и кредитов.

С организационной точки зрения международный валютный рынок выступает как совокупность современных информационно-компьютерных технологий, позволяющих бесперебойно осуществлять валютные операции на национальном, региональном и международном уровне [14].

Основными функциями международного валютного рынка являются:

- осуществление международных расчетов;
- обеспечение взаимосвязи мировых валютных и кредитных рынков;
- регулирование валютных курсов;
- получение прибыли участниками рынка;
- проведение валютной политики, направленной на регулирование валютных отношений.

Основными участниками мирового валютного рынка являются банки, брокеры и брокерские фирмы, валютные биржи, международные валютно-кредитные и финансовые организации. Условно участников можно разделить на три группы по ряду признаков (экономическим функциям, степени важности проводимых операций и возможностям работы с клиентами) [6].

Участники первой группы осуществляют операции как в собственных целях, так и в интересах клиентов. При этом участники могут работать на рынке, вступая в прямой контакт друг с другом либо действуя через посредников. К этой группе относятся центральные банки, различные коммерческие банки, валютные биржи и специализированные валютные фонды (например, Международный валютный фонд).

Центральные банки. Их роль на современных валютных рынках чрезвычайно важна, ибо они занимают стратегическое положение на них и оказывают на валютные отношения значительное влияние. Главная задача ЦБ — это осуществление валютной политики правительства страны, определяемой политической и экономической ситуацией в стране и на мировой арене.

Коммерческие банки. Проводят основной объем валютных операций, как конверсионных, так и депозитно-кредитных. Помимо удовлетворения заявок клиентов банки могут проводить операции и самостоятельно, за счет собственных средств. На мировых валютных рынках наибольшее влияние оказывают крупные международные банки, ежедневный объем которых достигает миллиарда долларов. К таким банкам относятся:

- Deutsche Bank,
- Barclays Bank,
- Union Bank of Switzerland,
- Citibank,
- Chase Manhattan Bank,
- Standard Chartered Bank и др.

Их основным отличием являются крупные объемы сделок, которые могут привести к изменениям валютных курсов.

В ряде стран функционируют **валютные биржи**, в функции которых входит осуществление обмена валют для юридических лиц, мобилизация свободных денежных ресурсов и формирование валютного курса. Благодаря развитию телекоммуникационных технологий большинство ведущих финансовых учреждений мира пользуется услугами бирж круглосуточно напрямую или через посредников. Наиболее крупными мировыми биржами являются Лондонская, Нью-йоркская и Токийская биржи.

В России крупнейшей валютной биржей страны является Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ). С 1992 г. Центральный банк РФ устанавливает официальный курс российского рубля с учетом результатов валютных торгов на ММВБ. Электронная система торгов позволяет банкам заключать сделки по широкому спектру иностранных валют на этой бирже.

Вторая группа участников международного валютного рынка — это специализированные брокерские и дилерские организации. Помимо проведения собственных валютных операций, они осуществляют информационную и посредническую функции.

Третья группа участников включает финансовые небанковские учреждения, юридические и физические лица. Участники третьей группы не осуществляют операции с иностранными валютами лично, они пользуются услугами банков. Среди институтов небанковского характера на валютном рынке действуют страховые и пенсионные фонды, инвестиционные компании, хедж-фонды.

Фирмы, осуществляющие внешнеторговые операции. Это компании, которые активно участвуют в международной торговле, предъявляют устойчивый спрос на иностранную валюту (в частности, импортеры), осуществляют предложение иностранной валюты (экспортеры), а также размещают и привлекают свободные денежные средства в краткосрочные депозиты, номинированные в разных валютах. При этом эти фирмы проводят конверсионные и депозитные операции на валютном рынке.

Частные лица получили возможность участвовать в операциях на валютном рынке благодаря внедрению во второй половине 80-х гг. XX в. маржинальной торговли (с использованием кредитного плеча). Они могут инвестировать свободные денежные средства на валютном рынке и получать доход, значительно превышающий проценты по банковским вкладам. Такую возможность физическим лицам предоставляют дилинговые центры. Доступность Интернета привела к бурному развитию интернет-трейдинга. Осуществление сделок с валютами производится посредством информационно-торгового терминала, предоставляемого дилинговыми центрами бесплатно. Как правило, дилинговые центры также предлагают различные обучающие курсы по теории и практике работы на рынке FOREX.

В зависимости от объема, характера валютных операций и количества используемых валют различают мировые, региональные и национальные валютные рынки [15].

На мировых рынках осуществляются сделки с валютами, широко используемыми в мировом платежном обороте. Мировые валютные рынки сосредоточены в мировых финансовых центрах в Западной Европе, США, на Дальнем и Ближнем Востоке, в Юго-Восточной Азии. Среди них выделяются три крупнейших валютных центра мира: Лондон, Нью-Йорк, Токио. На европейский рынок приходится 40 % мирового валютного оборота, американский — 40 % и азиатский — 20 %.

На региональных валютных рынках проводятся сделки с определенными и конвертируемыми валютами.

Национальный валютный рынок — это рынок, где совершаются операции с определенными валютами и обслуживаются валютные потребности одной страны. Валютный рынок состоит из множества национальных валютных рынков, которые в той или иной степени объединены в мировую систему.

Межбанковский рынок иностранной валюты подразделяется на два основных сектора: биржевой и внебиржевой.

На биржевом секторе валютного рынка операции с иностранной валютой могут совершаться через валютную биржу или при операциях с производными финансовыми инструментами частично на товарных и фондовых биржах. Валютные биржи являются некоммерческими предприятиями, действующими на основании устава. Их основные функции заключаются не в получении высокой прибыли, а в мобилизации временно свободных средств через покупку-продажу иностранной валюты и установлении ее валютного курса. При этом сделки с иностранной валютой проводятся в строго определенное время биржевой сессии.

Биржевой валютный рынок имеет ряд достоинств: является наиболее дешевым источником иностранной валюты; обладает абсолютной ликвидностью, высокой степенью организации и контроля.

Биржевой рынок не только и не столько обеспечивает проведение валютнообменных операций, сколько играет важную роль в формировании валютных курсов иностранных валют, что и составляет одно из основных отличий биржевого рынка от внебиржевого.

7.2. Характерные черты международного валютного рынка

Характерными чертами международного валютного рынка FOREX являются:

- **ликвидность.** Рынок оперирует огромными денежными массами и позволяет осуществлять открытие или закрытие позиции любого объема по цене, максимально приближенной к существующей на данный момент рыночной котировке. Ежедневный объем сделок на рынке Forex оценивается в 1–3 трлн долл. в день, что составляет от одного до трех годовых бюджетов США;

- **доступность** (возможность проводить валютные операции круглосуточно);

- **гибкое регулирование системы организации торговли.** На валютном рынке позиция может быть открыта на заранее установленный срок по желанию инвестора, что позволяет планировать по времени свою будущую деятельность;

- **низкие издержки.** Рынок FOREX не требует значительных комиссионных расходов, кроме естественной рыночной разницы между ценой покупки и ценой продажи, предоставляемой трейдеру банком;

- **направленность рынка.** Движение валют имеет вполне определенную направленность, которая отражает присущие конкретной валюте изменения в динамике, что позволяет инвестиционным менеджерам формировать соответствующую стратегию;

- **интернационализация экономики и бизнеса.** В течение последних десятилетий в деловом мире усилилась конкуренция за расширение рынков. Становление рыночной экономики в бывших социалистических странах и адекватное вовлечение их в систему валютных отношений способствовало росту валютной торговли, появлению новых видов валютных сделок и возрастанию объема сделок на международном валютном рынке;

- **широкое использование телекоммуникаций и компьютерных технологий.** Введение в действие дилинговых систем и

интернет-трейдинга в конечном итоге видоизменили торговлю валютой. Благодаря удобству, оперативности и безопасности дилинговых систем увеличивается объем валютной торговли. Прогрессивные технологии применяются для исполнения распоряжений клиентов, учета взаимных обязательств, предоставления рыночной информации в реальном времени, а также для взаимодействия с другими участниками валютного рынка. Новейшие программные продукты позволяют частным инвесторам проводить соответствующий анализ и делать прогноз динамики валютного курса.

- *унифицированность техники валютных операций*;
- *использование различных валютных операций* с целью страхования валютных и кредитных рисков.

Таким образом, валютный рынок является наиболее полной формой рыночных отношений: эффективно обслуживает внутренний и международный платежные обороты; обеспечивает своевременное осуществление расчетов, рациональное и эффективное использование валютных средств, ускорение их оборачиваемости, управление ликвидностью в иностранной валюте, страхование обычных рынков от возможного изменения валютных курсов, получение участниками валютных операций прибыли в виде разницы курсов валют, проведение валютной политики, направленной на государственное регулирование экономики.

7.3. Специфика международных расчетов

Международные расчеты — это регулирование платежей по денежным обязательствам, которые возникают между юридическими и физическими лицами стран на основе экономических, политических, научно-технических, культурных и других отношений.

Наиболее часто применяются платежи по внешней торговле, услугам, кредитам и инвестициям. Международные расчеты совершаются в основном через банки с помощью корреспон-

дентских отношений преимущественно в безналичном порядке. Состояние международных расчетов зависит от внешнеторговых контрактов, международных правил и обычаев, банковской практики, валютного законодательства и других факторов [11].

Для страхования валютных рынков применяют защитные оговорки. На их эффективность при обмене валют влияют валютные курсы.

Формами международных расчетов являются:

- 1) 100-процентный авансовый платеж;
- 2) аккредитив;
- 3) инкассо;
- 4) открытые счета.

Наиболее выгодной формой расчетов для экспортера и наименее выгодной для импортера является **100-процентный авансовый платеж** в размере полной стоимости поставляемого товара, осуществляемый посредством банковского перевода или чеком.

Аккредитив — это расчетный или денежный документ, представляющий собой поручение одного кредитного учреждения другому произвести за счет специально забронированных для этого средств уплату за товары или предоставленные услуги или поручение на выдачу предъявителю аккредитива определенной суммы наличными. Для экспортера аккредитив очень выгодная форма расчетов, ибо представляет собой гарантию открывшего его банка (для подтвержденного аккредитива – также подтвердившего его банка). Платеж при этом проводится сразу же после поставки товара и предъявления банку соответствующих документов. Импортер получает гарантию того, что платеж будет проведен, только после предъявления экспортером товарных документов, удостоверяющих отгрузку товара. Нормативной базой для оформления аккредитивов являются «Универсальные правила и обычаи для документарных аккредитивов» в редакции 1983 года, изданные Международной торговой палатой.

Инкассо — банковская расчетная операция, посредством которой банк по поручению своего клиента (экспортера) получает на основании расчетных документов причитающиеся клиенту денежные средства от плательщика (импортера) за отгру-

женные в адрес импортера товары или оказанные услуги и зачисляет эти средства на счет клиента-экспортера у себя в банке. Эта операция регулируется Унифицированными правилами по инкассо в редакции 1978 года, изданными Международной торговой палатой.

Открытый счет — наименее выгодная для экспортера форма расчетов, так как не дает ему никаких гарантий своевременного получения платежа. Экспортер поставляет покупателю товар вместе с товарораспорядительными документами и записывает в своих бухгалтерских документах в дебет открытого покупателя счета сумму отгрузки. Импортер записывает сумму отгрузки в кредит счета поставщика. В течение обусловленного в контракте срока импортер должен оплатить стоимость товара с помощью банковского перевода, чека или векселя со сроком платежа по предъявлении. После оплаты стороны делают в своих бухгалтерских документах обратные записи [6].

При заключении внешнеторговых контрактов должны учитываться следующие условия: цена валюты и способ ее определения, валюта платежа, валютные оговорки, курс пересчета валюты цены в валюту платежа, условия расчетов (наличного платежа или в кредит), формы расчетов, средства платежа (векселя, чеки и т. д.).

7.4. Валютный курс и его виды

Валютный курс играет весьма значимую роль в экономике любой страны и на международном уровне. Он воздействует на международную торговлю, инвестиционный процесс и денежно-кредитную политику.

Валютный курс определяется как стоимость денежной единицы одной страны, выраженная в денежных единицах другой страны. Курс устанавливается исходя из соотношения спроса и предложения на определенную валюту или же она строго регламентируется решением правительства, обычно центральным банком.

Назначение валютного курса состоит в следующем:

- требуется для проведения обменных операций при торговле товарами, услугами, при движении кредитов и миграции капиталов;
- необходим для сравнения цен на мировых и национальных рынках, а также стоимостных показателей разных стран;
- служит индикатором внешней конкурентоспособности;
- сигнализирует о характере и мерах денежно-кредитной политики в стране.

Валютный курс отражает соотношение, как правило, пары валют, участвующих в сделке, например:

1) GBP/USD¹, где GBP/USD показывает, сколько долларов США нужно, чтобы приобрести 1 фунт стерлингов;

2) валютный курс USD/RUR² означает цену одного доллара США, выраженного в рублях.

Фиксирование количества единиц национальной валюты за единицу иностранной валюты называется **котировкой**.

Котировка бывает прямой (американской) и обратной (европейской).

Прямая котировка предполагает фиксирование количества национальной валюты за единицу иностранной. **Обратная котировка** — это установление количества иностранной валюты за единицу национальной. Европейская, или обратная, котировка совпадает с обратной величиной прямой котировки. Например, 11 июля 2011 г. прямая (американская) котировка пары российский рубль/доллар составила: $RUR/USD = 0,036$; соответственно, обратная (европейская) котировка составит $USD/RUR = 27,88$.

Национальную валюту называют основной, или базовой, поскольку через нее выражают цены валют. На межбанковском рынке европейские котировки традиционно используются для

¹ GBP — британский фунт стерлингов; USD — доллар США.

² RUR — российский рубль.

всех валютных курсов, за исключением английского фунта, австралийского и новозеландского доллара, чьи валютные курсы обычно отражаются в американских котировках.

Обычно значение котировки отображается с точностью до 4-х знаков после запятой (иногда 5 или 6), например 1 ЕВРО (EUR — единая европейская валюта) = 1,4144 доллара США (USD); 1 австралийский доллар (AUD) = 0,8962 швейцарских франков (CHF).

Для обмена валют кроме прямой и обратной котировки может использоваться и **кросс-курс**, когда две валюты сравниваются с третьей, а затем через нее — друг с другом. Предположим:

1) AUD/CHF = 0,8965 (т. е. 1 AUD = 0,8965 CHF).

2) AUD/USD = 1,0706 (т. е. 1 AUD = 1,0706 USD).

Тогда кросс-курс USD к швейцарскому франку (CHF) равен: $0,8965 / 1,0706 = 0,8374$ (т. е. 1 USD = 0,8374 CHF).

Большинство сделок на мировом валютном рынке Forex — это межбанковские двух видов:

1) **спот-сделки**, цены по которым устанавливаются в момент заключения контракта, а поставка валюты происходит в течение ближайших двух дней;

2) **форвардные сделки**, цены по которым также определяются в момент заключения сделки, но поставка валюты происходит в установленный день в будущем.

Спот-курс **S** и форвардный валютный курс **F** показывают количество национальной валюты, которое требуется, чтобы купить единицу иностранной валюты. Разница состоит лишь в том, что фиксирование цены и обмен валют происходит в разное время.

Относительное изменение стоимости валюты от момента $(t - 1)$ до момента t можно вычислить следующим образом [6]:

$$S_{t-1,t} = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}} = \frac{S_t}{S_{t-1}} - 1. \quad (7.1)$$

Если S_t больше S_{t-1} , то это значит, что требуется больше единиц национальной валюты, чтобы купить единицу иностран-

ной валюты. Это говорит об обесценении или девальвации национальной валюты по отношению к иностранной валюте. Если S_t меньше чем S_{t-1} , то это значит, что произошло подорожание или *ревальвация* национальной валюты относительно иностранной. Величину $S_{t-1,t}$ можно трактовать как уровень обесценения или повышение стоимости национальной валюты.

Различают номинальный и реальный валютный курс.

Номинальный валютный курс — это цена одной валюты, измеренная в единице другой валюты. **Реальный валютный курс** — это валютный курс, рассчитанный с учетом изменения уровня цен в обеих странах. Реальный валютный курс S_r определяется по формуле

$$S_r = \frac{P_f}{P_d}, \quad (7.2)$$

где S_r — реальный валютный курс;

P_f — внешний индекс цен (за рубежом);

P_d — внутренний индекс цен (в стране).

Другими словами, реальный валютный курс отражает стоимость потребительской корзины иностранных товаров и услуг по отношению к стоимости потребительской корзины, включающей отечественные товары и услуги.

Различают **четыре вида режимов валютных курсов**:

- 1) свободный плавающий курс;
- 2) регулируемый плавающий курс;
- 3) валютный коридор;
- 4) фиксированный курс.

В режиме **свободного плавающего курса** валютный курс определяется под воздействием спроса и предложения валюты. При этом Центральный банк не вмешивается в этот процесс, а участники рынка определяют свои текущие и ожидаемые потребности в валюте с учетом изменения уровня цен, разницы в процентных ставках, темпов экономического роста и других

экономических переменных. Установление свободного плавающего курса обычно приводит к весьма волатильному валютному курсу. В общем понимании *волатильность* означает изменчивость, нестабильность. На финансовом рынке *волатильность* характеризует изменчивость цены. Это важнейший финансовый показатель и основное понятие в управлении финансовыми рисками, отражающее меру риска при использовании финансового инструмента за заданный промежуток времени. Волатильность характеризуется статистическим показателем выборочного стандартного отклонения, который позволяет инвесторам определить степень риска при приобретении финансового инструмента.

Регулируемый плавающий курс. Высокая волатильность валютного курса рассматривается как нежелательное и деструктивное свойство. Резкое повышение стоимости валюты страны может отрицательно повлиять на экспорто-ориентированные отрасли. С другой стороны, значительное обесценение валюты может привести к более высокой инфляции. Кроме того, волатильность обменного курса сопряжена с высокой экономической нестабильностью. Международные сделки становятся рискованными из-за неустойчивости валютного курса. Поэтому большинство стран с режимом плавающего курса стараются сгладить его колебания. Такая система называется регулируемым свободным курсом (системой грязного плавания валютного курса (*dirty floating system*)).

Нивелирование колебаний валютного курса происходит в результате интервенций Центрального банка. *Валютная интервенция* означает продажу или покупку иностранной валюты Центральным банком. Для снижения курса национальной валюты осуществляется покупка иностранной валюты, а для повышения — продажа. Существуют разные типы валютных интервенций Центрального банка, в частности, когда банк вмешивается только для сглаживания однодневных колебаний, или когда банк стремится предотвратить резкие кратко- и среднесрочные колебания. Но в любом случае Центральный банк должен обладать значительным запасом иностранной валюты.

Валютный коридор. Установление валютного коридора является одним из инструментов для снижения колебаний валют-

ного курса. Валютный коридор означает поддержание валютного курса в пределах установленных границ. Когда устанавливается валютный коридор, то за основу принимается фиксированный валютный курс. Диапазон коридора выбирается таким образом, чтобы было приемлемое соотношение между волатильностью и гибкостью валютного курса.

Фиксированный курс. В системе фиксированного курса государство обязуется поддерживать установленный валютный курс. Режим фиксированного курса — это тот же валютный коридор, но только с очень маленькой амплитудой колебания.

Центральному банку необходимо вторгаться на рынок во всех случаях, когда валютный курс страны отклоняется от установленной величины. При этом Центральный банк осуществляет либо валютную интервенцию, либо прибегает к изменению процентной ставки или же применяет инструменты экспансионистской стимулирующей налоговой политики.

Валютный контроль — еще одна мера, при помощи которой государство может защитить фиксированный обменный курс. Валютный контроль — это законодательное или административное запрещение, лимитирование и регламентация операций с валютой. Он включает надзор, регистрацию и учет операций с валютой. Соответственно регулируются валютные, экспортно-импортные и другие внешнеэкономические операции. Осуществление валютного контроля сопровождается:

- проведением валютных операций через Центральный банк и уполномоченные банки;
- лицензированием валютных операций;
- полным или частичным блокированием валютных средств;
- установлением дифференцированной конвертации валют для резидентов и нерезидентов.

Лекция 8

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК. ХАРАКТЕРИСТИКА ВАЛЮТНЫХ ОПЕРАЦИЙ

- 8.1. Виды валютных операций и механизм их осуществления.
- 8.2. Паритеты покупательной способности и процентных ставок.
- 8.3. Основные тенденции развития валютного рынка.

Базовые понятия: валютный арбитраж, фьючерс, опцион, варрант, дериватив, паритет покупательной способности, паритет процентных ставок

8.1. Виды валютных операций и механизм их осуществления

Валютный рынок — это механизм установления правовых и экономических отношений между покупателями и продавцами валют.

Спрос на иностранную валюту отражает меру зависимости национальной экономики от импорта и обуславливает конвертируемость той или другой валюты — гарантированную возможность денежной единицы свободно обмениваться на другие валюты. В случае полной конвертируемости любое физическое лицо может без преград принимать участие во внешнеэкономической деятельности. При низкой конвертируемости валютный рынок в большей мере подлжит государственному регулированию (методом введения фиксированного курса по отношению к другим валютам).

Участники валютных рынков делятся на две группы: *пассивные*, у которых время от времени возникает необходимость в проведении валютных операций (они не определяют цены); *активные*, которые устанавливают цены (market makers).

Инструментами сделок являются кредитные средства обращения и платежа (чеки, векселя), банковские переводы в иностранной валюте, наличные деньги (банкноты, монеты), банковские депозиты в иностранной валюте.

Механизм международных расчетов можно представить следующим образом: экспортер товаров и услуг, получив от импортера за проданные товары чек, перевод или другие документы, подлежащие оплате в иностранной валюте, продает их коммерческому банку своей страны, получая в обмен национальную валюту. Коммерческий банк пересылает эти платежные документы за границу своему банку-корреспонденту с целью взимания по ним валютных средств с плательщиков (или должников). Полученная сумма иностранной валюты зачисляется иностранным банком на корреспондентский счет банка-экспортера. Такой механизм позволяет использовать зачет встречных требований и обязательств без использования наличной валюты [16].

Обмен валюты должен осуществляться в определенных пропорциях в соответствии с системой валютных курсов. Обычно курс покупателей валюты ниже курса продавцов (кроме Лондона). Разница этих курсов составляет прибыль банка.

Так, например, прямая котировка фунтов стерлингов составляет: 1 фунт стерлингов = 1,5976 – 1,5980 долларов США. Значит, курс покупателя составляет: 1 фунт стерлингов = 1,5976 долларов США, а курс продавца — 1 фунт стерлингов = 1,5980 долларов США. Тогда прибыль составит 0,0004, т. е. 4 пункта (points — это минимальное изменение котировки, начиная с последнего знака после запятой). Эта прибыль (маржа), называется **СПРЭДом**¹, и как правило, идет на покрытие банковских расходов и для страхования валютного риска. Дилер банка, предлагающий валюту или предъявляющий спрос на нее, связывается с другим банком. Дилер партнера сообщает курс продавца или покупателя валют, выражая тем самым готовность купить или

¹ СПРЭД — это разность между ценой покупки валюты (бид) и ценой продажи (аск) в один и тот же момент времени.

продать ее по названным курсам. Современные системы интернет-трейдинга позволяют дилерам во всем мире за две-три секунды связаться с любым банком и получить информацию о котировках от крупнейших мировых банков одновременно.

Купля-продажа иностранной валюты на валютных рынках происходит в форме кассовой (наличной) или срочной валютной сделки. Кассовая сделка осуществляется на условиях немедленной поставки *spot* (*spot*) и применяется главным образом для того, чтобы немедленно получить валюту для внешнеторговых расчетов, а также избежать возможных валютных потерь от изменения курсов (момент заключения сделки практически совпадает с моментом ее исполнения).

Срочная, или форвардная (*forward*) сделка применяется для страхования платежей по внешней торговле и т. п. Форвардный курс устанавливается посредством прибавления к кассовому курсу *премии* (*репорта*) или вычитания из него *дисконта* (*депорта*). Если курс по срочной сделке ниже курса по кассовой операции, то из кассового курса вычитается дисконт; и наоборот, если валюта котируется дороже, чем при наличной операции, то к курсу по сделке *spot* прибавляется премия. При обратной котировке дисконт прибавляется к *spot*, а премия вычитается.

Курсы валют по срочным сделкам с котировкой по методу скидки называются *курсами аутрайт*, а применяемые скидки (премии) — ставками *своп* (*Swap*).

Основными видами валютных сделок являются:

1) **валютный арбитраж** — особый вид валютных сделок, основная цель которого извлечь прибыль и избежать возможных потерь с помощью использования благоприятной конъюнктуры валютных рынков. Основной принцип: купить дешевле, продать дороже;

2) **фьючерс** — формальное соглашение, по которому определенная сумма валюты продается или покупается по определенному курсу для ее передачи впоследствии в определенное время;

3) **опцион** — соглашение, которое дает собственнику право выбора при покупке или продаже определенной суммы валюты

за определенную цену до даты окончания действия. Такая покупка (продажа) не обязанность, а право покупателя (продавца). Срок действия опционов – несколько недель или один месяц. Опционы применяются для срочных валютных контрактов;

4) **варрант** (warrant) — ценная бумага, связанная с обязательством продавца перед покупателем в отношении права собственности на свободно конвертируемую валюту (СКВ). Владелец варранта имеет право обменять его на определенное количество валюты по твердой цене в течение определенного времени. Варрант может обращаться на рынке, приобретая свой собственный курс;

5) **дериватив** (от лат. derivatus (отведенный) — договор (опцион, фьючерс), основанный на курсах валют или ценных бумаг, цен на товары, которые позволяют владельцу зафиксировать благоприятную с его точки зрения цену на покупку (продажу). **Деривативы** — это любые финансовые инструменты, но чаще всего форвардные контракты, опционы, комбинации форвардов и опционов. Деривативы существуют в форме стандартизованных или индивидуально оформленных контрактов. Их появление связывают с развитием информационных технологий и появлением новых финансовых продуктов.

Существенным является то обстоятельство, что стоимость производного финансового инструмента (дериватива) зависит от стоимости уже существующего объекта, например акций или облигаций. Базис, с которым соотносится дериватив, называется *андерлаингом*, или базисной стоимостью.

В России с помощью финансового инжиниринга созданы процентные свопы на основе фиксированной и плавающей процентных ставок на рынке государственных краткосрочных облигаций и облигаций федерального займа. А контракты, которыми оперирует Германская биржа срочных сделок, являются опционами и фьючерсами. Деривативы как производственные продукты финансовых транзакций представляют собой весьма гибкие инструменты управления и формирования портфелей, причем действуют они быстрее и дешевле, чем операции по покупке и продаже ценных бумаг или валют.

8.2. Паритеты покупательной способности и процентных ставок

Установление оптимального валютного курса на мировом уровне связано с воздействием ряда факторов. К последним относят, прежде всего, покупательную способность денег и процентные ставки. В связи с этим разработаны концепции, выявляющие тонкую взаимосвязь между валютным курсом и другими макроэкономическими параметрами.

Одной из таких концепций является теория паритета покупательной способности, сформулированная Густавом Касселем, а также представителями Саламанкской школы: Доминго де Сото, Педро де ла Гаска, Мартин де Аспилькуэта Наварро, Томас де Меркадо и Доминго де Баньес.

Согласно данной теории предполагается, что обменные курсы (exchange rates) валют определяются в долгосрочном плане количеством товаров и услуг, которые может купить каждый, без учета транспортных издержек и тарифов. Если цены на товары в одной стране были ниже, чем в другой, торговцы могут получить прибыль при покупке товаров в более дешевой стране и продать в более дорогой.

Другими словами, на одну и ту же сумму денег, пересчитанную по текущему курсу в национальные валюты, в разных странах мира невозможно приобрести одно и то же количество товаров и услуг при отсутствии транспортных издержек и ограничений по перевозке.

Таким образом, можно сформулировать понятие паритета покупательной способности.

Паритет покупательной способности — это отношение между двумя или несколькими валютами, устанавливаемое по их покупательной способности применительно к определенному набору товаров и услуг.

Паритет покупательной способности можно рассматривать и в другом контексте.

Паритет покупательной способности — фиктивный обменный курс двух или нескольких валют, рассчитанный на основе их покупательной способности безотносительно к определенным наборам товаров и услуг.

В рамках теории паритета покупательной способности в начале XX в. был предложен закон единой цены и сформулировано понятие абсолютного паритета покупательной способности шведским экономистом Г. Касселем. Согласно **закону единой цены** один и тот же товар имеет одинаковую цену в разных странах, если она выражена в одной и той же валюте. В соответствии с законом единой цены можно вычислить равновесный валютный курс между двумя странами. Если действует этот закон, то валютный курс будет вычисляться следующим образом:

$$S_{d/f} = \frac{P_d^i}{P_f^i}, \quad (8.1)$$

где $S_{d/f}$ — валютный курс (например, рубль/доллар);

P_d^i — цена конкретного товара в национальной валюте (например, в России);

P_f^i — цена этого же товара на внешнем рынке (например, в США).

Международная практика свидетельствует о существенном расхождении в ценах одних и тех же товаров, когда они конвертируются в одну и ту же валюту. Другими словами, закон единой цены не подтверждается на практике. На базе закона единой цены выводится абсолютный паритет покупательной способности, но он отличается от закона единой цены, так как учитывается не один товар, а ряд товаров и услуг, которые входят в потребительскую корзину.

Абсолютный паритет покупательной способности является обобщением закона единой цены и означает, что цены репрезентативной корзины товаров и услуг в разных странах должны быть одинаковыми, если они выражены в одной валюте.

Понятие абсолютного паритета покупательной способности может быть проиллюстрировано следующим выражением:

$$S_t = \frac{P_t}{P_t^f}, \quad (8.2)$$

где S_t — номинальный валютный курс в момент t ;

P_t — внутренний (национальный) общий уровень цен в момент t ;

P_t^f — общий уровень цен на внешнем рынке (в другой стране) в момент времени t .

Абсолютный паритет покупательной способности означает, что обменный курс равен соотношению уровней цен. Соответственно, для снижения уровня инфляции необходимо укрепить покупательную способность внутри страны.

В 70-е годы XX в. было введено понятие относительного паритета покупательной способности, согласно которому колебания валютного курса объясняются сравнением не абсолютных уровней цен, а их относительным значением. Сторонники **теории относительного паритета** считают, что между волатильностью валютного курса и относительным изменением общего уровня цен в двух странах существует прямая связь.

Относительное изменение валютного курса зависит от уровня инфляции. Следовательно, относительный паритет покупательной способности означает, что обесценение национальной валюты составляет разность между уровнем инфляции внутри страны и в другой стране. Если уровень внутренней инфляции выше, чем уровень за рубежом, т. е. инфляционный дифференциал является положительным, то национальная валюта обесценивается (девальвируется). Когда уровень инфляции внутри страны ниже, чем в другой стране, т. е. инфляционный дифференциал отрицательный, то относительное изменение валютного курса отрицательное и национальная валюта ревальвируется.

Исследования специалистов показали, что в целом устойчивая корреляция между валютным курсом и относительным паритетом покупательной способности проявляется в *долгосроч-*

ном периоде. За временной промежуток в несколько лет общая тенденция такова, что движение обменного курса следует за относительным изменением общего уровня цен.

Что же касается кратковременного периода, то концепция относительного паритета покупательной способности не находит своего эмпирического подтверждения и не может служить действенным инструментом для анализа краткосрочного движения валютного курса. Другими словами, на ее основе нельзя предсказать изменение обменного курса в течение короткого периода времени.

Для анализа международного финансового рынка и принятия адекватного инвестиционного решения большую роль играет концепция процентных паритетов. Особую значимость она приобрела в 70-е годы XX в. в связи с переходом на плавающие валютные курсы. Как известно, валютный курс по будущей сделке можно зафиксировать форвардным контрактом. Валютный курс, установленный форвардным контрактом, связан с процентными ставками по депозитам, выраженным в различных валютах. В связи с этим возникает **покрытый паритет процентных ставок**, который показывает, что отношение форвардного курса к спот-курсу определяется разницей в процентных ставках между двумя странами:

$$\frac{F_{t,t+1}}{S_t} = \frac{(1 + i_t)}{(1 + i_{F,t})}, \quad (8.3)$$

где $F_{t,t+1}$ — форвардный валютный курс в момент t для форвардного контракта со сроком исполнения $(t+1)$;

i_t — годовая процентная ставка по депозитам в национальной валюте в момент времени t ;

$i_{F,t}$ — годовая процентная ставка по депозитам в иностранной валюте в момент времени t .

Если преобразовать и прологарифмировать данное выражение, то получим выражение

$$i_t \approx i_{F,t} + F_{P_t}. \quad (8.4)$$

Это означает, что национальная процентная ставка равна сумме внешней процентной ставки и премии форвардного курса. Валюта страны с более низкой процентной ставкой должна обеспечить премию по отношению к стране, где есть более высокие ставки. Соответственно, доход, получаемый при инвестировании средств в страну с более высокой процентной ставкой, нивелируется потерями из-за разности валютных курсов.

Покрытый паритет процентных ставок действует на рынках капитала, на которых отсутствуют барьеры для международных сделок, и имеется плавающий валютный курс.

Кроме того, есть **непокрытый паритет процентных ставок**, который возникает, когда инвестор не обеспечивает защиту от риска обменного курса, продавая свою иностранную валюту по фиксированной заранее ставке. Это объясняется следующим образом.

Ожидаемую конечную сумму вклада единицы иностранной валюты N_F , которая зависит от ожидаемого валютного курса $E(S_{t+1})$ в момент $(t + 1)$, можно определить по формуле

$$N_F = \left[\frac{E(S_{t+1})}{S_t} \right] \times (1 + i_{F,t}), \quad (8.5)$$

Конечная стоимость аналогичного вклада в национальной валюте будет равна [6]:

$$N = (1 + i_t). \quad (8.6)$$

Если $N_F > N$, то участник сделок будет покупать (занимать длинную позицию) депозиты в иностранной валюте и продавать депозиты в национальной валюте (занимать короткую позицию). В соответствии с непокрытым паритетом процентных ставок, такие арбитражные операции приведут к выравниванию ожидаемых конечных сумм депозитов в национальной и иностранной валюте. Таким образом, на рынке возникает равенство между отдачей от депозитов в национальной и иностранной валюте: $N = N_F$

Приравняв правые части уравнений и выполнив определенные преобразования, получим формулу

$$i_t = i_{F,t} + \frac{E(S_{t+1}) - S_t}{S_t}. \quad (8.7)$$

Как следует из этого равенства, процентные ставки по вкладам в национальной валюте должны быть равны процентным ставкам по вкладам в иностранной валюте с поправкой на ожидаемое относительное обесценение национальной валюты, это позволяет оценить текущий спот-курс [6] по формуле

$$S_t = \frac{E(S_{t+1})}{1 + i_t - i_{F,t}}. \quad (8.8)$$

Но текущий обменный курс определяется совокупностью двух факторов: во-первых, разностью между текущими процентными ставками ($i_t - i_{F,t}$) и, во-вторых, ожиданиями участников рынка по поводу будущей динамики валютного курса $E(S_{t+1})$. При неизменных величинах ожидаемого валютного курса и иностранной процентной ставки увеличение национальной процентной ставки ведет к уменьшению обменного курса, что эквивалентно повышению цены национальной валюты. Падение национальной процентной ставки ведет к росту обменного курса, т. е. к обесценению.

Для более полной картины непокрытого паритета процентных ставок следует принимать во внимание следующее обстоятельство: если участники рынка не страхуют свои депозиты от будущих изменений валютного курса путем совершения форвардных сделок и избегают риска, то им требуется, чтобы иностранные активы обеспечивали бы премию за валютный риск φ_t . С учетом этого формула для текущего обменного спот-курса будет выглядеть следующим образом:

$$S_t = \frac{E(S_{t+1})}{1 + i_t - i_{F,t} - \varphi_t}. \quad (8.9)$$

Данное выражение является ключевым в анализе валютного курса. Оно связывает обменный спот-курс с рядом факторов. Так, если происходит падение ожидаемого валютного курса, то при прочих равных условиях это приведет к снижению текущего валютного курса. Аналогично, увеличение премии за валютный риск по иностранным вкладам также обуславливает снижение валютного курса. Наконец, валютный курс снижается и в том случае, если процентная ставка за рубежом возрастает относительно национальной процентной ставки.

8.3. Основные тенденции развития валютного рынка

Международный валютный рынок является важнейшим звеном мировой финансовой системы международных экономических отношений. Рост валютных операций в мире проходит на фоне глобальных изменений в соотношении торговых и финансовых сделок. В общем объеме безналичных платежей доля платежей по сделкам на товарных рынках постоянно снижается, а на валютном рынке неуклонно растет. Большая часть платежей сейчас приходится на валютные сделки. Их развитие обусловлено процессами либерализации национальных валютных рынков и интернационализации мирового хозяйства. Ведущим финансовым центром на сегодняшний день является Лондон, занимающий первое место в мире по валютным, депозитным и кредитным операциям. Ежедневный объем только по сделкам с валютой в английской столице приближается к 500 млрд долларов [6].

Наиболее объективным показателем является доля международных финансовых операций, проходящих через финансовый центр. Для Лондона этот показатель составляет 31 %, что практически вдвое больше его ближайшего конкурента — Нью-Йоркского финансового центра. Лондон является лидером и по такому показателю, как присутствие иностранных банков на финансовом рынке; на втором месте — Токио, на третьем — Нью-Йорк. И наконец, Лондон — самый большой нетто-

экспортер финансовых услуг (8,1 млрд долл.); второе место — Германия, третье — США. Япония замыкает список из девяти крупнейших финансовых центров [17].

Современным валютным рынкам присущи следующие основные особенности:

- *унифицированная техника валютных операций и осуществление расчетов по корреспондентским счетам банков.* Это позволяет проводить операции с валютой в считанные секунды, а также ускоряет международные расчеты банков и других финансовых институтов;

- *нестабильность курсов валют*, что способствует высокой концентрации частных инвесторов, которые извлекают прибыль из постоянной разницы курсов валют;

- *преобладание международных операций в общей массе заключаемых сделок* (от половины до трех четвертей ежедневного объема валютных сделок крупнейших финансовых центров, в том числе около 60 % сделок приходится на банки, 20 % — на иные финансовые институты (компании-дилеры по ценным бумагам, инвестиционные, паевые фонды и др.) и 16 % — на нефинансовые учреждения, включая отдельных крупных спекулянтов). При этом для банковского сектора характерен высокий уровень концентрации. В середине 90-х гг. XX в., например, в Нью-Йорке через 20 банков проходило 70 % оборота валютных сделок рынка, а в Лондоне — 68 %;

- *пополнение валютных резервов банков, предприятий, государств.* Механизм валютных рынков используется для государственного регулирования экономики, в том числе на макроуровне в рамках группы стран (например, ЕС).

Наличие указанных особенностей обуславливает некоторые основные тенденции развития современного валютного рынка:

- усиление интернационализации валютных рынков на базе интернационализации хозяйственных связей, широкое использование электронных средств связи;

- рост объема операций по страхованию валютных и кредитных рисков;

- рост объема спекулятивных и арбитражных операций, намного превосходящий рост валютных операций, связанных с коммерческими сделками. Число участников данных операций резко возросло и включает не только банки и транснациональные корпорации, но и другие юридические и физические лица.

Таким образом, очевидно, что мировой валютный рынок развивается опережающими темпами и оказывает существенное влияние на всю мировую экономику в целом. Что касается развития валютного рынка в России, то основные направления изменения структуры российского валютного рынка находятся в русле мировых тенденций. Валютные пропорции все более определяются не столько потоками экспортной выручки, сколько движением международного капитала, ликвидностью финансовой системы, развитием законодательства. В соответствии с тенденциями мирового рынка доля прямых конверсионных спот-операций на российском межбанковском рынке год от года снижается за счет роста денежного и страхового сегментов (своп-операций и срочных валютных сделок). На биржевом рынке также снижается удельный вес кассовых сделок [18].

Постоянному увеличению объема операций на рынке FOREX способствует рост экономической активности развивающихся стран, возрастающий интерес инвесторов к иностранной валюте как альтернативе вложениям на фондовом рынке и расширение влияния управляющих компаний и хедж-фондов. Свою положительную роль в развитии электронной торговли сыграл выход современных компьютерных технологий на качественно новый уровень. Сужение спреда, прозрачность и демократичность доступа к торговым системам помогли существенно расширить круг индивидуальных инвесторов. По экспертным оценкам объем розничной торговли (retail sector) в 2011 году составил более 10 % валютного спот-рынка. Кроме того, расширению рынка способствовало увеличения интереса к сделкам на разницу процентных ставок (операции carry-trade). В результате действия всех перечисленных факторов среднедневной оборот мирового валютного рынка вырос более чем до 5 трлн долл. в 2011 г. [19].

Доля российского сегмента на мировом валютном рынке пока невелика. Среднедневной объем операций на сегодняшний день составляет не более 1,5 % мирового валютного рынка. По спот-операциям роль российского рынка значительно выше: на него приходится более 3 % мирового оборота, а по срочным сделкам и валютным СВОПам отставание более значительное — удельный вес российских операций менее 1 % мирового оборота. Несмотря на невысокие удельные показатели, необходимо отметить устойчивый рост доли российского сегмента. Увеличению интереса инвесторов к российским активам способствовали либерализация валютного регулирования, развитие российского фондового рынка, рост нефтяных цен и укрепление рубля. Среднедневной оборот межбанковских кассовых конверсионных операций за период 2009–2011 гг. увеличился до 100 млрд долл.

Характерной особенностью современного международного валютного рынка является стремительный рост значимости спекулятивных операций. Обороты международного валютного рынка в десятки раз превышают объем международной торговли товарами, услугами или ценными бумагами. По оценкам ряда экспертов, свыше 90 % оборотов мирового валютного рынка составляют спекулятивные операции [20].

Рост объемов спекулятивных операций на международном валютном рынке в значительной степени обусловлен масштабным выходом на рынок мелких и средних спекулянтов. Совершенствование электронных торговых систем сделало спекулятивные операции доступными не только для предприятий, но и для физических лиц. В развитых и отдельных развивающихся странах существует развитая индустрия услуг для мелких спекулянтов (посредничество по валютным операциям, кредитование спекулятивных операций, консультации).

Непрофессиональные спекулянты располагают сравнительно небольшими суммами, однако их число велико, а сами они в большей степени подвержены «эффекту толпы». В значительной степени именно действиями непрофессиональных спекулянтов обусловлена растущая нестабильность курсов валют на международном рынке. Масштабные спекулятивные покупки рас-

тущей или продажи снижающейся валюты приводят к лавинно-образному усилению сложившихся курсовых тенденций.

Усиление роли спекулянтов, отрыв валютных операций от национальных торговых площадок и переток средств участников валютного рынка в офшорные зоны приводят к резкому снижению влияния государственных органов, прежде всего центральных банков, на функционирование валютного рынка и формирование валютных курсов. Из регуляторов валютного рынка государственные органы превращаются в равноправных участников международного валютного рынка.

В той или иной мере влияние на валютные курсы сохраняют только центральные банки наиболее влиятельных в финансовой сфере стран мира (США, Великобритании, Японии, стран еврозоны). Однако их влияние на конъюнктуру международного валютного рынка ограничено. В последние годы неоднократно отмечались ситуации изменения конъюнктуры международного валютного рынка вопреки усилиям регулирующих органов ведущих стран, которые стремились не допустить этих изменений.

Рассмотренные тенденции развития международного валютного рынка составляют единое целое, дополняя друг друга. Например, операции спекулянтов в значительной степени являются фактором, стимулирующим развитие инфраструктуры рынка, диверсификацию структуры рынка по валютам, рост объемов операций со срочными контрактами, снижение влияния центральных банков на международный валютный рынок и снижение устойчивости валютных курсов. В то же время все перечисленные процессы сами создают благоприятные условия для спекулятивных операций и способствуют притоку на международный валютный рынок новых спекулятивных капиталов. Аналогичным образом связаны между собой и остальные тенденции. Поэтому в среднесрочной перспективе можно ожидать сохранения сложившихся в последние десятилетия тенденций развития международного валютного рынка. Поскольку валютный рынок тесно связан со всеми сегментами мировой экономики, эти тенденции в той или иной степени будут проявляться и на смежных сегментах международного финансового рынка.

Лекция 9

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА

- 9.1. Понятие ценной бумаги.
- 9.2. Основные виды и классификация ценных бумаг.
- 9.3. Сущность рынка ценных бумаг и его структура.
- 9.4. Участники рынка ценных бумаг.

Базовые понятия: ценная бумага (акция, облигация, сертификат); фиктивный капитал; рынок ценных бумаг (рынки инструментов займа, недвижимости и инвестиций, фондовая биржа, брокер, дилер, маркер.

9.1. Понятие ценной бумаги

Рынок ценных бумаг оперирует в основном следующими инструментами: акциями, облигациями и производными от них, сертификатами. От других видов рынка он отличается в первую очередь специфическим характером своего товара. Ценные бумаги — товар особого рода, который, не имея собственной стоимости (стоимость ценной бумаги как таковой незначительна), может продаваться по высокой рыночной цене. Это объясняется тем, что ценная бумага, имея свой номинал, представляет собою определенную величину реального капитала, вложенного в предприятие. Если рыночный спрос на ценные бумаги окажется выше предложения, их цена превысит номинал (возможна и обратная ситуация). Возможность существенного отклонения рыночной цены от номинала означает, что ценная бумага представляет собою *фиктивный капитал* — бумажный двойник реального. Его цена определяется двумя обстоятельствами: 1) соотношением спроса и предложения на капитал; 2) величиной капитализированного дохода по ценным бумагам [5].

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

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

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

В ст. 142 Гражданского кодекса РФ дается следующее определение: «**Ценной бумагой** является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление и передача которых возможны только при его предъявлении», что позволяет выделить несколько основных признаков ценных бумаг [21]:

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

Необходимо отметить, что ценные бумаги весьма различаются в зависимости от объектов, права на которые они удостоверяют. Например, акции свидетельствуют о праве собственно-

сти на капитал; депозитные и сберегательные сертификаты отражают долговые отношения; коносаменты, векселя, чеки связаны с движением товаров.

Значение ценной бумаги состоит в следующем:

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

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

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

Существуют два основных способа передачи денег:

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

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

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

Ценная бумага — это форма фиксации рыночных отношений между участниками рынка, но при этом она сама является объектом данных отношений, т. е. заключение сделки или какого-либо соглашения между его участниками состоит в передаче или купле продажи ценной бумаги в обмен на деньги или на товар.

Ценная бумага имеет следующие **характеристики**:

1) временные:

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

2) пространственные:

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

3) рыночные:

- форма владения (на предъявителя или на конкретное лицо (юридическое, физическое);
- форма выпуска (эмиссионная, выпускаемая отдельными сериями, внутри которых все ценные бумаги одинаковы по своим характеристикам, или неэмиссионная, индивидуальная);
- характер обращаемости (свободно обращение на рынке или наличие ограничений);
- степень риска вложения в данную ценную бумагу (высокая, низкая);
- форма выплаты дохода (тип актива, лежащего в основе ценной бумаги, или ее исходную основа — товары, деньги, совокупные активы фирмы);
- форму собственности и вид эмитента, выпустившего ценную бумагу (государство, корпорации, частные лица);

- экономическая сущность с точки зрения вида прав, которые предоставляет ценная бумага;
- наличие дохода (выплачивается по ценной бумаге какого-то доход либо нет);
- форма вложения средств (в долг или для приобретения прав собственности).

Ценная бумага обладает рядом следующих свойств:

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

Местом обращения различных видов ценных бумаг является рынок ценных бумаг. Он является составной частью финансового рынка и существует для обеспечения сделок по продаже и покупке ценных бумаг. Он позволяет ускорить переход капитала от денежной к производительной форме. На рынке ценных бумаг происходит перераспределение капиталов между отраслями и сферами экономики, территориями и странами, различными слоями населения.

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

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

Общерыночными функциями являются:

- коммерческая (получения прибыли от операций на данном рынке);
- ценовая (обеспечение рынком процесса образования рыночных цен, их постоянного движения);
- информационная (формирование и доведение до участников рынка информации об объектах торговли и ее участниках);

- регулирующая (создание правил торговли, формирование порядка разрешения споров между участниками, установка приоритетов, создание органов контроля и управления).

Специфическими функциями являются:

- перераспределительную функцию, которая включает:
 - перераспределение денежных средств между отраслями и сферами рыночной деятельности;
 - перевод сбережений, прежде всего населения, из непроизводительной в производительную форму;
 - финансирование дефицита государственного бюджета на не инфляционной основе, т. е. без выпуска в обращение дополнительных денежных средств;
- функцию страхования ценовых и финансовых рисков, ставшую возможной вследствие появления отдельного класса производных ценных бумаг — фьючерсных и опционных контрактов.

9.2. Основные виды и классификация ценных бумаг

В современном мире ценные бумаги делятся на два больших класса:

1) *основные ценные бумаги* — это ценные бумаги, в основе которых лежат имущественные права на какой-либо актив, обычно на товар, деньги, капитал, имущество, различного рода ресурсы и др., которые включают:

- *первичные ценные бумаги*, основанные на активах, в число которых не входят сами ценные бумаги (акции, облигации, векселя, закладные и др.);
- *вторичные ценные бумаги*, которые выпускаются на основе первичных ценных бумаг, т. е. ценные бумаги на сами ценные бумаги (например, варранты на ценные бумаги, депозитарные расписки и др.);

2) *производные ценные бумаги* — это бездокументарная форма выражения имущественного права (обязательства), воз-

никающего в связи с изменением цены лежащего в основе данной ценной бумаги биржевого актива. Можно сказать, что производная ценная бумага — это ценная бумага на какой-либо ценовой актив: цену товаров (обычно, биржевых товаров — зерна, мяса, нефти, золота и т. п.); цену основных ценных бумаг (обычно, на индексы акций или облигаций); цену кредитного рынка (процентные ставки); цену валютного рынка (валютные курсы) и т. п. Также к производным ценным бумагам относятся фьючерсные контракты (товарные, валютные, процентные, индексные и др.) и свободнообращающиеся опционы.

Согласно российскому законодательству к ценным бумагам относятся:

- акция;
- банковская сберегательная книжка на предъявителя;
- вексель;
- депозитный сертификат;
- двойное складское свидетельство;
- закладная;
- инвестиционный пай;
- ипотечный сертификат участия;
- коносамент;
- облигация;
- опцион эмитента;
- простое складское свидетельство;
- приватизационные ценные бумаги;
- российская депозитарная расписка;
- сберегательный сертификат;
- чек.

Особым видом ценных бумаг являются бумаги, выпущенные государством.

Государственная ценная бумага — ценная бумага, эмитированная государством для покрытия бюджетного дефицита от имени государственного правительства или местных органов власти и обязательно гарантированная правительством.

Существуют следующие виды государственных ценных бумаг:

- 1) рыночные государственные бумаги (казначейские векселя, казначейские облигации, ноты, бонны и пр.);
- 2) нерыночные ценные бумаги (сберегательные бонны, сертификаты).

В экономической теории присутствуют разные наименования рынка правительственных заимствований, например:

- рынок государственных облигаций;
- рынок правительственных займов;
- рынок государственного долга;
- рынок национального долга;
- рынок государственных инструментов с фиксированной ставкой;
- рынок «золотообрезных» облигаций (так именуется в Великобритании, благодаря сертификатам с золотой каймой).

Всегда, когда правительство страны хочет привлечь займы, ему нужно определить, на какое время понадобятся деньги. Сроки погашения можно разбивать на разные периоды времени, каждому из которых присваивают собственное название. Самый короткий временной период, на который государства привлекают средства — это три месяца. Такие финансовые инструменты называют *краткосрочными бумагами*. Некоторые национальные заемщики используют это понятие для заимствований на более длинные периоды времени, даже до одного года. Такие финансовые инструменты правительства предлагают только банкам первого класса, которые могут ими торговать лишь на межбанковском рынке или крайне редко — на фондовых биржах.

Следующий временной период — это *рынок краткосрочных облигаций и займов*. Он, зачастую, являет собой заимствования на срок от одного года до пяти лет. Такие финансовые инструменты обращаются на фондовых биржах, но структура образования цен по этим инструментам привлекает только небольшой круг профессиональных инвестиционных институтов и, к сожалению, не представляет никакого интереса для частных лиц.

Далее следует *рынок среднесрочных облигаций и займов*. Этот временной период до недавнего времени пользовался популярностью лишь в Великобритании и США. Он представлял собой облигации сроком погашения от 5 до 15 лет в Великобритании и от 2 до 10 лет в США. Иные государства не видели необходимости привлекать средства на срок более десяти лет. Только Германия и Япония пару лет назад начали выпускать облигации со сроком погашения до 20 лет и даже больше. Этот вид заимствований именуется *долгосрочным* и используется для займов вплоть до 30 лет. Именно такие названия для соответствующих инструментов сложились на рынке на сегодняшний день, в тоже время они могут быть разными в различных странах. Если говорить о Великобритании, то эти названия существуют для описания периода с настоящего времени до срока погашения облигаций правительством страны, при этом не имеет значения, сколько времени прошло с момента эмиссии инструментов.

В США же эти финансовые термины используют для описания временного периода действия облигации на момент эмиссии, независимо от того, сколько времени осталось до ее погашения, потому что в США, если облигация была выпущена на срок в 25 лет, она считается долгосрочной, даже если она будет погашена через два года.

Что касается России, то на сегодняшний день существует два вида первичных ценных бумаг, которые законодательно не определены в нашей стране. Это *закладные ценные бумаги на недвижимость* и *страховые полисы*. Также пока не описан в нашем законодательстве такой вид производных ценных бумаг как вторичные ценные бумаги, выпускаемые на основе долговых обязательств (облигаций), обычно государственных.

Термин **«международные ценные бумаги»** появился для обозначения интернациональных ценных бумаг, которые обращаются во многих странах в одно и то же время. Ценные бумаги, обращающиеся на этом рынке принято называть евробумагами, к их числу относят еврооблигации, евроакции и евроноты. Рынок евробумаг является одним из самых объемных рынков

международных ценных бумаг. Именно на него приходится более 75 % от общего объема всего рынка ценных бумаг [6].

Необходимо отличать еврооблигации и облигации, которые выпускаются на национальных рынках капитала (внутренние выпуски). Внутренний выпуск облигаций осуществляет инвестор, который является резидентом страны выпуска. Такой выпуск облигаций проводится в валюте этой страны и размещается в стране выпуска. Он может быть размещен и в иностранном государстве, но обязательно в валюте страны эмитента. Кроме того, большая часть все же размещается в стране эмитента. Еврооблигации выпускают в валюте, которая отличается от валюты страны эмитента, и размещают среди международных инвесторов. Группа по размещению этих ценных бумаг состоит, как правило, из представителей международных инвестиционных банков.

Название «евро» возникло только из-за места расположения двух ведущих клирингово-расчетных палат, занимающихся этими выпусками. Это две главные палаты — EURO-CLEAR в Бельгии (год основания — 1970) и CEDEL в Люксембурге (год основания — 1972). Именно эти организации осуществляют расчеты и клиринг по большинству еврооблигаций. Кроме этого, есть так называемый «электронный мост», с помощью которого можно проводить расчеты напрямую со счетов этих двух организаций.

Еврооблигации характеризуются следующими особенностями:

- выпуск данной ценной бумаги на предъявителя;
- выпуск на срок от 2 до 15 лет;
- возможность одновременного размещения на рынках нескольких стран;
- номинальная стоимость имеет долларовый эквивалент;
- выплата процентов по купонам владельцу еврооблигаций осуществляется в полной сумме без изымания налога у источника доходов.

Большинство еврооблигаций представляются глобальными, или же индивидуальными сертификатами. Они находятся в депозитарных клиринговых палатах и просто передвигаются по

счетах клиентов либо агентов. По выпуску еврооблигаций проценты выплачиваются только раз в год, а торговые цены отражают чистые цены без накопленных процентов. Начисление процентов осуществляется по американской системе, т. е. на основе 360 дней в году.

Облигации в большей степени выпускаются в долларах США. Именно в США размещены главные международные инвесторы, другая большая группа инвесторов находится в Японии и охотно работает с основными мировыми валютами. Торговлю ценными бумагами регулирует Международная ассоциация рынка ценных бумаг (ISMA). Она состоит из самых крупных европейских банков и инвестиционных домов.

Евроноты — это среднесрочные именные облигации, составляющие главную часть рынка еврооблигаций и пользующие спросом со стороны взаимных фондов.

Евроакции — это ценные бумаги, которые выпускаются транснациональными корпорациями, крупными банками, инвестиционными фондами для дополнительного привлечения инвестиций на финансовый рынок Европы. Зачастую они конвертируются в еврооблигации или наоборот.

Далее каждый вид ценных бумаг рассматривается подробно.

9.3. Сущность рынка ценных бумаг и его структура

Рынок ценных бумаг — часть финансового рынка, где осуществляются эмиссия и купля-продажа ценных бумаг.

Через рынок ценных бумаг (банки, специальные кредитно-финансовые институты и фондовую биржу) аккумулируются денежные накопления предприятий, банков, государства и частных лиц, направляемые на производственное и непроизводственное вложение капиталов. Различают первичный рынок цен-

ных бумаг, где осуществляются эмиссия и первичное размещение ценных бумаг, и вторичный, где проводится купля-продажа (обращение) ранее выпущенных ценных бумаг (рис. 9.1)

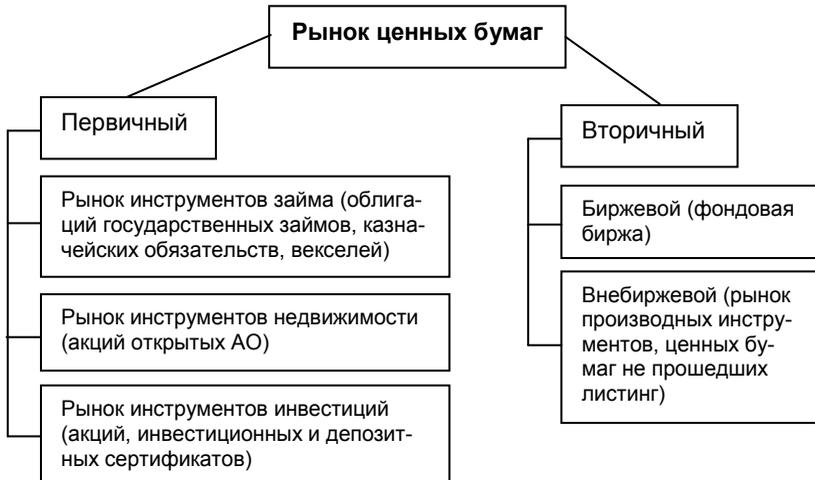


Рис. 9.1. Структура рынка ценных бумаг

Первичный рынок — это рынок первых и повторных эмиссий (выпусков) ценных бумаг, на котором совершается их начальное размещение среди инвесторов. Его рамки ограничиваются первым актом купли-продажи той или иной ценной бумаги. На этой стадии эмитент (юридическое лицо, осуществляющее выпуск ценных бумаг) передает имущественные права на свою собственность (или ее часть) другим лицам, получая вместо этого денежные средства для инвестиций [22].

Как правило, ценные бумаги (и имущественные права, которые в них выражены) со временем переходят от одного собственника к другому посредством последующей купли-продажи, а также других операций (например, предоставление в залог, передача прав), зависящих от конъюнктуры рынка и, в свою очередь, влияющих на нее. Другими словами, ценные бумаги поступают в обращение, и это уже прерогатива вторичного рынка.

Первичный рынок призван посредством жесткого государственного регулирования свести к минимуму риск инвестора, а вторичный — обеспечить ликвидность ценных бумаг, т. е. создать условия для широкой торговли ими, что позволит собственнику ценных бумаг реализовать их в кратчайшие сроки при незначительных вариациях курсов и небольших издержках на реализацию.

Биржевой рынок (фондовая биржа) — это рынок с наивысшим уровнем организации, что максимально содействует мобильности капиталов и формированию реальных рыночных цен на финансовые вклады, находящиеся в обращении. **Внебиржевой рынок** охватывает операции с ценными бумагами вне биржи. В большинстве случаев на нем происходит первичное размещение, а также перепродажа ценных бумаг эмитентов, которые не желают или по объективным причинам не могут выставить свои активы на биржу.

Кроме того, рынок ценных бумаг можно дифференцировать на сегменты по следующим признакам:

- категориям эмитентов (корпораций, государств и т. п.);
- срокам выпуска (с установленным сроком обращения и без установленного срока обращения, бессрочных ценных бумаг);
- территории распределения (интернациональный, региональный, национальный);
- видам ценных бумаг (рынок акций, в том числе по их видам; рынок облигаций; рынок производных ценных бумаг).

На основе изложенного можно сделать следующие выводы:

- рынок ценных бумаг является реально существующим рынком капиталов (рынком денег и иных материальных ценностей);
- развитие рынка ценных бумаг находится под влиянием многих процессов индивидуального и общественного производства, в том числе циклических колебаний, которые определяют состояние конъюнктуры рынка.

Роль рынка ценных бумаг проявляется в регулировании стихийных процессов в рыночной экономике. Это касается, прежде всего, инвестирования капитала, основу процесса которого составляет миграция капитала в виде его притока в места, где он

необходим, и оттока из отраслей, где имеется его избыток. Механизм этого движения состоит в следующем: при увеличении спроса на некоторый товар соответственно возрастает его цена, т. е. увеличиваются прибыли от производства этого товара, и в данную отрасль направляются свободные капиталы из отраслей, на продукцию которых спрос сокращается и они становятся менее эффективными. Ценные бумаги являются средством, обеспечивающим работу настоящего механизма. Они адсорбируют временно свободный капитал, где бы он ни находился, и через куплю-продажу помогают перенаправить его в требуемом направлении. В практике рыночной экономики это ведет к размещению капитала именно в тех отраслях, которые необходимы обществу. В результате возникает оптимальная структура общественного производства.

9.4. Участники рынка ценных бумаг

Основными участниками рынка ценных бумаг являются:

1) *брокеры* — посредники при заключении соглашений (договоров, сделок), которые не принимают участия в соглашении своим капиталом;

2) *дилеры* — посредники, принимающие участие в соглашении (договоре, сделке) своим капиталом;

3) *маклеры* — специалисты по конъюнктуре рынка.

Вместе с этими специалистами рынок ценных бумаг обслуживают банковские служащие, работники инвестиционных фондов, государственные служащие и юристы.

Брокеры на рынке ценных бумаг представлены специализированными фирмами, которые имеют статус юридического лица. В сферу деятельности брокерской компании входит консалтинг, размещение ценных бумаг на первичном и вторичном рынках. Последовательность операций в брокерской компании состоит в следующем:

- заключение клиентом договора с брокерской фирмой, в котором определяются все виды поручений (доверенностей) и ме-

сто покупки ценных бумаг (фондовая биржа или внебиржевой рынок). При этом брокер действует в рамках определенной ему суммы, сохраняя за собой право выбора ценных бумаг в соответствии с полученной доверенностью;

- уведомление клиента брокером в определенный срок о выполненном им поручении;
- перечисление клиенту брокером денежных средств, полученных от продажи ценных бумаг (за вычетом комиссионных);
- обязательная регистрация сделки брокером в соответствии со всеми законодательными нормами;
- предоставление брокером отчета клиенту обо всех проведенных им операциях на счете клиента. Клиент вправе отдать брокеру приказ о прекращении всех порученных ему операций.

Брокерская фирма, принимая доверенность от своих клиентов, нуждается в определенных гарантиях, особенно если клиент является покупателем. Такими гарантиями могут быть:

- вексель на всю сумму сделки;
- залог в размере 25–100 % сделки, внесенный на счет брокера;
- текущий счет, открытый для брокера;
- страховой полис, предоставленный брокеру, и пр.

Дилеры по выполняемым функциям сходны с брокерами, но в отличие от последних они вкладывают свой капитал при заключении соглашений (сделок). В качестве примера рассмотрим следующую ситуацию.

Администрация города решила выпустить облигационный заем посредством эмиссии 1000-рублевых облигаций. Для реализации эмиссии у администрации города нет собственного аппарата, и она принимает решение обратиться в специализированную дилерскую фирму или коммерческий банк (зависит от суммы эмиссии). Механизм такого посредничества может быть таким: Администрация продает 1000-рублевые облигации с некоторой скидкой (например, по 950 рублей, т. е. на 50 рублей ниже номинала), а дилеры обеспечивают реализацию этих облигаций, в результате чего их прибыль должна составить 50 рублей с каждой облигации.

Дилеры выполняют следующие *функции*:

- обеспечивают информацию о выпуске ценных бумаг, их курсах и качествах (свойствах);
- действуют как агенты, выполняющие поручения клиентов;
- следят за состоянием рынка ценных бумаг; если активность купли-продажи понижается (например, в результате недостаточного количества покупателей и продавцов), то дилеры за собственный счет осуществляют операции с ценными бумагами с целью стабилизации их курсов;
- дают импульс развитию рынка ценных бумаг, сводя покупателей и продавцов.

Действия дилеров на рынке ценных бумаг масштабнее, чем действия брокеров. Дилерские фирмы обладают значительными капиталами, которые наращиваются за счет комиссионных и прибыли на инвестированный капитал.

Маклеры — это консультанты по проблемам конъюнктуры рынка. Их деятельность необходима в связи с постоянным расширением масштабов и структуры рынка ценных бумаг, затруднением операций на нем. **Функции маклеров** состоят в следующем:

- правильно оценивать положительные свойства уже выпущенных ценных бумаг;
- помогать осуществлению новых выпусков ценных бумаг;
- определять перспективы изменений курсов ценных бумаг.

Брокеры и дилеры, которые готовят крупные операции на рынке ценных бумаг, преимущественно пользуются услугами маклеров (с целью уменьшения риска).

Участников рынка ценных бумаг по функциональному признаку подразделяют на четыре группы [5]:

1) **главные участники** — государство, муниципалитеты, национальные и международные компании. Они имеют солидный имидж, потому выпуск и реализация ценных бумаг не вызывает у них трудностей: рынок всегда готов принять их ценные бумаги в большом количестве. Эти ценные бумаги, особенно государственные и муниципальные, не всегда обеспечивают высокие доходы, но они довольно надежны, и поэтому всегда нахо-

дятся слои населения, которые не хотят рисковать, и вкладывают деньги именно в такие ценные бумаги;

2) **институциональные инвесторы** — финансово-кредитные институты, осуществляющие операции с ценными бумагами (коммерческие и инвестиционные банки, страховые общества, пенсионные фонды). Многие из таких институтов объединяют средства разных инвесторов (юридических и физических лиц) и ищут возможности их вложения в прибыльные ценные бумаги. Они стараются или овладеть контрольными пакетами акций, или с целью снижения риска разместить свои капиталы в различных отраслях хозяйства.

Значительные средства населения размещены в коммерческих банках. Для сохранения этих средств и недопущения банкротства государство регулирует деятельность институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг;

3) **индивидуальные инвесторы** — частные лица, в том числе владельцы небольших предприятий венчурного бизнеса. Обладание ценными бумагами малых предприятий довольно рискованно: статистика свидетельствует, что приблизительно 75 % из них достаточно быстро прекращают свое существование, и только 25 % достигают успеха. Но некоторые малые предприятия оказываются очень перспективными и доходными: именно на малых предприятиях началось производство электронно-вычислительной техники, ракет, высококачественных предметов быта. Поэтому экономически активная часть населения, которая готова к определенному размеру риска, покупает акции этих предприятий в расчете на высокие дивиденды;

4) **специалисты рынка ценных бумаг** — брокеры и дилеры. Они имеют доступ к информации, а также необходимые связи, которые облегчают им операции с ценными бумагами. Как правило, брокеры и дилеры недолго держат у себя ценные бумаги: как только конъюнктура рынка становится благоприятной, они их продают. Их операции на рынке ценных бумаг носят открыто спекулятивный характер.

В каждой стране круг участников рынка ценных бумаг, а также условия для такого участия определяются государством.

При этом государственное законодательство отражает специфику экономического и финансового состояния страны.

Первичный рынок ценных бумаг есть экономическое пространство, которое ценные бумаги проходят от их эмитентов до первого покупателя. Экономическим это пространство называют по следующим причинам:

- на нем действуют эмитент и инвестор;
- оно рационально организовано (существует распределение труда, так как функционируют брокерские и дилерские конторы);
- оно выполняет определенную экономическую задачу: только в его рамках эмитент может получить необходимый капитал. Дальнейшее движение ценных бумаг (от первого собственника до последующих) не может быть источником дохода для эмитента.

На первичном рынке предоставляются следующие возможности:

- получение займа посредством выпуска облигаций любым лицом, которое имеет требуемый юридический статус. Этот заем в определенное время нужно возвратить, поэтому заем, полученный за счет выпуска облигаций, ничем не отличается от банковского кредита;
- получение капитала, который вообще не нужно возвращать (с помощью выпуска акций).

Выпуск ценных бумаг на финансовый рынок предусматривает следующие действия эмитента:

- создание условий выпуска, обеспечивающих спрос на ценные бумаги и их ликвидность посредством проведения необходимых консультаций со специалистами фондового рынка;
- организацию поддержки в лице гаранта, способного за комиссионные разделить с ним ответственность в проведении эмиссии;
- регистрацию всей эмиссии ценных бумаг в соответствующем государственном органе, уплату эмиссионного налога и опубликование требуемой информации о выпуске.

После того как эмитированные ценные бумаги поступают на рынок, юридические и физические лица не пытаются сразу же их приобрести. Наступает период обдумывания, который может продолжаться две–четыре недели. В это время проходят совещания руководителей дилерских фирм и синдикатов, где принимаются решения о скупке всей эмиссии либо ее части.

Сразу возникает вопрос о цене выпущенных акций. Акции нового выпуска еще не имеют цены, поскольку они не принимали участия в соглашениях на открытом рынке. Обычно эмитент хочет продать ценные бумаги по наиболее высокой цене, а инвестор, наоборот, приобрести по наиболее низкой. В обычных условиях исходная цена акции определяется с участием дилеров, организаций-гарантов, но конечную цену все равно устанавливает рынок.

Первичный рынок ценных бумаг остается достаточно неопределенным и динамичным. Ценные бумаги могут распространяться не так активно, как хотелось бы их эмитенту. Могут возникать сомнения относительно эффективности предприятий-эмитентов; в этом случае курсы их акций будут снижаться. Поэтому риск гарантов может быть очень большим. Стабильность рынка во многом зависит от брокеров и дилеров, их способности фиксировать цену. Первичный рынок (при всей его организованности) всегда сохраняет потенциальную угрозу потери равновесия и стабильности.

Главные характеристики и принципы функционирования рынка ценных бумаг были разработаны «Группой 30» — международной организацией независимых экспертов, разрабатывающей стандарты для финансовых рынков. Основу этих стандартов составляют следующие принципы [23]:

1) целостность рынка в границах отдельной страны (определение единых курсов на все ценные бумаги, которые допущены к обращению и котировке на всей территории данной страны). Целостность обеспечивается наличием следующих институтов:

- единой национальной фондовой биржи;
- Центрального депозитария ценных бумаг;

- единого клирингового банка (расчетной палаты);
- Центрального банка;

2) централизация рынка ценных бумаг (государственный контроль и непосредственное регулирование системы обращения ценных бумаг, что обеспечивается специально созданными государственными органами);

3) прозрачность рынка ценных бумаг (широкое распространение рыночной информации, одинаковость цены на конкретные ценные бумаги, доступность и равноправие заказов любого клиента на куплю-продажу ценных бумаг);

4) введение системы электронного обращения ценных бумаг;

5) соответствие национальной системы обращения ценных бумаг общепринятым стандартам безопасности интересов и прав инвесторов.

Лекция 10

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ. ХАРАКТЕРИСТИКА МЕЖДУНАРОДНОГО РЫНКА АКЦИЙ

10.1. Понятие и основные характеристики акции. Сущность международного рынка акций.

10.2. Депозитарные расписки как основная составляющая международного рынка акций.

10.3. Виды депозитарных расписок.

10.4. Российские депозитарные расписки.

Базовые понятия: акция, международный рынок акций, депозитарные расписки (американские, европейские и глобальные), эмитент, банк-кастодиан, банк-депозитарий, российская депозитарная расписка.

10.1. Понятие и основные характеристики акции. Сущность международного рынка акций

Рынок ценных бумаг достаточно обширен и охватывает большое число инструментов. В рамках понятия «международный рынок ценных бумаг» принято рассматривать инструменты, которые способствуют обороту капитала в межстрановом масштабе. К основным инструментам рынка ценных бумаг относят: акции, депозитарные расписки, еврооблигации, опционы и фьючерсы. Объектом нашего внимания будут, прежде всего, различные виды депозитарных расписок и еврооблигации. Так как именно эти инструменты являются основными на международном рынке акций. Дело в том, что акция или облигация как инструмент инвестирования в чистом виде доступны только резидентам той страны, где они выпущены. Поэтому привлечение иностранных инвесторов как раз и происходит через международные ценные бумаги (депозитарные расписки и еврооблигации).

Акция — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права её владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, участие в управлении акционерным обществом и часть имущества, остающегося после его ликвидации. Обычно акция является именной ценной бумагой [24].

Различают обыкновенные и привилегированные акции.

Обыкновенные акции дают право на участие в управлении обществом (1 акция соответствует одному голосу на собрании акционеров, за исключением проведения кумулятивного голосования) и участвуют в распределении прибыли акционерного общества. Источником выплаты дивидендов по обыкновенным акциям является чистая прибыль общества. Размер дивидендов определяется советом директоров предприятия и рекомендуется общему собранию акционеров, которое может только уменьшить размер дивидендов относительно рекомендованного советом директоров. Распределение дивидендов между владельцами обыкновенных акций осуществляется пропорционально вложенным средствам (в зависимости от количества купленных акций).

Привилегированные акции могут вносить ограничения на участие в управлении, а также могут давать дополнительные права в управлении (не обязательно), но по сравнению с обыкновенными акциями имеют ряд преимуществ: возможность получения гарантированного дохода, первоочередное выделение прибыли на выплату дивидендов, первоочередное погашение стоимости акции при ликвидации акционерного общества. Дивиденды часто фиксированы в виде определенной доли от бухгалтерской чистой прибыли или в абсолютном денежном выражении. Дивиденды по привилегированным акциям могут выплачиваться как из прибыли, так и из других источников — в соответствии с уставом общества.

Акция представляет собой инструмент для инвестирования капитала и относится к долевым ценным бумагам. Инвестиционный потенциал акций зависит от ряда характеристик, основ-

ными из которых являются финансовое состояние эмитента, надежность, ликвидность и доходность.

Инвестиционные возможности обыкновенных акций связаны с тем, что они могут обращаться на биржевом или внебиржевом рынке и приносить доход не только в форме дивидендов, но и за счёт изменения стоимости в разные периоды времени. Колебания стоимости могут быть очень существенными и значительно превосходить размер дивидендов. Многие акционерные общества не выплачивают дивидендов, но при этом стоимость их акций может увеличиваться в несколько раз. В связи с этими и некоторыми другими свойствами акций они так интересны инвесторам во всем мире.

Международный рынок акций представляет собой рынок, где осуществляются сделки купли-продажи долевых обязательств как между нерезидентами, так и между резидентами и нерезидентами с помощью депозитарных расписок или еврооблигаций различного типа.

На данном рынке происходит перелив инвестиционных ресурсов из одной страны в другую. Этот рынок играет значительную роль в привлечении капитала с мирового финансового рынка, продвижении акций компаний на международные фондовые площадки, создании благоприятного имиджа компании на международном уровне.

Торговля акциями осуществляется на биржевом и внебиржевом рынке.

Биржевой рынок включает традиционные фондовые биржи (Нью-Йоркскую, Лондонскую, Люксембургскую, Токийскую биржи) и автоматизированные торговые системы, рассматриваемые как биржи (NASDAQ, SEAQ, CATS). Использование компьютерных систем позволяет создавать единую систему мировой торговли ценными бумагами [6].

Внебиржевой рынок предполагает сделки купли-продажи акций через Интернет.

Международному рынку акций присущи следующие *особенности*:

- широкое использование автоматизированных торговых систем, что обеспечивает создание единой системы торговли акциями в мире в целом;
- наличие множественности котировок акций, что способствует изменению доходности ценных бумаг;
- богатый выбор места вложений средств;
- расширение спектра арбитражных сделок.

10.2. Депозитарные расписки как основная составляющая международного рынка акций

Существенную долю на международном рынке акций занимают депозитарные расписки.

Депозитарная расписка — документ, удостоверяющий, факт помещения ценных бумаг на хранение в банк-кастодиан в стране эмитента акций на имя банка-депозитария и дающий право его владельцу пользоваться выгодами от этих ценных бумаг.

За исключением разницы из-за изменения курса валюты цена на эти расписки меняется пункт в пункт с изменением цены на базовые ценные бумаги, кроме тех случаев, когда на местном рынке ограничено участие зарубежных инвесторов.

Банк-кастодиан — это банк, осуществляющий хранение ценных бумаг и иных финансовых активов клиентов, а также управление этими ценными бумагами. Кастодиальный банк может предоставлять такие услуги, как клиринг, расчеты по сделкам, валютные операции, операции займа ценных бумаг и др.

Целями выпуска депозитарных расписок являются:

- мобилизация капитала;
- расширение круга потенциальных инвесторов;

- приобретение иностранной компании;
- диверсификация активов на международном рынке.

Депозитарные расписки позволяют преодолевать национальные границы и законодательные ограничения и рассматриваются как эффективный инструмент международных инвестиций. Через систему депозитарных расписок в настоящее время привлекается очень большой объем капитала. Следует отметить, что 95 % привлеченных средств приходится на страны БРИК (Бразилия, Россия, Индия, Китай).

Первые депозитарные расписки были выпущены компанией Morgan Garanty в 1927 г. в США на акции английской компании Selfridjes. Это было связано с принятием в Великобритании закона, в соответствии с которым английским компаниям запрещалось регистрировать свои акции за рубежом без трансфертного агента Великобритании. Так появилась необходимость в создании специального инструмента — американских депозитарных расписок. Современную форму этот финансовый инструмент приобрел в 1955 г., когда Комиссия по ценным бумагам и биржам выпустила форму S-12 для регистрации всех программ депозитарных расписок. Позже форма S-12 была заменена формой F-6, которая используется и в настоящее время. Ценные бумаги, представленные депозитарными расписками, получили широкое распространение в мире [6].

Обычно депозитарные расписки выпускаются с определенным коэффициентом к депонированным ценным бумагам. *Величина коэффициента* зависит от рыночной цены акций на национальном рынке и указывается в депозитарном договоре, который заключается между эмитентом базовых ценных бумаг и депозитарным банком, выпускающим депозитарные расписки. Соотношение между количеством акций и выпущенных на них депозитарных расписок колеблется в широком диапазоне от 100000 к 1, т. е. 100000 обыкновенных акций соответствуют одной расписке, или до 1 к 1000, когда одна обыкновенная акция представляет 1000 депозитарных расписок. Но наиболее распространенным коэффициентом является соотношение 1 к 1, когда одна депозитарная расписка представляет одну обыкновенную акцию.

Депозитарные расписки обладают рядом преимуществ для эмитентов, ибо обеспечивают:

- расширение рынка ценных бумаг компании посредством быстрого и обширного предложения;
- выход на международные рынки капиталов;
- улучшение имиджа компании;
- удобный способ для инвестора быть держателем иностранных акций;
- повышение и стабилизацию котировок акций эмитента;
- гибкое капиталовложение;
- снижение риска в силу диверсификации;
- расширение круга потенциальных инвесторов;
- механизм для приобретения и слияния компаний.

Таким образом, выпуск депозитарных расписок способствует мобилизации капитала с международного рынка, повышает имидж среди зарубежных инвесторов, расширяет базу акционеров, позволяет участвовать в международных сделках по слиянию и поглощению.

Депозитарные расписки представляют значительный интерес и для инвесторов. Для них эти бумаги являются удобным инструментом для диверсификации активов на мировом уровне. С 2007 г. наблюдается значительный рост стоимости (более чем на 100 %) депозитарных расписок, обращающихся на американских и европейских биржах, а также на внебиржевом рынке. В США, например, более 70 % институциональных инвесторов (взаимных и пенсионных фондов) вкладывают денежные средства в депозитарные расписки.

Для инвесторов депозитарные расписки привлекательны также и тем, что позволяют преодолеть такие барьеры, как страновой риск, недостаточность информации и неразвитость инфраструктуры в отдельных странах, определенные законодательные ограничения.

Инвестиционный интерес вложений в депозитарные расписки заключается и в относительно низких издержках. Оценки специалистов в этой области свидетельствуют, что расходы ин-

вестора на приобретение американских депозитарных расписок в первый год приблизительно в два раза ниже, чем когда осуществляется покупка акций на иностранной бирже. Это связано с выплатой высоких комиссионных и конвертацией валюты.

Немаловажным преимуществом инвестирования в депозитарные расписки является *получение дивидендов в национальной валюте*, а также *законодательная защищенность* страны, где обращаются эти ценные бумаги.

10.3. Виды депозитарных расписок

Депозитарные расписки охватывают широкий спектр ценных бумаг. Они включают: американские, европейские, глобальные расписки.

Американские депозитарные расписки (American Depositary Receipts, АДР) обращаются на основных биржах США и внебиржевом рынке, деноминированы в долларах США и регулируются законодательством США.

Европейские депозитарные расписки (European Depositary Receipts, ЕДР) обращаются на европейских, обычно на лондонской и люксембургской биржах, деноминированы в евро, их обращение осуществляется через клиринговые системы Euroclear и Clearstream.

Глобальные депозитарные расписки (Global Depositary Receipts, ГДР) — это депозитарный сертификат, подтверждающий право на акции иностранной компании и обращающийся на мировых рынках капитала. Интерес к глобальной депозитарной расписки *для эмитента* заключается в том, что привлечение капитала происходит не только на американском или европейском рынках, но и на других фондовых площадках мира. Особенность ГДР заключается в том, что их целевое назначение — обеспечить прирост капитала.

Значительная доля рынка депозитарных расписок приходится на американские депозитарные расписки. Так, удельный вес американских депозитарных расписок превышал 80 % в 2007 г.

Как уже было сказано, *американские* депозитарные расписки появились в 20-е годы XX в. В условиях усиления глобализационных потоков возрастает интерес к такого рода ценным бумагам в связи с тем, что они обращаются на самом крупном и развитом фондовом рынке. В настоящее время в обращении находится около 2000 АДР из 60 стран. Торговля ведется на внебиржевом и биржевом рынке, три ведущих биржи осуществляют сделки с АДР. Ведущими банками-депозитариями, которые выпускают АДР, являются The Bank of New-York, JP Morgan Chase, Citigroup. К вложениям в АДР американские инвесторы прибегают прежде всего потому, что отдельным категориям инвесторов законодательно не разрешается приобретать ценные бумаги иностранных компаний, кроме как через систему АДР [13].

Для американских инвесторов АДР представляют интерес в связи с тем, что обеспечивают более высокую доходность, чем финансовые инструменты на национальном рынке акций. Инвестиционная привлекательность АДР состоит и в том, что дивиденды выплачиваются в долларах США, т. е. нет необходимости конвертировать в национальную валюту. Кроме того, инвестиционные расходы в этом случае ниже, чем при приобретении акций иностранных компаний за рубежом.

При вложении в АДР оформление и передача прав собственности осуществляется в той же системе учета и временных рамок, которые характерны для США. В связи с этим снижается риск возможного неверного учета прав собственности. Регистрация же прав собственности в случае приобретения ценной бумаги непосредственно в стране эмитента, потребует весьма значительного времени.

Американским держателям депозитарных расписок предоставляются и правовые гарантии. *Механизм выпуска АДР* включает следующие шаги:

- 1) инвестор дает распоряжение брокеру купить депозитарные расписки;
- 2) американский брокер дает распоряжение брокеру страны местонахождения эмитента на покупку эквивалентного количества ценных бумаг;

- 3) брокер страны местонахождения эмитента покупает ценные бумаги на местной бирже;
- 4) ценные бумаги депонируются в банк-хранитель;
- 5) банк-хранитель кредитует ценные бумаги на счет депозитария банка, выпускающего депозитарные расписки;
- 6) банк выпускает депозитарные расписки, которые доставляются американскому брокеру через регистрационно-клиринговый центр (Depository Trust Company — DTC);
- 7) регистрационно-клиринговый центр кредитует депозитарные расписки на счет брокера для дальнейшей продажи инвестору.

При погашении АДР действует обратная схема. Инвестор поручает продать АДР брокеру, который направляет поручение брокеру в стране эмитента на продажу акций, задепонированных по системе АДР. В случае продажи брокер сообщает об этом в депозитарный банк, который должен погасить АДР и уведомить кастодиальный банк о погашении АДР, который, в свою очередь, должен перерегистрировать акции на нового владельца. За погашение АДР депозитарный банк взимает комиссионные с брокера.

АДР могут выпускаться в виде предъявительских сертификатов, если это необходимо инвестору. Но это влечет дополнительные расходы, и поэтому в большинстве случаев АДР сохраняются в электронной форме.

При выпуске АДР брокер после получения заказа от инвестора на приобретение АДР покупает акции компании-эмитента в стране происхождения и депонирует их в местном кастодиальном банке. Банк-кастодиан осуществляет свои функции на основе договорных отношений с депозитарным банком, выпускающим АДР. Услуги кастодиального банка иногда осуществляют дочерние отделения иностранных банков. При этом по соглашению сторон устанавливается номинальный держатель акций, в качестве которого обычно выступает сам депозитарный банк или специально учрежденная им организация. Кастодиальный банк направляет информацию депозитарному банку о наличии акций на счете, их перерегистрации на номинального держателя

и поручение на выпуск АДР. Банк-кастодиан должен указать количество задепонированных акций, наименование эмитента, брокера и получателя АДР. Депозитарный банк выпускает АДР и осуществляет их перевод на счет получателя АДР в ДТС (другом депозитарии), получая за это комиссионные от брокера.

В соответствии с действующими правилами иностранным кастодианом может быть:

- национальный банк или трастовая компания, имеющие акционерный капитал не менее 200 млн долларов;
- филиал банка США, зарегистрированный по местному законодательству с акционерным капиталом не менее 100 млн долларов;
- центральный депозитарий страны или клиринговая компания;
- депозитарий или клиринговая компания, работающая в транснациональной системе хранения ценных бумаг.

Банк-кастодиан выполняет ряд важных функций по программам АДР, в частности:

- учет, хранение и перерегистрацию акций, под которые выпускаются АДР;
- регистрацию в качестве номинального держателя в реестре компании-эмитента;
- перевод депозитарному банку доходов по ценным бумагам (дивиденды, проценты) с конвертацией в доллары США;
- удержание налогов по выплатам по ценным бумагам;
- проведение голосования на собраниях акционеров по поручению депозитарного банка;
- предоставление депозитарному банку информации об эмитентах ценных бумаг, под которые выпущены АДР.

Другим ключевым звеном в системе выпуска АДР является **банк-депозитарий**. Он играет важную роль в проведении операций с депозитарными расписками. Этот банк выполняет следующие функции:

- выпускает депозитарные расписки на депонированные ценные бумаги иностранного эмитента;

- выступает агентом и регистратором:
- оформляет операции по депозитарным распискам;
- ведет реестр номинальных и реальных владельцев депозитарных расписок;
 - выплачивает дивиденды;
 - выступает агентом по доверенности;
 - выступает администратором:
 - помогает в структурировании программы выпуска АДР;
 - способствует быстрейшему продвижению программы;
 - помогает обеспечить соответствие программы нормативным требованиям;
- является центром всех операций по депозитарным распискам
 - берет на себя обязательства по информационной поддержке вторичного рынка выпускаемых им расписок, что обеспечивает их ликвидность, и, следовательно инвестиционную привлекательность;
 - обязан, обобщив результаты голосования держателей АДР, направить их эмитенту акций в том случае, если инвестор имеет право собственности на голосующие акции и желает реализовать свое право голоса.

По видам американские депозитарные расписки подразделяются в основном на неспонсируемые и спонсируемые.

Неспонсируемые АДР обращаются на внебиржевом рынке. Их выпуск не сопряжен с особыми требованиями отчетности со стороны компании-эмитента. При регистрации таких расписок требуется лишь предоставление документов, которые подтверждают соответствие деятельности акционерного общества законодательству, действующему в стране эмитента.

Иностранная компания не заключает официальный договор с кастодиальным банком.

Расписки могут быть выпущены не одним банком-депозитарием, но каждый банк-депозитарий несет ответственность за депозитарные расписки, которые он выпустил.

Существуют компании, организующие программы, в соответствии с которыми неспонсируемые депозитарные расписки могут обмениваться на депозитарные расписки первого уровня.

Что касается **спонсируемых депозитарных расписок**, то они предлагаются для публичного размещения. Их выпуск инициируется, прежде всего, самим эмитентом и осуществляется как на уже обращающиеся на рынке акции, так и на новые эмиссии. Программы спонсируемых депозитарных расписок предусматривают три уровня.

Первый уровень предполагает выпуск депозитарных расписок только на те базовые акции, которые находятся уже в обращении на национальном рынке. Они обращаются на внебиржевом рынке. Первый уровень депозитарных расписок считается довольно простым и относительно недорогим способом выхода на американский фондовый рынок. Для депозитарных расписок первого уровня требуется отчетность Комиссии по ценным бумагам и биржам США, а также соответствие законодательству страны эмитента.

Выпуск депозитарных расписок *второго уровня* предполагает от эмитента предоставление финансовой отчетности по стандартам США. Эмитент также должен подать отчет Комиссию по ценным бумагам и биржам США. Кроме того, этот уровень характеризуется тем, что компания-эмитент должна отвечать требованиям биржи по листингу американских фондовых бирж. В эти требования входит минимальное количество акционеров, минимальная рыночная капитализация, предоставление финансовой отчетности за несколько лет.

Депозитарные расписки *третьего уровня* предполагают выпуск под *новые эмиссии акций*, что позволяет привлекать дополнительный капитал. Компания-эмитент должна соблюдать американские принципы и правила бухгалтерского учета, отвечать требованиям листинга фондовой биржи, на которой будет осуществляться котировка депозитарных расписок. Кроме заполнения соответствующих форм отчетности Комиссии по ценным бумагам и биржам США, эмитенту необходимо предоставить годовой отчет о деятельности в соответствии с международными

ми требованиями. Выпуск депозитарных расписок третьего уровня наиболее престижный уровень размещения ценных бумаг. Это обеспечивает эмитенту широкий доступ к инвесторам на американском фондовом рынке.

В результате развития рынка ценных бумаг в России были выпущены российские депозитарные расписки.

10.4. Российская депозитарная расписка

Российская депозитарная расписка (РДР) — это именная эмиссионная ценная бумага, не имеющая номинальной стоимости, удостоверяющая право собственности на определенное количество акций или облигаций иностранного эмитента (представляемых ценных бумаг) и закрепляющая право ее владельца требовать от эмитента российских депозитарных расписок получения взамен российской депозитарной расписки соответствующего количества представляемых ценных бумаг и оказания услуг, связанных с осуществлением владельцем российской депозитарной расписки прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами. Данное определение приведено в законе «О рынке ценных бумаг» [21].

Механизм реализации РДР состоит из следующих этапов:

- 1) иностранная компания-эмитент выпускает ценные бумаги (акции и/или облигации) для обращения их на фондовой бирже;
- 2) отечественная компания-эмитент РДР, получившая права на эти бумаги, выпускает РДР на российский фондовый рынок, где их приобретают российские инвесторы.

Эмитентом российских депозитарных расписок является депозитарий, создаваемый в соответствии с законодательством Российской Федерации. Он должен отвечать установленным требованиям к размеру собственного капитала (собственных средств) и осуществлять депозитарную деятельность не менее трех лет.

Эмиссия российских депозитарных расписок допускается при условии, что учет прав депозитария на представляемые ценные бумаги осуществляется на счете, открытом ему как лицу, действующему в интересах других лиц. Указанные права должны учитываться организацией, которая осуществляет учет прав на ценные бумаги и включена в перечень, утвержденный федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг [23].

В случае когда эмитент депозитарных расписок не принимает на себя обязательства перед владельцами российских депозитарных расписок, эмиссия допускается при условии включения представляемых ценных бумаг в котировальные списки иностранных фондовых бирж.

Эмиссия РДР включает следующие этапы:

- 1) утверждение решения о выпуске российских депозитарных расписок уполномоченным органом их эмитента – депозитария;
- 2) государственную регистрацию выпуска российских депозитарных расписок;
- 3) размещение российских депозитарных расписок.

Дополнительный выпуск российских депозитарных расписок не требует государственной регистрации. Его осуществляют путем внесения изменений в решение о выпуске российских депозитарных расписок в части увеличения максимального количества депозитарных расписок выпуска, которое может одновременно находиться в обращении.

Обращение российских депозитарных расписок может осуществляться после государственной регистрации их выпуска, а размещение и обращение российских депозитарных расписок дополнительного выпуска — после регистрации изменений в решении о выпуске российских депозитарных расписок.

При *выпуске российских депозитарных расписок* в решении необходимо указывать все данные об эмитенте ценных бумаг, его местонахождении, основных характеристиках и т. д. Также нужно полностью описать вид, категорию (тип), количество представляемых ценных бумаг, закрепленные представляемыми ценными бумагами права.

Обязательно должны быть указаны условия размещения российских депозитарных расписок и максимальное количество РДР выпуска, которое может одновременно находиться в обращении.

В случае когда представляемыми ценными бумагами являются акции, должен быть оговорен порядок выдачи (направления) владельцами российских депозитарных расписок-указаний депозитарию о порядке голосования по таким акциям и обязательство депозитария обеспечивать осуществление права голоса по акциям иностранного эмитента не иначе как в соответствии с указаниями владельцев российских депозитарных расписок, а также обязательство по представлению владельцам российских депозитарных расписок итогов голосования.

Кроме того, депозитарий, в котором хранятся ценные бумаги, обязан:

- предоставлять по требованию владельца российской депозитарной расписки соответствующее количество представляемых ценных бумаг;
- раскрывать информацию в объеме, порядке и сроки, которые предусмотрены Законом «О рынке ценных бумаг» и нормативными правовыми актами ФСФР (Федеральная Служба по Финансовым рынкам [25]). Это федеральный орган исполнительной власти России, осуществляющий функции по принятию нормативных правовых актов, контролю и надзору в сфере финансовых рынков (за исключением банковской и аудиторской деятельности). ФСФР России находится в прямом подчинении Правительства Российской Федерации;
- обеспечивать соответствие количества представляемых ценных бумаг, учет прав на которые осуществляется на счете, открытом ему как лицу, действующему в интересах других лиц, количеству российских депозитарных расписок, находящихся в обращении;
- оказывать услуги по реализации владельцами российских депозитарных расписок прав по представляемым ценным бумагам, включая получение доходов по представляемым цен-

ным бумагам и иных причитающихся владельцам ценных бумаг выплат.

Также обязательно оговаривается срок осуществления выплат, причитающихся владельцам российских депозитарных расписок по представляемым ценным бумагам, порядок хранения, учета и перехода прав на российские депозитарные расписки, возможность и порядок дробления российских депозитарных расписок.

Решение о выпуске российских депозитарных расписок должно быть подписано лицом, осуществляющим функции исполнительного органа эмитента российских депозитарных расписок, и заверено печатью эмитента российских депозитарных расписок.

В случае если эмитент представляемых ценных бумаг принимает на себя обязанности перед владельцами российских депозитарных расписок, указанные обязанности должны быть предусмотрены договором между эмитентом представляемых ценных бумаг и эмитентом российских депозитарных расписок. Изменение указанного договора не требует согласия владельцев российских депозитарных расписок.

В случае если владелец российской депозитарной расписки получил от депозитария соответствующее ей количество представляемых ценных бумаг, такая российская депозитарная расписка, принадлежащая указанному владельцу, погашается. При этом максимальное количество российских депозитарных расписок, которые могут одновременно находиться в обращении в соответствии с решением о выпуске таких ценных бумаг, не изменяется.

В случае регистрации проспекта российских депозитарных расписок депозитарий-эмитент российских депозитарных расписок осуществляет раскрытие информации о себе, а также об эмитенте представляемых ценных бумаг в форме ежеквартального отчета эмитента эмиссионных ценных бумаг и сообщений о существенных фактах (событиях, действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента эмиссионных ценных бумаг, с учетом изъятий, определяемых нормативными

правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

ФСФР России осуществляет контроль количества РДР, находящихся в обращении и количества представляемых ценных бумаг, находящихся на счетах эмитента РДР, в связи с этим депозитарии-эмитенты РДР должны ежеквартально представлять в ФСФР справку с указанными сведениями.

Выпуск РДР способствует:

- диверсификации инвестиций и рисков снижения для инвесторов;
- росту биржевых оборотов;
- участию национальных компаний в процессах финансовой глобализации;
- расширению рынка услуг депозиторов, андеррайтеров¹, агентов по размещению, юридических и финансовых консультантов.

¹ Андеррайтер — юридическое лицо, осуществляющее руководство процессом выпуска ценных бумаг и их распределения, гарантирующее эмитенту (акций или других ценных бумаг) их размещение на рынке на согласованных условиях за специальное вознаграждение. Андеррайтером может быть любое юридическое лицо (инвестиционная компания или инвестиционный банк), лицензированное ФСФР. Это юридическое лицо и предлагает инвесторам купить выпуск ценных бумаг эмитента.

Лекция 11

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ. ХАРАКТЕРИСТИКА МЕЖДУНАРОДНОГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ

- 11.1. Сущность еврооблигаций. Участники рынка облигаций.
- 11.2. Классификация еврооблигаций.
- 11.3. Порядок выпуска и размещения еврооблигаций.
- 11.4. Оценка инвестиционной привлекательности еврооблигаций.

Базовые понятия: еврооблигации (глобальные, параллельные и иностранные), евродепозитные сертификаты, конвертируемые облигации, еврокоммерческие бумаги, евроноты, евробонды, рыночные индексы, рейтинг.

11.1. Сущность еврооблигаций. Участники рынка облигаций

Облигации, размещаемые на зарубежных рынках, именуются международными (*international bonds*). Термин «международные облигации» употребляется в широком и узком значениях.

В широком значении под **международными облигациями** понимаются основные долговые инструменты, размещаемые на зарубежных рынках как долгосрочные долговые инструменты (*bonds*), так и среднесрочные долговые инструменты (*notes*).

Краткосрочные инструменты (депозитные сертификаты и коммерческие бумаги) в это понятие не входят. В узком значении в международные облигации включают лишь долгосрочные инструменты.

В разряд международных облигаций относят и так называемые **глобальные облигации** (*global bonds*), которые разме-

щаются одновременно на рынке еврооблигаций и на одном или нескольких национальных рынках, а также *параллельные облигации* (parallel bonds), т. е. облигации одного выпуска, размещаемые одновременно в нескольких странах в валюте этих стран.

На международном рынке долговых обязательств значительную долю занимают *иностранные облигации*. Это ценные бумаги, выпущенные зарубежным эмитентом, с номиналом в национальной валюте страны, где они обращаются. Регулирование подобных облигаций осуществляется в рамках внутреннего законодательства страны. К заимствованию капитала через систему иностранных облигаций прибегают чаще всего, когда требуется валюта страны кредитора для совершения определенных сделок, например, оплаты товаров [6].

Значительную часть международного рынка долговых ценных бумаг составляют евродеPOSITные сертификаты и еврокоммерческие бумаги.

ЕвродеPOSITные сертификаты — это сертификаты, выпускаемые отделениями и дочерними компаниями американских банков за рубежом, а также банками в валюте, не являющейся для них национальной, обычно в долларах США. Евродолларовые депозитные сертификаты предназначены в основном для крупных институциональных инвесторов. Основными эмитентами являются отделения ведущих американских, канадских, японских, английских и европейских банков. Самыми крупными эмитентами являются банки Японии, выпускающие до 50 % всех евродолларовых сертификатов.

Значительная часть евродолларовых депозитных сертификатов — это сертификаты с фиксированной ставкой, которые выпускаются на срок от 3 до 6 месяцев. Но есть выпуски депозитных сертификатов с плавающей процентной ставкой и более длительным сроком обращения. Так называемые траншевые депозитные сертификаты выпускаются на крупную сумму (обычно 10–30 млн долл.), а затем дилеры дробят их на сертификаты с более мелкой деноминацией (10–25 тыс. долл.).

Еврооблигациям присущи следующие *характерные особенности*:

- их размещение осуществляется одновременно на рынках нескольких стран, в отличие от иностранных облигаций, выпускаемых нерезидентами на внутреннем рынке какого-либо государства;

- валюта еврооблигационного займа не обязательно является национальной как для заемщика, так и для кредитора;

- размещение осуществляется международным синдикатом финансовых институтов разных стран.

Основными участниками рынка еврооблигаций являются *государства, корпорации, международные организации*. На долю корпораций, главным образом транснациональных, и банков, приходится от половины до двух третей всех еврооблигационных займов. При этом финансовые организации прибегают к заимствованию через облигации с плавающей процентной ставкой, а нефинансовые — с фиксированной процентной ставкой.

Важной группой заемщиков на этом рынке являются государства и их региональные образования. Среди региональных образований ведущую позицию на рынке еврооблигаций занимают провинции Канады и Бразилии, итальянские регионы и немецкие земли.

В число крупных участников рынка входит Международный банк реконструкции и развития, Международная финансовая корпорация и другие наднациональные организации, которые зачастую выступают посредником в получении еврооблигационных займов странами с высоким уровнем риска, в частности странами Латинской Америки.

К заимствованию на рынке еврооблигаций прибегают государственные или полугосударственные агентства (например, Федеральная национальная ипотечная ассоциация, Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредита). Эти организации имеют прямую или косвенную гарантию государства по возврату долга. Кроме того, заемщиками на данном рынке выступают пенсионные фонды, страховые компании. На их долю приходится, по некоторым оценкам, до 20 % инвестиционных ресурсов [6].

11.2. Классификация еврооблигаций

Рынок еврооблигаций обладает широким спектром используемых инструментов, которые можно **классифицировать по различным критериям:**

1) *по способу выплаты дохода:*

- облигации с фиксированной ставкой;
- облигации с плавающей ставкой (как правило, среднесрочные);
- облигации с нулевым купоном;
- «вечные» облигации (без срока погашения). В Швеции, например, выпущены облигации с погашением в 2024 г. (40 лет). Китай эмитировал в 1996 г. выпуск облигаций сроком на 100 лет;

2) *по способу погашения:*

- облигации с опционом на покупку (эмитент имеет право на досрочное погашение в установленные сроки);
- облигации с опционом на продажу (инвестор имеет право досрочно предъявить облигации к погашению, но также в установленные сроки);
- облигации с опционом на покупку и на продажу (и у эмитента, и у инвестора существует право на досрочное погашение);
- облигации без права досрочного отзыва эмитентом (погашаются полностью в момент истечения срока погашения);

3) *по валюте заимствования:*

- моновалютные заимствования — эмиссия облигаций осуществляемая в определенной валюте;
- двойная валютная деноминация (номинал выражен в одной валюте, а процентные выплаты — в другой);

4) *по конвертируемости:*

- конвертируемые облигации;
- обычные облигации.

Конвертируемые облигации — это долговые корпоративные ценные бумаги, которые обеспечивают их владельцам право (но не обязательство) обменять данные облигации в течение за-

ранее установленного времени на фиксированное количество ценных бумаг этого же эмитента. Как правило, конвертация осуществляется в обыкновенные или привилегированные акции. В решении о выпуске эмитент конвертируемых облигаций помимо традиционных атрибутов облигаций (номинал, срок погашения, величина купонной суммы и порядок ее выплаты) должен указать следующие обязательные атрибуты:

1) тип ценной бумаги, в которую будет конвертироваться облигация;

2) длительность конверсионного периода;

3) цену конвертации, т. е. цену, по которой акции будут обмениваться. Она может быть постоянной в течение всего конверсионного периода, может увеличиваться через определенные интервалы. Цена конвертации — это условная величина, которая не подлежит оплате в денежной форме;

4) дополнительные процедурные характеристики:

- способ получения части акций в ходе конвертации;
- место проведения конвертации;
- способ учета накопленной купонной суммы при конвертации;

5) способы защиты прав обладателя облигации при дроблении акций, выплате дивидендов в виде акций, выпуске других конвертируемых ценных бумаг, слиянии или поглощении эмитента облигации.

Поскольку владелец конвертируемой облигации имеет право хранить ее до погашения и получать положенные купонные выплаты, а может и конвертировать ее в удобное время, то конвертируемую облигацию можно рассматривать как композицию двух ценных бумаг:

1) обычной купонной облигации;

2) определенного количества опционов на покупку акций эмитента.

Так как владелец конвертируемой облигации имеет привилегию — право на конвертацию, то, как правило, купонные выплаты по конвертируемым облигациям ниже, чем по обычным

купонным (с таким же сроком погашения и уровнем риска) облигациям.

Наряду с еврооблигациями на международном рынке долговых обязательств обращаются:

1) *еврокоммерческие бумаги* — необеспеченные простые векселя, которые выпускаются сроком до 270 дней компаниями, репутация которых на рынке не вызывает сомнений;

2) *евроноты* — именные ценные бумаги, которые выпускаются странами с развитой рыночной экономикой на короткий срок (1, 3, 6 месяцев) с обязательным формированием обеспечения, гарантом которого выступают специализированные инвестиционные синдикаты;

3) *евробонды* — предъявительские ценные бумаги, депонированные в депозитарии при торговых системах. Размещаются в основном в развивающихся странах без резервирования обеспечения.

Как правило, проценты по еврооблигациям выплачиваются раз в год. Ежеквартальная выплата процентов присуща только среднесрочным облигациям с плавающей процентной ставкой, которая объявляется в начале купонного периода и фиксируется как надбавка к ставке LIBOR¹. По облигациям с двойной номинацией основная сумма долга выплачивается в одной валюте, а процентов — в другой. Также эмитируются облигации, по которым проценты выплачиваются вначале в одной валюте, а затем — в другой.

¹ **Ставка LIBOR** (англ. London Interbank Offered Rate, LIBOR) — средневзвешенная процентная ставка по межбанковским кредитам, предоставляемым банками, выступающими на лондонском межбанковском рынке с предложением средств в разных валютах и на разные сроки (от одного дня до 12 месяцев). Это признанный во всем мире индикатор стоимости финансовых ресурсов. По этой ставке крупнейшие банки мира готовы выдавать другим крупным банкам кредиты на Лондонской межбанковской бирже.

11.3. Порядок выпуска и размещения еврооблигаций

Выпуск еврооблигаций осуществляется в соответствии с комплексной программой, которая содержит ряд необходимых мероприятий, и прежде всего подготовку документов для эмиссии еврооблигаций. **К документам по эмиссии еврооблигаций** относятся:

- проспект эмиссии;
- соглашение о подписке;
- соглашение о финансовом агенте или доверительный договор;
- соглашение между менеджерами;
- подтверждение аудитора;
- юридическое заключение.

Проспект эмиссии готовится, если этого требует законодательство эмитента и фондовая биржа для прохождения листинга. Обычно листинг получают на Лондонской или Люксембургской фондовой бирже.

Соглашение о подписке заключается между эмитентом и менеджером займа. Эмитент при выпуске облигаций выбирает ведущего *менеджера или лид-менеджера*, который согласовывает необходимые условия для эмиссии ценных бумаг. Лид-менеджер подбирает менеджеров еврооблигационного займа, которые, как правило, входят в Международную ассоциацию участников первичного рынка. Менеджеры займа выполняют функции и андеррайтера, и агента по размещению еврооблигаций. В соглашении о подписке обозначены условия андеррайтинга, обязательства, гарантии о размещении и тому подобная информация [6].

Соглашение о финансовом агенте предусматривает поддержание интересов эмитента. Когда же заключается доверительный договор, то доверенное лицо выступает на стороне инвесторов и защищает их интересы. Платежным агентом выступает банк, уполномоченный эмитентом выплачивать проценты, а также осуществлять окончательное погашение.

В соглашении между менеджерами предусматривается приглашение на участие в подписке.

Подтверждение аудита требуется обычно при эмиссии корпоративных еврооблигаций. Аудитором выступает зарекомендовавшая себя на рынке компания с положительным имиджем.

Юридическое заключение готовится юридической компанией или консультантом. Юридические консультанты подтверждают соответствие учредительских документов национальному законодательству, а также законодательству потенциальных инвесторов. Они оказывают помощь в составлении договоров с аудиторами, финансовыми агентами и биржей, а также могут помочь и в выборе схемы размещения еврооблигаций.

Большую роль играют так называемые «роуд-шоу», или презентации. Для проведения выпускается специальный буклет или информационный меморандум, содержащий сведения об объеме и схеме эмиссии еврооблигаций, информацию о стране заемщика, развернутые сведения о компании-эмитенте. Презентация проводится в финансовых центрах, куда приглашаются заинтересованные лица.

Размещение еврооблигаций проходит в разных формах:

- открытая подписка;
- частное размещение;
- аукцион;
- «купленная сделка»;
- предложение по фиксированной цене.

Открытая подписка предполагает распространение еврооблигаций среди неограниченного круга инвесторов, как правило, через синдикат. Зарегистрированный синдикат или консорциум предлагает потенциальным инвесторам направлять свои заявки на приобретение облигаций в установленные сроки. По истечении этих сроков определяется количество ценных бумаг, требующихся инвесторам, и осуществляется размещение в соответствии с заявками. Проспект эмиссии содержит информацию о заемщике, его истории, заключение аудитора, условия размещения облигаций (цена, ставка, срок обращения).

Период подписки продолжается 7–10 дней. Данный период способствует определению окончательной цены размещения и характеризуется наличием так называемого «серого рынка», который возник в 1977 г. Участники такого рынка заключают форвардные сделки с инвесторами и спекулянтами в ожидании выпуска еврооблигаций. «Серый рынок» является легальным, информацию о ценах на данном рынке можно получить из разных источников, в том числе через систему Reuters. В этот же период лид-менеджер проводит встречи с членами синдиката, определяет цену подписки и спрэд.

Частное размещение предусматривает распространение еврооблигаций среди незначительного числа инвесторов, зачастую среди институциональных инвесторов. Допускается приобретение еврооблигаций даже одним частным инвестором. При такой схеме размещения не предусматривается привлечение инвестиционных компаний.

Аукцион — способ размещения еврооблигаций, при котором эмитент объявляет срок и купонную ставку и предлагает заинтересованным лицам направлять свои заявки. Инвесторы же в своих предложениях указывают количество облигаций и проценты от номинала. Эмитент размещает свои облигации среди инвесторов, начиная с самой высокой цены. В аукционном размещении принимают участие и банки, которые предлагают перепродать приобретенные ценные бумаги с выгодой. Аукционное распространение еврооблигаций приводит к снижению издержек, так как при этом нет необходимости оплачивать услуги менеджеров. К аукционной схеме размещения прибегают наиболее известные, зарекомендовавшие себя на рынке, заемщики.

В последние годы внедряется практика так называемых «**купленных сделок**», или «полного выкупа». В США такой метод используется с 1991 г. В этом случае лид-менеджер, как правило, крупный инвестиционный банк, приобретает все ценные бумаги у эмитента на установленных условиях до объявления о выпуске и формирования синдиката. Другими словами, инвестиционный банк гарантирует приобретение еврооблигаций по

фиксированной цене. Также он может предложить еврооблигации другим инвестиционным банкам, чтобы снизить риск.

При такой схеме размещения уменьшается роль андеррайтеров. Но при этом, с одной стороны, возрастает риск, поскольку отсутствует период подписки, в течение которого выявляется спрос на облигации; с другой стороны, общий риск может уменьшаться, поскольку период поступления облигаций на рынок сокращается, что также способствует снижению риска, связанного с изменением процентных ставок на рынке капиталов.

Предложение по фиксированной цене предусматривает заключение контракта, в котором оговаривается обязательство не снижать общую величину комиссионных путем уменьшения комиссионных на продажу. Подобная схема была использована впервые в конце 80-х годов XX в. при размещении еврооблигаций Международного банка реконструкции и развития. Также данный метод характерен для размещения еврооблигаций на внутреннем рынке США.

11.4. Оценка инвестиционной привлекательности еврооблигаций

Для оценки состояния рынка еврооблигаций используются **рыночные индексы**. Обычно публикуются индексы общей доходности, что позволяет проводить сравнение сегментов облигационного рынка. Расчеты индексов облигаций осуществляются такими инвестиционными банками, как J.P. Morgan, Salomon & Smith Barney, Barclays Capital и др. Они рассчитывают индексы облигаций правительств стран Европы. За базу рассчитываемого индекса (100 пунктов) берется его значение на 31 декабря 1997 г. Это позволяет выяснить, насколько изменилась стоимость облигаций за период с 1997 г., а также за день, месяц или год. Указывается и рыночная стоимость. Публикуются также индексы корпоративных облигаций и индексы облигаций высокой доходности в мировом масштабе и по регионам. Это дает возможность принимать эффективные инвестиционные решения [6].

При выпуске еврооблигаций большую роль играет рейтинг. **Рейтинг** представляет собой мнение о способности и юридической обязанности эмитента производить своевременные выплаты по основной части и процентам по ценным бумагам долгового характера. Цель рейтинга заключается в том, чтобы ранжировать в рамках единой последовательной системы относительные уровни риска долговых обязательств и их эмитентов. По рейтингу можно судить о возможности эмитента получать достаточные доходы в будущем. Основными рейтинговыми агентствами, чей результат является общепризнанным для кредиторов, являются *Moody's*, *Standard&Poor's* и *The Fitch IBCA*.

Процесс составления рейтинга включает несколько стадий:

1) *анализ экономической ситуации в стране и состояния компании*. Эта стадия предполагает тщательное изучение политической, экономической и социальной среды в стране нахождения эмитента. Затем исследуется отрасль, которую представляет компания-эмитент. Конечной целью анализа является оценка способности компании реагировать на ее изменение в будущем. При этом ключевыми факторами являются:

- доля рынка и положение среди конкурентов;
- структура затрат и капиталоемкость;
- финансовая гибкость;
- качество менеджмента;
- стратегическое управление;

2) *встречу представителей агентства с руководством компании* для информирования о принципах, политике и процедуре рейтингования, получении необходимых сведений для адекватного рейтингования. Кроме того, предполагается формальная встреча в штаб-квартире компании, претендующей на рейтинг, где основными вопросами для обсуждения являются:

- общие сведения и история компании;
- корпоративная стратегия;
- блок текущих вопросов;
- финансовое управление и политика в области финансовой отчетности;

- планирование инвестиций и возможное приобретение других компаний;

3) *принятие рейтингового решения.* Окончательное решение по рейтингу принимается рейтинговым комитетом в Нью-Йорке и занимает, как правило, от трех до четырех недель. В состав комитета входит более четырех человек, включая директора по рейтингам и ведущего специалиста по отрасли, представляемой рейтингуемой компанией. На заседании комитета присутствуют представители зарубежных офисов агентства;

4) *сообщение рейтинга.* После принятия решения агентство сообщает руководству компании о присвоенном рейтинге с необходимым обоснованием. Затем рейтинг представляют всем заинтересованным инвесторам через пресс-релизы, рассылаемые в ведущие финансовые издания мира и через собственные публикации. Как правило, агентство имеет свои страницы на терминалах ведущих информационных компаний;

5) *мониторинг рейтинга.* Рейтинговые агентства берут на себя ответственность перед инвесторами обеспечивать точность рейтинга на протяжении всего срока жизни финансового инструмента. В связи с этим проводится соответствующий мониторинг для получения постоянного потока информации об эмитенте.

Рейтинги публикуются также инвестиционными банками и специалистами фондового рынка.

В рейтингах агентств облигации по степени риска их эмитентов делятся на классы. Классы рейтинга, например, агентства Moody's имеют следующие обозначения по уменьшающейся степени надежности: Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca, C. Для классов с Aa до B включительно дополнительно используются цифры 1, 2 и 3. При этом цифра 1 (например, B1) означает более высокий рейтинг, чем цифра 2 (B2), а цифра 3 (B3) показывает самый низкий рейтинг в данном классе.

Классы рейтинга агентства Standard & Poor's имеют следующие обозначения по уменьшающейся степени надежности: AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D. Для классов от AA до B включительно могут использоваться символы «+» и «-» для обозначения положения в данном классе («+» означает более

высокий рейтинг, чем «-»). Класс D означает возможность дефолта (отказа платить по обязательствам) по основному долгу и (или) процентам [26].

По уровню риска выделяют *инвестиционные и спекулятивные рейтинги*.

Рейтинги влияют на принятие инвестиционных решений инвесторов, их вложений в новые выпуски облигаций. Они оказывают воздействие и на рыночные курсы ранее эмитированных облигаций. В некоторых странах правительство использует рейтинги для регулирования отдельных сегментов рынка долговых обязательств. В США, например, не разрешается предприятиям осуществлять инвестиции в ценные бумаги спекулятивного характера.

Для выхода на рынок коммерческих бумаг заемщики должны иметь инвестиционный кредитный рейтинг.

Лекция 12

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ.

ХАРАКТЕРИСТИКА МЕЖДУНАРОДНОГО РЫНКА ПРОИЗВОДНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

- 12.1. Регулирование международного рынка производных ценных бумаг.
- 12.2. Форвардные и фьючерсные контракты.
- 12.3. Международный рынок опционов.
- 12.4. Кредитные деривативы.

Базовые понятия: производные ценные бумаги, государственное регулирование (либерализация, унификация), форвардный и фьючерсный контракты, опционный контракт, опцион эмитента, колл-опцион, пут-опцион, опционы на покупку и на продажу, валютные опционы, кредитные деривативы.

12.1. Регулирование международного рынка производных ценных бумаг

Международный рынок производных инструментов (деривативов, «срочных» контрактов) является неотъемлемой частью глобального финансового рынка. Этот рынок существует более 150 лет, но особенно высокими темпами он стал развиваться с начала 70-х годов XX в. после либерализации мировой финансовой системы и перехода к плавающим валютным курсам. Фактически в 70–90-е годы XX в. был создан новый сектор рынка — финансовые и фондовые деривативы. Появился весьма специфический сегмент рынка, где объектом торговли являются кредитные риски, и соответственно возник новый инструмент — кредитные деривативы. Развитие рынка производных ценных бумаг происходит в условиях усиления конкуренции биржевого и вне-

биржевого секторов торговли, значительной волатильности цен на рынках базовых активов [13].

Основные тенденции на рынке деривативов проявляются в следующем:

- глобализация рынков, обуславливающая резкое обострение конкуренции и изменение структуры проведения торгов ценными бумагами;
- существенный рост рынков и объемов торгов на них;
- расширение спектра производных инструментов и изменение их относительной роли, а также существенное расширение состава участников;
- либерализация регулирования;
- применение передовых технологий и переход к системам электронной торговли.

Производные ценные бумаги — это финансовые инструменты, цена которых определяется стоимостью других средств, называемых базовыми (основными), сделки с которыми фиксируют производные ценные бумаги.

Очень часто в качестве базовых средств для производных ценных бумаг используются обыкновенные акции. Кроме акций базовыми средствами могут быть товары, валюта, процентная ставка, индексы, долговые обязательства. Как правило, цена производной ценной бумаги составляет лишь часть цены базовой ценной бумаги, что позволяет инвестору получать от производных ценных бумаг значительную доходность. Но надо иметь в виду, что инвестирование в производные ценные бумаги относится к высокорисковым способам инвестирования.

Государственное регулирование рынков деривативов является неотъемлемым элементом поддержания их стабильности и обеспечения дальнейшего развития. Превалирующей тенденцией в области государственного регулирования рынков производных ценных бумаг является *либерализация*, которая состоит в переходе от государственного контроля и управления к надзору, в передаче все большей части регулирующих функций бир-

жам, создании благоприятных условий для развития национальных бирж и повышения их конкурентоспособности на международном рынке.

Важнейшим направлением развития государственного регулирования рынков деривативов является его **унификация** на международном уровне, осуществляемая при непосредственном и активном участии *Международной организации регулирующих комиссий (IOSCO)*.

Кроме того, деятельность на отдельных сегментах рынка производных ценных бумаг регулируется соответствующими специализированными организациями. Так, например, большую роль в регулировании рынка опционов играет Орган ценовой отчетности по опционам (The Options Price Reporting Authority — OPRA). В структуре OPRA два подразделения. Основное подразделение занимается оценкой и предоставлением информации, касающейся всех опционов на акции и индексы. Сферой деятельности второго подразделения является сбор и анализ информации исключительно по опционам на иностранную валюту [26].

Важную роль в регулировании рынка опционов США играет Опционная клиринговая корпорация (The Options Clearing Corporation (OCC)). Она была основана в 1973 г. и в настоящее время является самой крупной в мире клиринговой организацией по дериватам на акции, обеспечивающей стабильность и финансовую целостность на рынках опционов, снижение рисков торговли, выступая при этом гарантом исполнения контрактных обязательств. OCC проводит клиринг пут- и колл-опционов на акции, индексы акций, валюты, процентные ставки и фьючерсы на акции.

С конца 1980-х гг. внебиржевой рынок производных ценных бумаг регулируется также международными ассоциациями, в частности, *Международной Ассоциацией дилеров свопов (International Swap Dealers Association)*, позже переименованной в *Международную Ассоциацию свопов и деривативов (International Swaps and Derivatives Association (ISDA))*. С ней работают 450 участников из 37 стран на пяти континентах. Штаб-квартира организации находится в Нью-Йорке и имеет отделения в Лондоне, Токио и Сингапуре.

Данная Ассоциация разработала Кодекс Стандартов работы на рынке свопов (Code of Standard Working Assumptions and Provisions for Swaps). Затем последовали дополнительные соглашения и документация по опционам, товарным сделкам, кредитным деривативам, деривативам на акции, валютным деривативам. Правительства приняли документацию ISDA как стандартную для данной сферы деятельности. Помимо ISDA в регулировании рынка производных ценных бумаг участвует Ассоциация торговцев на развивающихся рынках (The Emerging Markets Traders Association (EMTA)). Для управления рисками при сделках с производными ценными бумагами группа ассоциаций подписала Межстороннее Сводное Соглашение (Cross-Party Master Agreement) в 2000 г.¹

12.2. Форвардные и фьючерсные контракты

Одним из важных сегментов международного рынка производных ценных бумаг является рынок, где проводятся форвардные и фьючерсные операции.

Под *форвардным контрактом* понимается заключенное в определенный момент времени (например, 10 марта 2011 г.) вне биржи соглашение между двумя сторонами — покупателем и продавцом. При этом согласно данному соглашению продавец обязуется доставить покупателю определенный товар (предположим, 20 тонн пшеницы) в определенное время и место (например, 10 июня 2011 г. на склад фирмы) по заранее обусловленной в момент совершения сделки цене. Согласно форвардному контракту, и продавец, и покупатель обязан совершить сделку, т. е. продавец — доставить 20 тонн пшеницы, а покупатель — купить её. Таким образом, можно дать следующее определение понятию форвардного контракта.

¹ The Bond Market Association, the British Bankers Association, EMTA, the Foreign Exchange Committee, the International Primary Market Association, ISDA, the Japan Securities Dealers Association, the London Investment Banking Association.

Форвардный контракт — это соглашение между двумя лицами о будущей сделке по будущей (форвардной) цене, определяемой обеими сторонами в момент совершения сделки. Этот контракт не предусматривает начального перевода денег.

Форвардные контракты решают *две главные задачи*:

1) защищают и покупателя, и продавца от возможных колебаний цены товара. Действительно, заключив сделку 10 марта о покупке пшеницы 10 июня по контрактной форвардной цене, покупатель страхуется от возможного повышения цены товара, а продавец — от ее понижения;

2) гарантирует совершение сделки (продавец не боится, что пшеница останется невостребованной, а покупатель уверен, что товар будет доставлен ему вовремя).

Фьючерсный контракт также как и форвардный является соглашением, но со своими особенностями.

Фьючерсный контракт — это соглашение между двумя частными лицами (покупателем и продавцом) на доставку определенного товара в заранее оговоренное время по обусловленной цене, при этом фьючерсным сделкам присущи следующие особенности, которые и являются основным отличием от форвардных контрактов:

- стандартизованность контракта с точки зрения спецификации — типа, количества и качества товара, даты поставки товара;
- совершение сделок на специально предназначенных для этого биржах, ассоциативным членом которых являются клиринговые палаты, предоставляющие обеим сторонам фьючерсной сделки гарантии ее совершения;
- использование маржи при совершении сделки;
- возможность перепродажи фьючерсного контракта другому инвестору;
- регулирование торговли фьючерсами специальными органами.

Названные особенности делают фьючерс финансовым инструментом, сделки с которым могут совершаться непрерывно за время действия фьючерса, что позволяет считать проводимые с фьючерсами операции во многом похожими на сделки с акциями: и те, и другие осуществляются на биржах; клиенты при этом пользуются практически аналогичными видами поручений; операции на самой бирже проводят только ее члены и др.

Однако имеются и принципиальные отличия между фьючерсными сделками и операциями с акциями:

- покупка акций означает непосредственное приобретение их в собственность, тогда как покупая фьючерс, его владелец не становится владельцем основного средства, на которое заключена фьючерсная сделка, вплоть до окончания срока контракта, когда средство будет доставлено продавцом фьючерсного контракта его покупателю;

- фьючерсные контракты требуют более значительных сумм заемных средств. При покупке акций первоначальная маржа значительно выше (более 50 % стоимости приобретаемой акции), тогда как при покупке фьючерсного контракта такая маржа не превышает 20 % суммы сделки;

- цены акций могут изменяться вне всяких ограничений. Сделки с фьючерсами обязательно предусматривают лимиты, в пределах которых допускается изменение цен контрактов. Если этот уровень будет превышен, сделки прекращаются;

- нет никаких ограничений в короткой продаже фьючерсов, тогда как для акций запрещается короткая продажа в случае тенденции к снижению их цены;

- фьючерсные сделки намного проще, так как отсутствуют дивидендные выплаты, консолидация и дробление фьючерсов;

- при сделках с акциями допускаются «некруглые лоты», т. е. не равные 100 акциям. Фьючерсные контракты совершаются только на стандартные лоты;

- фьючерсные контракты действуют в течение нескольких месяцев, реже 1–2 лет, тогда как время действия акций практически не ограничено;

- как и в случае опционной торговли, фьючерсные контракты предполагают конкретные месяцы окончания контракта. Сроки действия фьючерсных контрактов и месяцы их окончания различны для разных типов основных средств. Для акций сроков их окончания не вводится.

Различают следующие **виды фьючерсов**:

- 1) фьючерсы на фондовые индексы;
- 2) процентные фьючерсы;
- 3) валютные фьючерсы;
- 4) товарные фьючерсы.

Фьючерсы на фондовые индексы — это стандартизированный контракт между участниками сделки, по которому продавец фьючерса соглашается поставить покупателю фьючерса в определенную дату поставки фиксированное количество (размер контракта) фондовых индексов по согласованной фьючерсной цене (оговаривается в момент заключения сделки) с оплатой в момент исполнения фьючерса. Основной чертой такого фьючерса является то, что базовый актив не является поставляемым, т. е. по ним устанавливается процедура наличных расчетов. В связи с этим биржа устанавливает объем контракта (например, 10 USD за пункт индекса), размер тика¹ (например, один пункт индекса), стоимость тика (положим, 10 USD).

Процентные фьючерсы обычно представляют собой фьючерсные контракты на облигации. Владелец такого фьючерса берет на себя обязательство купить облигацию в установленный день по оговоренной цене, а продавец контракта обязуется ее продать. Самыми популярными процентными фьючерсами являются фьючерсы на казначейские облигации (T-bonds), торгуемые в Чикагской торговой палате. Это контракт на поставку 20-летних правительственных облигаций с 6-процентной купонной выплатой.

Валютные фьючерсы — это стандартизированный контракт, по которому продавец фьючерса обязуется поставить его покупателю в дату исполнения фиксированную сумму (размер контракта) определенной валюты (базовый актив) по согласо-

¹ Тик — это минимальный размер изменения биржевой котировки.

ванной цене исполнения. Иными словами, валютный фьючерсный контракт — это контракт на курс обмена двух валют.

Товарные фьючерсы заключаются на следующие виды товаров:

а) соевые бобы, кукурузу, соевую муку и соевое масло, пшеницу, сахар, живой скот, постную свинину (сельскохозяйственные фьючерсы);

б) сырую нефть, мазут, бензин (энергетические фьючерсы);

в) золото, серебро, платину (фьючерсы на драгоценные металлы);

г) алюминий, медь, цинк, свинец, никель, олово — фьючерсы на промышленные металлы.

Основные принципы совершения фьючерсных сделок состоят в следующем:

1) цена товара должна колебаться в обе стороны (т. е. быть волатильной — изменчивой). Это требование имеет принципиальное значение, поскольку каждая фьючерсная сделка подразумевает участие двух сторон, из которых одна обязательно рассчитывает на рост цены основного товара в будущем, а другая — на его понижение. Если цена товара слабо изменяется или имеет тенденцию только к росту (либо понижению), то трудно найти партнеров для фьючерсной сделки;

2) должны обеспечиваться конкурентные условия рынка основного товара с большим количеством покупателей и продавцов. К фьючерсным торгам не допускаются товары с высоким уровнем монополизации отрасли, позволяющим производителю воздействовать в значительной степени на цену товара. Должен отсутствовать и государственный контроль цен этого товара. В этой связи проводятся, например, фьючерсные торги на золото и серебро, но не бриллианты, торговля которыми практически полностью контролируется компанией «Де Бирс»;

3) необходим значительный наличный (спот) рынок товара с широко доступной информацией. В конечном итоге, если нет широкого наличного рынка товара (т. е. отсутствуют предложение товара и спрос на него), то нет смысла заключать на него фьючерсную сделку;

4) товар должен состоять из гомогенных (идентичных) составных частей, когда каждая часть товара может быть продана как сам товар. С этой точки зрения облигации корпораций не могут быть предметом фьючерсных сделок, так как слишком разный у них риск, а вот сделки с государственными ценными бумагами широко распространены.

Важнейшим принципом при совершении фьючерсных сделок является *стандартизация*. Фьючерсный рынок каждого товара предполагает свои стандарты сделок, где должны быть закреплены следующие характеристики:

- количество товара, которое должно быть поставлено продавцом одного фьючерса;
- качество товара;
- срок окончания фьючерса, то есть когда товар должен быть доставлен покупателю;
- последний день месяца окончания фьючерсного контракта, когда продавец обязан поставить товар покупателю;
- минимальные учитываемые отклонения цены;
- предел изменения цены товара в течение одного дня торгов;
- требуемая маржа;
- часы совершения сделок с фьючерсными контрактами;
- последний день фьючерсных торгов в месяц окончания фьючерсного контракта.

К важнейшим фьючерсным рынкам относятся [26]:

1) *США* — Чикагская торговая палата (Chicago Board of Trade — СВТ, или СВОТ); Чикагская торговая биржа (Chicago Mercantile Exchange — СМЕ); Международный валютный рынок (International Monetary Market — ИММ); Нью-Йоркская торговая биржа (New York Mercantile Exchange — NYMEX); Нью-Йоркская торговая палата (New York Board of Trade — NYBOT);

2) *Германия и Швейцария* — Eurex;

3) *Великобритания* — Международная нефтяная биржа в Лондоне (International Petroleum Exchange in London — IPE); Международная биржа финансовых фьючерсов (London Interna-

tional Financial futures Exchange — LIFFE); Лондонская биржа металлов (London Metal Exchange — IME);

4) **Франция** — французская фьючерсная биржа (MATIF);

5) **Япония** — Токийская товарная биржа (Tokyo Commodity Exchange — TCE); Токийская фондовая биржа (Tokyo Stock Exchange — TSE); Международная биржа финансовых фьючерсов (Tokyo International Financial Foreign Exchange — TIFFE).

12.3. Международный рынок опционов

В настоящее же время сделки с опционами (опционные контракты) получили широкое распространение во многих странах и достигают огромных объемов.

Оptionный контракт представляет собой сделку, в которой одна сторона (продавец опциона) продает другой стороне (покупателю опциона) право либо на покупку какого-то базового средства (товара, ценной бумаги и др.) либо на его продажу по фиксированной в момент совершения сделки цене.

Существуют различные виды опционов, которые можно классифицировать по следующим признакам:

- 1) по характеру эмиссии:
 - опционы эмитента;
 - простые опционы;
- 2) по виду права, получаемого владельцем опциона:
 - опцион на покупку;
 - опцион на продажу;
- 3) по временным характеристикам:
 - европейский опцион;
 - американский опцион;
- 4) по типу базового актива:
 - опционы на акции;
 - опционы на индексы;
 - опционы на фьючерсы;

- валютные опционы.

Опцион эмитента — это именная эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в предусмотренный в ней срок и/или при наступлении указанных в ней обстоятельств определенного количества акций эмитента такого опциона по цене исполнения, определенной в опционе эмитента.

Опционы эмитента имеют ряд отличий от простых опционов.

Во-первых, опционы эмитента обычно выпускаются (продаются) каким-то акционерным обществом; в момент исполнения опциона эмитента это общество обязано продать основную акцию. Операции с простыми опционами производятся частными инвесторами, и все обязательства возлагаются на частных инвесторов, а не на фирмы.

Во-вторых, простые опционы имеют меньший срок действия, чем опционы эмитента: как правило, срок реализации до 9 месяцев.

В-третьих, в отличие от корпораций, выпускающих опционы эмитента с установленным сроком исполнения и единственной ценой исполнения, индивидуальные инвесторы на рынке опционов могут устанавливать множество цен и сроков исполнения.

Важным классифицирующим признаком опционов является право, получаемое владельцем опциона. По этому праву опционы делятся на два вида: опцион на покупку (call-option) и опцион на продажу (put-option). В российской экономической литературе эти виды опционов часто именуется по их английскому написанию: колл-опционы и пут-опционы. В любой опционной сделке участвуют две стороны – покупатель опциона и его продавец, и для раскрытия сути операций с опционами необходимо понимать права и обязанности этих участников сделки. Для простоты изложения материала, будем полагать, что базовыми средствами опционов выступают обыкновенные акции.

Опцион на покупку — ценная бумага, предоставляющая ее владельцу право купить определенное количество какой-либо базовой акции в заранее установленную дату. При этом в момент совершения опционной сделки оговаривается цена будущей покупки — так называемая цена исполнения (цена «страйк») оп-

циона. Для обыкновенных акций опцион на покупку обычно дает право купить 100 оговоренных в опционе акций.

Основной инвестиционной характеристикой опционов является наличие у покупателя опциона на покупку права (но не обязательства) купить обусловленное количество базовых акций по цене исполнения. Инвестор же, продавший опцион на покупку, обязан продать указанные в опционе ценные бумаги по цене исполнения (в случае исполнения опциона инвестором, купившим данный опцион).

Из приведенного определения видно, что позиции участников опционной сделки неравноценны: владелец опциона на покупку имеет право купить базовую ценную бумагу по цене исполнения, но не обязан делать это, а продавец опциона обязан продать базовое средство в любом случае при исполнении опциона его владельцем. В связи с этим, чтобы побудить потенциального продавца опциона заключить опционную сделку покупатель опциона должен заплатить ему определенную сумму денег, называемую опционной премией.

Владелец опциона на покупку играет на повышение цены базового средства.

Пример

Предположим, что согласно заключенной сделке покупатель опциона на покупку имеет право в течение ближайших шести месяцев купить у продавца опциона акцию компании «А» по цене исполнения 25 руб. В момент заключения сделки покупатель опциона выплатил его продавцу опционную премию 4 руб.

Пусть через некоторое время рыночная цена базовой акции возрастает до 32 руб. В этих условиях владелец опциона может принять решение о его исполнении: он обяжет продавца опциона продать ему базовую акцию по установленной цене исполнения 25 руб., затем сразу же продаст ее по рыночной цене 32 руб. и получит выручку 7 руб.

С учетом опционной премии чистая прибыль владельца опциона на покупку составит 3 руб., что с учетом инвестиционных затрат (опционной премии) в 4 руб. означает доходность 75 %.

Поскольку рыночная цена базовой акции теоретически не ограничена, то владелец опциона на покупку может получать высокие величины доходности.

Что касается продавца опциона на покупку, то его стратегия прямо противоположна: он играет на понижение цены базового средства: если в течение срока действия опциона (предусмотренных в примере шести месяцев) рыночная цена акции не превысит цены исполнения (в примере 25 руб.), то владельцу опциона будет нецелесообразно реализовывать опцион. Тогда полученная продавцом опциона в момент совершения сделки опционная премия станет его чистой прибылью.

Опцион на продажу — это ценная бумага, дающая его владельцу право продать определенное количество базовой акции по оговоренной цене в течение установленного промежутка времени. Инвестор, купивший опцион на продажу, имеет право, но не обязательство, продать ценные бумаги согласно условиям опциона. Инвестор, продавший опцион на продажу, также получает за это опционную премию и обязан купить ценные бумаги по цене исполнения. При совершении сделки с опционами на продажу позиции покупателя и продавца опциона меняются: покупатель опциона на продажу играет на понижение, а продавец — на повышение стоимости базового средства.

При классификации опционов следует учитывать их временные характеристики. Каждый опцион имеет две временные характеристики:

1) *срок действия опциона* — промежуток времени, в течение которого опцион имеет силу и существует как ценная бумага. По окончании данного срока опцион перестает существовать как финансовое средство;

2) *дата исполнения опциона* — дата, когда владелец опциона принимает решение об его исполнении.

Соотношение сроков действия опциона и исполнения опциона позволяет разделить все опционы на два типа:

1) если эти сроки совпадают, т. е. опцион может быть реализован только в день его окончания, то такая ценная бумага называется **европейским опционом**;

2) если же опцион может быть реализован в любой день до окончания срока действия, то такая ценная бумага называется **американским опционом**.

Подобное деление опционов не связано с географическим признаком.

Опционы можно классифицировать по типу базового актива.

Опционы на акции дают их владельцам право (без обязательства) купить (для опциона на покупку) или продать (опцион на продажу) базовую акцию в определенную дату по заранее установленной цене исполнения.

Обычно биржи устанавливают несколько цен исполнения для опционов на одну и ту же базовую акцию. Котировка опционов указывается на единицу базового актива (то есть, на одну акцию). Поскольку обычный размер опционного контракта составляет 100 акций, то цена исполнения опциона будет в 100 раз выше котировочной цены.

Опционы на индексы дают их владельцам право (без обязательства) приобрести (колл-опцион) или продать (пут-опцион) базовый актив (индекс) в определенную дату по установленной цене исполнения. Так как индекс не может быть физически поставлен (это условная величина), то при исполнении опционов происходит денежный расчет, что принципиально отличает этот опцион от опционов на акции, где происходит поставка акций. Владелец опциона на индекс получит от сделки сумму, равную разнице между рыночной величиной индекса в момент исполнения опциона и ценой исполнения опциона, умноженной на величину контракта.

Опционы на фьючерсы очень похожи на опционы на акции, за тем исключением, что владелец опциона приобретает право купить или продать фьючерс на базовое средство, а не само средство. Популярность таких опционов обусловлена тем, что значительно проще при исполнении опциона поставить фьючерсный контракт на базовый актив, чем сам актив.

Опционы на фьючерсы имеют ряд специфических черт:

1) исполнение опциона приводит к открытию длинной фьючерсной позиции (для покупателя колл-опциона или продавца

пут-опциона) или короткой фьючерсной позиции (для продавца колл-опциона и покупателя пут-опциона). Иными словами, покупатель колл-опциона на фьючерс на Индекс Российской торговой системы (Индекс РТС) имеет право купить фьючерс и открыть длинную позицию по фьючерсному контракту на Индекс РТС по цене исполнения опциона. С другой стороны, продавец колл-опциона на фьючерс на Индекс РТС обязывается продать фьючерсный контракт на Индекс РТС по цене страйк-опциона, т. е. занять короткую фьючерсную позицию;

2) обычно опционы на фьючерсы являются американскими.

Ниже приведена спецификация опционного контракта на фьючерс на Индекс РТС [6]:

Тип опциона	Call и Put
Вид	Американский
Месяц исполнения	Март, июнь, сентябрь, декабрь
Последний срок действия	Закрытие торговой сессии в последний торговый день по базовому фьючерсу
Базовый актив	Один фьючерс на Индекс РТС
Исполнение	При исполнении одного опциона фиксируется сделка купли-продажи одного фьючерсного контракта, лежащего в качестве базового актива опциона, по цене равной цене исполнения опциона. Покупатели могут потребовать исполнения в любой день в течение срока действия опциона. По окончании торгов в последний день срока действия опциона Клиринговый центр самостоятельно, без получения от держателей заявлений на востребование своих прав по опционам, производит исполнение опционов, находящихся в состоянии «в деньгах» относительно расчетной цены фьючерсного контракта

Валютные опционы дают их владельцам право (без обязательства) купить (опцион на покупку) или продать (опцион на продажу) фиксированное количество определенной валюты (базового средства) в установленную дату по заранее определенной цене исполнения опциона, указанной в отношении к другой валюте. Цена одной валюты, выраженная в другой валюте, назы-

вается валютным курсом. Цена исполнения валютного опциона представляет собой, по сути, валютный курс. Валюта, в которой выражается опционная премия и цена исполнения, называется валютой сделки; валюта, которая покупается (продается) при исполнении опциона, является базовым средством (базовой валютой).

Валютный курс выражается двумя эквивалентными способами:

1) R российских рублей за 1 доллар США (например, 1 доллар/26,54 руб.);

2) U американских долларов за 1 рубль (1 рубль/0,037679 доллар).

В связи с этим следующие котировки эквивалентны:

В России	В другой стране (в США)
USD/рубль	рубль/USD
Цена исполнения K в рублях	Цена исполнения в USD ($1/K$)
Премия и котировка в рублях	Премия и котировка в USD
Опцион на покупку USD/рубль	Опцион на продажу рубль/USD
Покупка опциона на покупку	Покупка опциона на продажу
Продажа опциона на покупку	Продажа опциона на продажу
Покупка опциона на продажу	Покупка опциона на покупку
Продажа опциона на продажу	Продажа опциона на покупку

Следует учитывать, что сделки с опционами проводятся на специализированных торговых площадках (опционных биржах) по особым правилам. В частности, при осуществлении биржевых сделок с опционами используется централизованный клиринг, при котором биржа выступает стороной по сделке. Существование вторичного рынка опционов позволяет участникам сделки закрывать свои позиции путем совершения обратной сделки: купив позицию по опциону той же серии, что он продал, или продав опцион той же серии, что он купил, инвестор может закрыть свою позицию по опциону в любое время.

12.4. Кредитные деривативы

Финансовые кризисы, охватившие ряд стран в конце XX в., наиболее ярко высветили масштаб и уровень кредитных рисков, принятых коммерческими и инвестиционными банками, что в определенной степени способствовало активизации деятельности в области создания новых, более эффективных инструментов управления кредитными рисками — кредитных деривативов. Предпосылками возникновения кредитных деривативов являются [6]:

1) потребность в страховании предпринимательской деятельности от изменения конъюнктуры посредством заключения срочных контрактов, позволяющих хеджировать риски;

2) объективный процесс развития мирового финансового рынка, современные тенденции глобализации и либерализации мировой экономики, усиление роли финансового инжиниринга;

3) усиление волатильности на рынках долговых ценных бумаг и финансовые кризисы в Юго-Восточной Азии, России и Латинской Америке, существенно увеличивших кредитные риски;

4) совершенствование методов количественной оценки и управления кредитным риском, адаптация разработанных методик к ценообразованию кредитных деривативов;

5) целенаправленная работа регулирующих органов различных стран по совершенствованию законодательных норм и стандартизации документации для совершения операций с кредитными деривативами;

6) развитие банковских технологий и повышение эффективности управления рыночными рисками.

В экономической литературе даются разные определения кредитных деривативов.

Кредитные деривативы — это контракты, с помощью которых осуществляется передача кредитного риска от покупателя дериватива его продавцу [27].

Кредитные деривативы — производные инструменты, предназначенные для управления кредитным риском [28]

Кредитные деривативы — это забалансовые финансовые инструменты, позволяющие одной стороне (бенефициару) перенести кредитный риск по активу на другую сторону (гаранта), не прибегая к физической продаже актива. Как правило, активы принадлежат бенефициару на праве собственности [11].

Ключевая особенность кредитных деривативов — разделение процессов обладания и управления кредитным риском от количественных и качественных аспектов владения финансовыми активами, что позволяет участникам рынка торговать риском и активом по отдельности. При этом перенос кредитного риска по указанному в контракте активу путем осуществления платежей обусловлен наступлением определенных условий или событий, которые называют *кредитным случаем*.

Основными задачами кредитных деривативов являются:

- обеспечение контроля кредитного риска по долговым инструментам или корзине долговых инструментов;
- снижение концентрации риска в портфеле долговых инструментов;
- создание синтетических активов, отвечающих специфике конкретного банка;
- возможность управления риском для оптимальной диверсификации кредитного портфеля;
- обеспечение выгоды за счет принятия риска по кредитному портфелю другого банка.

Структура мирового рынка кредитных деривативов включает следующие элементы:

- участники операций с кредитными деривативами;
- государственные и надгосударственные регулирующие органы;
- некоммерческие организации, объединяющие участников рынка;
- рейтинговые агентства.

Основными участниками мирового рынка кредитных деривативов являются банки, страховые компании, пенсионные

фонды, для которых использование кредитных деривативов способствует диверсификации и хеджированию кредитных активов и портфелей. Кроме того, с их помощью добиваются увеличения доходности на капитал с учетом норматива достаточности капитала, появляется возможность создания высокодоходных синтетических активов и проведения спекулятивных операций на основе собственных прогнозов в отношении качества того или иного кредитного актива.

Второе место по активности на мировом рынке кредитных деривативов занимают *хедж-фонды*¹. Их удельный вес в общем объеме кредитных деривативов почти удвоился с 2004 г. и составляет около 30 %. Основным мотивом для этих организаций на мировом рынке кредитных деривативов является продажа и покупка кредитного риска по недоступным высокодоходным активам. Кроме того, фонды могут использовать кредитные деривативы для хеджирования, когда какую-либо позицию нежелательно ликвидировать из-за проблем с налоговым или бухгалтерским учетом.

Таким образом, для хедж-фондов основным мотивом участия является возможность получения дохода, что на практике реализуется посредством продажи кредитной защиты.

Еще одним крупным участником мирового рынка кредитных деривативов являются *страховые компании*, доля которых на рынке кредитных деривативов составляет около 15 %. Страховые компании все чаще используют финансовые рынки в качестве канала для распределения страховых рисков [29].

¹ Хедж-фонд (англ. hedge fund) — частный, не ограниченный нормативным регулированием либо подверженный более слабому регулированию инвестиционный фонд, недоступный широкому кругу лиц и управляемый профессиональным инвестиционным управляющим. Отличается особой структурой вознаграждения за управление активами. Например, американские хедж-фонды по закону имеют право обслуживать только профессиональных инвесторов с первоначальным взносом не менее 5 млн долларов США для частных инвесторов и 25 млн долларов — для институциональных квалифицированных инвесторов. Фонд не имеет ограничений по использованию торговых стратегий и маржинального плеча (англ. leverage).

Остальных институциональных инвесторов можно объединить в одну группу участников рынка кредитных деривативов. Сюда относятся такие организации как взаимные и пенсионные фонды. Совокупный объем сделок этих операторов рынка не превышает 6–7 %.

В последнее время активизировали свою деятельность на рынке кредитных деривативов промышленные и торговые предприятия и организации. Большую роль в вовлечении корпораций в операции с кредитными деривативами сыграли банки, которые в конкурентной борьбе предлагают клиентам новые привлекательные продукты. Развитие операций с кредитными деривативами связано с управлением рисками контрагентов — поставщиков и заказчиков.

На практике же чаще встречается хеджирование не отдельных контрактов, а всех обязательств партнера в течение определенного периода времени.

Состав участников мирового рынка кредитных представлен в табл. 12.1 [30].

Таблица 12.1
Участники мирового рынка кредитных деривативов

Отрасль	Покупатели кредитной защиты, %	Продавцы кредитной защиты, %
Банки	59	44
Хедж-фонды	28	31
Корпорации	2	3
Страховые компании	7	17
Взаимные фонды	1	2
Пенсионные фонды	1	2
Прочие	2	1

Основными регулирующими органами на рынке кредитных деривативов выступают, как правило, Центральные банки. Немаловажную роль также играют налоговые службы и органы, регулирующие внешнеэкономическую деятельность. Но наиболее значимую роль в регулировании рынка кредитных дерива-

тивов принадлежит наднациональным регулирующим организациям. Так, значительный вклад в регулирование операций с кредитными деривативами внесли Банк международных расчетов (BIS) и Базельский комитет по банковскому надзору (BCBS). Основная направленность действий этих организаций заключается в регламентации расчета рисков при проведении операций с кредитными деривативами.

Огромную роль в создании эффективного правового поля на данном рынке играют негосударственные некоммерческие организации: Международная ассоциация по свопам и деривативам; Британская банковская ассоциация; Всемирная ассоциация профессионалов риск-менеджмента.

Лекция 13

ХАРАКТЕРИСТИКА МЕЖДУНАРОДНОГО РЫНКА ДРАГОЦЕННЫХ МЕТАЛЛОВ

13.1. Содержание и виды международного рынка драгоценных металлов.

13.2. Участники международного рынка драгоценных металлов.

Базовые понятия: международный рынок драгоценных металлов, тезаврационный спрос, золотой стандарт, рынок золота, аффижные мощности, консигнационная торговля золотом.

13.1. Содержание и виды международного рынка драгоценных металлов

Многотысячелетняя история обращения драгоценных металлов тесно связана с историей цивилизации. Драгоценные металлы сыграли огромную роль в открытии континентов и отраслей промышленности, формировании и трансформации валютной системы, становлении и развитии денежно-кредитных отношений. С течением времени менялись функции и роль благородных металлов, но они по-прежнему занимают важное место в национальной экономике и международных отношениях. В современных условиях с одной стороны происходит сокращение денежных функций, например, золота, а с другой – возникают новые формы экономического бытия этого драгоценного металла. Не уменьшается тезаврационный¹ и спекулятивный спрос на золото, возрастает его инвестиционная привлекательность [6].

¹ Тезаврационный спрос — приобретение золота государством для накопления золотовалютных резервов.

Международный рынок драгоценных металлов представляет собой сферу экономических отношений между участниками по поводу сделок с драгоценными металлами и ценными бумагами, которые котируются в золоте (золотые сертификаты, облигации, фьючерсы и т. п.).

На международном рынке драгоценных металлов обращаются золото, серебро, платина и металлы платиноидной группы.

Значение рынка драгоценных металлов раскрывается на примере самого важного металла — золота. Золото — весьма редкий металл, хотя находится и в горных породах, и морской воде, и земной коре. Например, в одной тонне земной коры находится всего лишь 4 мг золота. Встречаются в природе крупные самородки. Так, в России крупный самородок весом более 36 кг был найден в 1842 г., а в Австралии в 1869 г. был обнаружен самородок весом 70,9 кг. Но промышленная добыча золота осуществляется не в виде самородков, а в основном из коренных (рудных) и рассыпчатых месторождений. Правда, концентрация как рудного, так и рассыпчатого золота незначительна. Содержание металла в руде до 2 грамма на одну тонну считается существенным. В ЮАР есть рудники, где концентрация золота составляла более 30 граммов на одну тонну руды. Ввиду ограниченности запасов и трудности добычи, ценность золота постоянно возрастает. Устойчивый спрос и неуклонное повышение цены золота обуславливают расширение функции золота как предмета инвестирования. Таким образом, в структуре финансовых рынков рынок драгоценных металлов занимает значительное место [6].

Золото сыграло огромную роль в развитии экономики. На определенном этапе развития цивилизации золото стало использоваться в качестве денег. В дальнейшем на базе золота формировалась и развивалась денежно-кредитная система. Значительна роль золота в длительном функционировании системы *золотого стандарта*, представляющего собой систему денежного обращения, при которой стоимость денежной единицы страны приравнивалась к официально установленному количеству золота, а

деньгами служили золотые монеты или банкноты, конвертируемые в золото по установленному курсу.

Золотой стандарт, по свидетельству историков, возник в XV в., хотя некоторые специалисты относят возникновение золотого стандарта к XVIII в. [31]. Официально золотой стандарт был оформлен в 1819 г., когда Британский Банк принял закон, в соответствии с которым необходимо было менять банкноты на золото по фиксированному курсу. Германия, Франция и США ввели золотой стандарт в 1875, 1878 и 1879 гг. соответственно. Главной задачей в период действия золотого стандарта было поддержание со стороны Центрального банка паритета между национальной валютой и золотом, а для этого требовался соответствующий золотой резерв.

Классическая система золотого стандарта перестала существовать в годы Первой мировой войны. В качестве международных резервов стала использоваться иностранная валюта — франк, фунт стерлингов, доллар США. Золото использовалось в международных расчетах.

В дальнейшем происходила эволюция в сторону снижения роли золота в валютной сфере. В результате соглашения в Бреттон-Вудсе вместо золотого был провозглашен золотодевизный стандарт. В качестве резервных активов выступали иностранные валюты наряду с золотом, которое рассматривалось как основной резервный актив.

В 70-е годы XX в. на основе ямайских соглашений была отменена официальная цена на золото, которое перестало играть роль основного резервного актива. В США в 1971 г. была отменена конвертируемость доллара в золото. Процесс демонетизации золота был довольно длительным, противоречивым и, по мнению некоторых специалистов, еще не завершился. Они полагают, что золото сохраняет роль чрезвычайных мировых денег, обеспечения международных кредитов, воплощения богатства. Кроме того, официальные золотые запасы выступают как международные активы и служат показателем кредитоспособности страны.

За всю историю человечества добыто около 225 тыс. тонн золота. В мире прогнозные ресурсы желтого металла составляют 61 тыс. тонн. В настоящее время в международных финансовых организациях (Банке международных расчетов, Международном Валютном Фонде, Центральном Европейском банке), а также в 16-ти государствах мира сосредоточено 80 %, или 27 тыс. тонн золота [32]. Распределение прогнозных ресурсов золота по странам согласно данным аналитического агентства Gold Fields Mineral Services и Gold Institute (Великобритания) представлено на рис. 13.1.

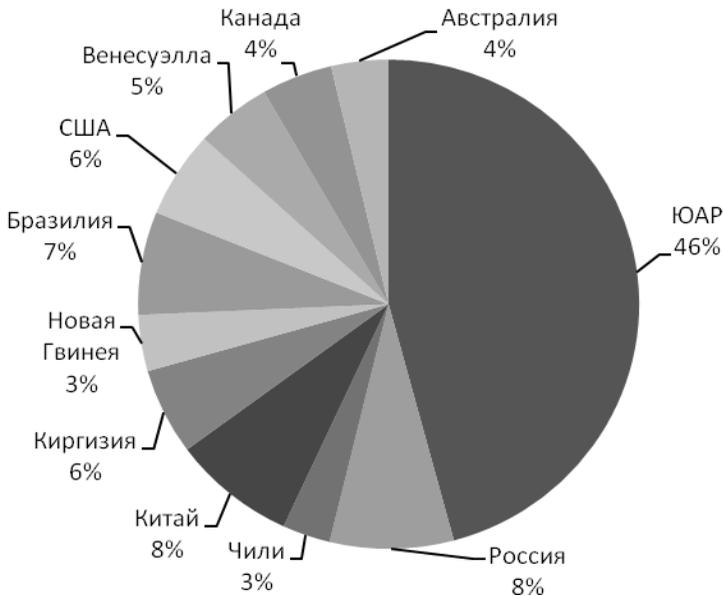


Рис. 13.1. Прогнозные ресурсы золота по состоянию на декабрь 2010 г.

В настоящий момент мировой рынок золота представляет собой совокупность международных и внутренних рынков с разветвленной структурой глобальной торговли физическим металлом и производными инструментами.

В организационном плане **рынок золота** — это специальные центры торговли золотом, где осуществляются сделки по купле-продаже этого металла. Субъектами рынка выступают центральные и коммерческие банки, корпорации и отдельные лица.

Рынки золота подразделяются на внутренние и мировые.

Внутренние рынки представляют собой рынки отдельного или нескольких государств, предназначенных для местных инвесторов и тезавраторов. Отличительной чертой является значительная степень регулирования со стороны государства в вопросах, касающихся ценообразования, установления квот, тарифов, налогов на движение драгоценных металлов. На внутренних рынках золота используется национальная валюта или доллар США [6].

В некоторых странах существуют черные рынки. Их функционирование обусловлено жестким государственным регулированием, когда запрещается ввоз или вывоз драгоценного металла и налоговые барьеры сдерживают торговлю золотом. На таких рынках предложение золота связано с контрабандной поставкой металла.

Мировые рынки золота характеризуются следующими особенностями:

- развитой рыночной инфраструктурой;
- широким спектром операций;
- заключением крупных сделок;
- незначительным кругом участников (крупные банки, специализированные компании, государственные органы);
- отсутствием таможенных барьеров;
- проведением операций по правилам, которые устанавливаются самими участниками рынка и саморегулируемыми организациями;
- круглосуточным проведением операций;
- открытым характером проводимых операций.

Крупнейшие рынки золота находятся в Лондоне и Цюрихе.

Лондонский рынок золота функционирует с XVIII в., с тех пор когда на этом рынке осуществлялась перепродажа добытого в колониях желтого металла посредническими компаниями. Доминирующему положению Лондона способствовало поступление золота из стран Британского Содружества, прежде всего из ЮАР. Золото с Лондонского рынка вывозилось в европейские страны, на внутренние рынки Азии, Ближнего Востока. Особенность этого рынка состоит в том, что он выступает в роли основного перераспределительного центра, в который стекается желтый металл из мест его производства и затем направляется к конечным потребителям на внутренние рынки. Доминированию Лондонского рынка также способствует и проведение золотого фиксинга (установления цены на золото).

На Лондонском рынке объектом торговли являются стандартные слитки и монеты. При этом предметом сделок могут выступать монеты старой чеканки периода золотого стандарта, современные монеты массовой чеканки, используемые для тезаврации и спекуляции, а также монеты старых образцов, но с новыми датами чеканки. Кроме того, Лондонский рынок является центром проведения клиринговых операций с драгоценными металлами.

Определенную роль в позиционировании Лондонского рынка сыграл созданный в 1961 г. «Золотой пул» — наднациональная организация, которая включала центральные банки США, Франции, Великобритании, Италии, Швейцарии, Бельгии, Нидерландов и Германии. Цель пула заключалась в поддержании цены золота на официально установленном уровне, координации действий монетарных властей по проведению единой политики на рынке золота. Банк Англии выступал в тот период агентом пула. Золотой пул прекратил существование в 1968 г.

В настоящее время *координирующим центром* на Лондонском рынке является Лондонская ассоциация рынка золота (The London Bullion Market Association), созданная в 1987 г. и состоящая в настоящее время из двух групп участников: маркетмейкеров и обычных участников. *Маркетмейкеры* должны поддерживать котировки на продажу и покупку. Тем самым они способствуют формированию цены. В роли маркетмейкеров выступают крупные

банки, такие как Deutsche Bank, J.P. Morgan Chase Bank, N.M. Rothschild & Sons Ltd, Credit First Boston и другие, т. е. такие структуры, которым присущи высокая капитализация, высокие кредитные рейтинги, разветвленная клиентская сеть, огромный опыт работы с драгоценными металлами.

Обычные участники не принимают участие в формировании цены и в своей деятельности ориентируются на маркет-мейкеров. К ним относятся крупные финансовые компании, торгующие золотом, и фирмы, которые занимаются рафинированием металла и изготовлением стандартных слитков.

Значительную конкуренцию Лондонскому рынку составил **рынок золота в Цюрихе**. Этому способствовал ряд причин, среди которых переориентация поставок золота из ЮАР, традиционный нейтралитет Швейцарии, функционирование Лондонского рынка только для нерезидентов (ограничение, устраненное лишь в 1979 г.). Цюрихский рынок является крупнейшим мировым центром по реализации желтого металла, через который проходит почти половина золота, необходимого для удовлетворения спроса со стороны предприятий промышленности и населения. Рынок характеризуется рядом особенностей. Прежде всего, это касается структуры рынка. Организационной формой выступает пул крупнейших банков страны универсального типа. Члены пула являются дилерами и проводят сделки с золотом за свой счет в отличие от Лондонского рынка, где участники рынка являются брокерами. Поэтому прибыль участников Цюрихского рынка формируется за счет разницы в ценах покупки и продажи. Банки, являющиеся членами пула, имеют свои аффинажные¹ мощности, что повышает привлекательность рынка золота в Швейцарии. Цюрихский рынок для золотопромышленников более привлекателен,

¹ Аффинаж (фр. *affiner* — очищать) — металлургический процесс получения разными способами благородных металлов высокой чистоты путём их разделения и отделения от них загрязняющих примесей. Аффинаж производится на специализированных предприятиях, обладающих необходимым оборудованием и технологиями, которые называются аффинажными мощностями.

так как он позволяет реализовывать металл непосредственно членам пула, а не через посредников. Кроме того, на Цюрихском рынке предлагается широкий спектр операций, а также возможность совершать сделки во всех центрах торговли золотом, так как швейцарские банки имеют в них представительство.

В Швейцарии довольно эффективно работает розничный рынок по продаже золотых слитков и монет. Активные операции с золотом международного характера проводятся в Нью-Йорке, Гонконге, Чикаго, Дубае [6].

Развитие IT-технологий порождает серьезные изменения в торговле благородными металлами, в частности возможность осуществления операций с драгоценными металлами в сети Интернет, что создает специфический рынок. Центральные банки не выпускают валюту, обеспеченную золотом, но сейчас появились компании, которые выпускают электронные деньги, обеспеченные золотом.

Первая система золотых электронных денег, единицей в которой служит грамм или тройская унция (31,1 г.) золота, была создана в 1996 г. Уже спустя 10 лет совокупный золотой запас таких систем составлял около 9 тонн золота. Золотые электронные деньги, являющиеся интернациональным средством платежа, защищены от валютного риска.

13.2. Участники международного рынка драгоценных металлов

На международном рынке драгоценных металлов совершают операции следующие участники [33]:

- добывающие компании;
- профессиональные брокеры и дилеры;
- центральные банки;
- коммерческие банки;
- промышленные потребители;
- инвесторы.

Добывающие компании поставляют на рынок основную часть драгоценных металлов, поэтому являются ведущими участниками рынка. По масштабу своей деятельности их можно разделить на две категории:

1) небольшие компании, которые не имеют возможности вести дела непосредственно с брокерскими конторами;

2) огромные корпорации, которые ведут дела во всех сферах рынка золота. Эти компании проводят свои операции в масштабах достаточно значительных для мгновенных изменений цен, вследствие чего их деятельность находится под пристальным вниманием других участников рынка;

Профессиональные брокеры и дилеры закупают драгоценные металлы, прежде всего золото, и затем перепродают его другим банкам. Иногда банки закупают металл для пополнения своих резервов. Фирмы, торгующие золотом в слитках, действуют как в качестве брокеров для покупателей, так и в качестве первичных дилеров, удерживая свои собственные позиции в торговле благородными металлами с целью получения прибыли за счет динамики цен.

Лондонская ассоциация рынка золота, представляющая интересы участников на оптовом рынке, делит их на две категории: участники, формирующие рынок (маркетмейкер — market maker) и обычные участники. Фирмы, выступающие в качестве маркетмейкеров, обязаны при запросе своих клиентов и других маркетмейкеров котировать цену на металл. Обычные дилеры, как правило, устанавливают цены только для своих агентов и не обязаны формировать рыночные цены.

Дилеры — участники рынка, которые покупают золото от своего имени за свои деньги или деньги, полученные в виде кредита. Приобретенное золото они реализуют различным покупателям. На международных рынках действует ограниченная группа дилеров, на внутренних — их состав значительно шире.

Дилеров международного рынка золота относят к экономической элите мира. В роли дилеров выступают крупные банки либо компании, теснейшим образом связанные с банками, т. е. дилеры, зачастую являющиеся их дочерними фирмами. Причина

заключается в том, что для ведения дилерских операций на рынке драгоценных металлов нужны крупные суммы денег, которые не могут быть сконцентрированы без постоянного движения ссудного капитала, т. е. банковского кредита.

Брокеры выступают посредниками и способствуют заключению торговых сделок, «соединяя» между собой покупателей и продавцов золота. Брокеры действуют по поручению своих клиентов и за их счет, получая вознаграждение в виде комиссионных при заключении сделки. В роли брокеров могут выступать банки, фирмы и отдельные лица, которые в настоящее время, так же как другие брокеры, не ограничиваются брокерскими операциями и активно участвуют в торговле золотом за свой счет.

Брокеры располагают хранилищами, которые позволяют им осуществлять операции в порядке консигнационной¹ торговли золотом. При этой форме владелец металла (консигнант) передает его брокеру (консигнатору) для продажи. Право собственности на золото вплоть до получения денег сохраняется за продавцом. Брокер иногда за счет покупателя или продавца доводит золото до необходимой покупателю кондиции.

Центральные банки, с одной стороны, выступают как крупные инвесторы, располагающие большим объемом металла, а с другой — как крупнейшие продавцы и покупатели металлов. Их функцией является также установление «правил игры» на золотом и финансовом рынках. Наибольшим влиянием обладает центральный банк США — Федеральная резервная система (US Federal Reserve System — US FED). Далее следует центральный

¹ Консигнационная торговля — продажа товаров со складов, находящихся за границей на территории зарубежных стран, на основе консигнационного договора, предполагающего тесное переплетение экономических интересов партнеров с довольно детальной регламентацией взаимоотношений партнеров. Целесообразность договора консигнации объясняется тем, что в праве многих стран, так же как и в ГК РФ, этот вид договора специально не урегулирован. Поэтому стороны заинтересованы отразить в договоре особенности своих взаимоотношений, с тем чтобы избежать необходимости применения в случаях разногласий правовых норм, содержание которых не учитывает особенности отношений при консигнации.

банк Германии — Бундесбанк (Deutsche Bundesbank), в Великобритании — Банк Англии (Bank of England, или Old Lady) [6].

Центральные банки других стран также играют существенную роль на рынке драгоценных металлов, поскольку значительная часть национальных резервов своей страны они хранят в виде золота. Вследствие большой величины этих запасов действия центральных банков могут оказывать решающее влияние на рынок золота. В прежние времена на долю центральных банков приходилось, как правило, около половины закупок всего поступающего на рынок золота, однако с 1971 г., после того как исчезла возможность обмена долларов США на золото, банки превратились в «чистых» продавцов.

Английский банк относится к группе центральных банков, торгующих золотом за свой счет и выпускающих золото на рынок с целью получения некоторой финансовой прибыли на свои золотые резервы. Английский банк и Банк международных расчетов действуют на рынке и от имени других центральных банков.

Коммерческие банки осуществляют операции с золотом и выступают на международном рынке как продавцы или покупатели, пользуясь услугами брокеров и дилеров. Во многих случаях они выполняют брокерские и дилерские операции, имея отношения с производителями и потребителями металла. В настоящее время коммерческие банки имеют лицензии на право участия в международной торговле золотом. При этом активные операции проводят и российские коммерческие банки.

К промышленным потребителям относятся производители ювелирных изделий, промышленные предприятия и аффинажные предприятия. Так, значительную часть клиентуры предприятий по очистке золота составляют различные отрасли промышленности, нуждающиеся в получении золота с различными конкретными характеристиками. Несмотря на то что промышленные предприятия часто осуществляют свои первоначальные приобретения через брокерские фирмы, имеющие золото на консигнационных складах, в некоторых случаях именно брокерские конторы занимаются очисткой и облагораживанием золота от имени и по поручению своих клиентов.

Кроме промышленного потребления наличных слитков существует также **инвестиционный спрос**, например, со стороны пенсионных фондов и частных инвесторов. На них рассчитаны определенные виды слитков и монет. Инвесторы, за исключением частных лиц, могут быть и поставщиками. Особую роль в этом случае играют различные фонды и международные организации.

Инвесторы представляют собой обширную категорию участников рынка золота и могут быть разделены на множество групп. Формы инвестиций в золото включают приобретение золотых монет, слитков или ювелирных изделий, дилерство на неопределенных условиях на рынке продаж за наличные или же участие в опционах и скупке золота в спекулятивных целях, а также приобретение акций каких-либо организаций и фондов, которые могут иметь золото или участвовать в инвестиционных сделках с золотом.

В Северной Америке и в Европе имеется тенденция к превращению инвесторов в спекулянтов, которые с помощью таких способов, как торговля золотом за счет залоговой суммы, фьючерсные сделки и опционы, пытаются в течение коротких промежутков времени получить прибыль вследствие изменения цен без физического приобретения или поставки золота. Азиатские инвесторы, в отличие от американских и европейских, стремятся к физическому накоплению золота в слитках различных форм и рассматривают инвестиции в золото в качестве средства, позволяющего выходить из критических финансовых ситуаций.

Эффективным для инвесторов являются операции с золотом, когда в стране их пребывания растет или падает курс валюты, ибо это воздействует в сторону удешевления или удорожания металла на местном рынке.

Лекция 14

ОСНОВЫ ОПЕРАЦИЙ С ДРАГОЦЕННЫМИ МЕТАЛЛАМИ

14.1. Ценообразование на рынке драгоценных металлов.

14.2. Операции с золотом на мировом рынке драгоценных металлов.

Базовые понятия: фабрикационный спрос, тезаврационный спрос, инвестиционный спрос, счета ответственного хранения, обезличенные металлические счета, спот-сделка, своп-сделка

14.1. Ценообразование на рынке драгоценных металлов

Формирование цены на драгоценные металлы, в том числе и на золото, — это многофакторный процесс, протекающий под действием совокупности фундаментальных, технических и спекулятивных факторов, но при этом *соотношение спроса и предложения является определяющим*.

В структуре спроса можно выделить следующие виды [6]:

- производственно-бытовой спрос (фабрикационный);
- тезаврационный спрос;
- инвестиционный спрос.

Производственно-бытовой спрос. Постоянный спрос на золото предъявляют, прежде всего, покупатели, которые используют металл в производстве: в электронной, радиотехнической, машиностроительной промышленности, стоматологии, производстве монет и медалей, ювелирной промышленности. Владение золотом в изделиях в некоторых случаях является признаком социального статуса и благополучия. В некоторых азиатских странах золотые изделия рассматриваются как символ богатства, респек-

табельности, и в силу этого люди предъявляют значительный спрос на желтый металл. По некоторым оценкам структура потребления золота выглядела следующим образом, например, в 2005 г.: государственные резервы — 30 %, промышленность — 10 %, ювелирные изделия — 40 %, производство слитков и монет — 20 %.

Тезаврационный спрос можно разделить на государственный и частный. *Государственный тезаврационный спрос* связан с образованием золотых запасов. Формальная демонетизация золота в определенной степени снижает значение золотых запасов, но их реальная ценность сохраняется и по сей день. Национальные золотые запасы официально принадлежат в разных странах центральным банкам, казначействам, специальным государственным учреждениям, т. е. правительственным организациям.

Определенные золотые запасы есть у Международного валютного фонда (МВФ). Следует отметить, что после реформирования международной валютной системы (Ямайское соглашение 1976 г.) МВФ возвратил часть запаса странам-членам Фонда и часть запаса реализовал на свободном рынке. Судьба же оставшейся части золота (более 3 тыс. тонн) до сих пор не решена. Держателем значительного запаса желтого металла является Европейский Банк. В результате образования Европейского Союза страны-участницы передали по 20 % своих запасов в специальный фонд, при этом золото физически не покидало национальные хранилища. Некоторый запас золота есть и у Банка международных расчетов, акционерами которого являются центральные банки многих стран мира. Золотые запасы государств содержатся в специальных хранилищах в виде слитков.

К частным тезаврационным накоплениям золота относятся стандартные слитки, мелкие слитки различного веса и формы, монеты, медальоны, медали.

Инвестиционный спрос на золото предполагает вложения в физический металл, акции золотодобывающих компаний, монеты, медальоны и другие инвестиционные объекты в целях получения дохода.

Что касается предложения золота, то важно подчеркнуть его особенность не исчезать после его извлечения из недр.

Основными источниками поступления металла на рынок являются:

- первичная добыча;
- детезаврация;
- переработка вторичного золотосодержащего сырья.

Предложение первичного металла поступает из стран, где золото производится путем добычи из недр и переработки золотосодержащего сырья или в виде попутного извлечения золота при выплавке цветных металлов. В настоящее время золото добывается более чем в 70 странах мира, а крупными поставщиками являются ЮАР, США, Австралия, Китай, Россия, Индонезия и Перу.

Золотодобыча является капиталоемким, затратным бизнесом. Известно, что в мире действует огромное количество компаний, добывающих драгоценные металлы, но большая часть производства осуществляется крупными фирмами. В ЮАР, например, основной объем производства металла приходится на 6 корпораций. Последние годы характеризуются процессами слияний и поглощений, что приводит к усилению конкуренции, образованию крупнейших концернов по добыче золота.

Золото поступает на мировой рынок и в результате переработки вторичного золотосодержащего сырья, скрапа, промышленных отходов, содержащих драгоценный металл. Из этого источника ежегодно поступает около 30 % золота от первичной добычи. Ведущими центрами по переработке металла являются Индия, Египет, Турция [33].

Детезаврация означает поступление золота из государственных и частных накоплений металла.

Итак, ценообразование на рынке золота происходит под воздействием соотношения спроса и предложения. Кроме того, влияние оказывают такие факторы, как инфляционные ожидания, изменение валютного курса и процентных ставок.

Процесс образования цены на мировом рынке золота представлен на рис. 14.1.



Рис. 14.1. Формирование цены на рынке золота

Специалисты в данной области называют 10 «С», оказывающих свое влияние на цену драгоценных металлов:

- Commodity price levels — динамика цен на товары;
- Consumption patterns — модели поведения потребителей;
- Currency changes and trends — тенденции, складывающиеся на валютном рынке;
- Continental changes in economic growth patterns — изменения в темпах экономического роста в разных странах мира;
- Current account trade deficits — дефицит платежного баланса по счету текущих операций;
- Central Bank holding and hedging loans — состояние золотых резервов центральных банков;

- Conflict and crises (economic and political) — экономические и политические конфликты, кризисы;
- Consumer inflation — инфляция (выраженная индексом потребительских цен);
- Contrarian nature of gold — противоречивая природа золота;
- Constraints on owning and trading gold — ограничения на покупку и торговлю золотом.

14.2. Операции с золотом на мировом рынке драгоценных металлов

К основным видам операций с золотом можно отнести:

- 1) сделки, связанные с торговлей физическим металлом;
- 2) сделки с золотом в качестве финансового инструмента.

Торговля золотом как физическим металлом

Объектом торговли при физической поставке металла является *золото в слитках*. Различают стандартные и мерные слитки. Стандартные слитки — это слитки золота, отвечающие международным или внутренним, национальным стандартам. Наиболее известным стандартом является London Good Delivery. Основные требования стандарта выражаются в следующем [33]:

- 1) вес слитка – 350-400 унций (11,5–13 кг);
- 2) аффинажная фирма, проставляющая клеймо на слитке, должна быть включена в специальный список лондонского рынка;
- 3) химически чистого основного металла должно быть не менее 99,5 % лигатурной массы слитка.
- 4) на слитке должны быть указаны:
 - а) проба;
 - б) серийный номер;
 - в) клеймо изготовителя и органа пробирного надзора;
 - г) вес с точностью до 0,025 тройских унций (до 0,78 грамма).

На поверхности слитка не должно быть пор и углублений, слиток должен быть удобен для переноски и складирования.

К мерным слиткам относятся слитки весом и пробой меньше стандартных. В России, например, принято решение об изготовлении мерных слитков весом от 1 до 1000 г золота.

Кроме слитков организована **продажа золотых монет**. *Слитковые монеты* не имеют коллекционной стоимости, оцениваются исключительно по содержанию золота и в этом отношении они подобны мелким слиткам. Подобные монеты появились в 1957 г., когда в Англии был выпущен золотой соверен с содержанием 7,33 г золота. Десятилетием позже в обращение был представлен кюгерранд (ЮАР) с содержанием золота в одну тройскую унцию, эта монета весьма популярна в мире. За тридцать с лишним лет было выпущено кюгеррандов общим весом более 1500 тонн золота, что превышает аналогичный показатель по всем остальным монетам, обращающимся на рынке. В дальнейшем на рынок поступили золотые монеты из США, Канады, СССР, Австралии, Германии, России.

Характерными чертами слитковых монет являются:

- довольно большой тираж, обеспечивающий доступ широкому кругу инвесторов;
- кратность чистого веса металла в монете тройской унции или ее долям;
- незначительный размер премии к стоимости металла;
- использование при оформлении монет характерных особенностей стран-эмитентов и элементов государственной символики;
- использование для изготовления монет традиционных технологий;
- присвоение слитковым монетам статуса законного платежного средства, позволяющего пользоваться налоговыми и таможенными льготами на внутреннем и международном рынках.

Коллекционные монеты имеют ряд существенных отличий от слитковых:

- небольшой тираж выпуска;
- большие затраты по оформлению монет и их чеканке;
- разнообразие художественного оформления выпусков;

- чистый вес металла в монете не обязательно кратен тройской унции или ее долям.

Все это повышает размер премии к стоимости металла и, как следствие, создает более высокую стоимость коллекционных монет.

Сделки с золотом в качестве финансового инструмента

Золото используется довольно широко и как финансовый инструмент. Прежде всего, это относится к так называемым обезличенным металлическим счетам.

В международной практике применяются две основные схемы обезличенного обращения драгоценных металлов. В США обезличенное обращение драгоценных металлов осуществляется, прежде всего, в форме складских свидетельств (депозитарных расписок, варрантов и т. д.). В Европе переход прав собственности на драгоценные металлы закрепляются записями на металлических счетах, соответственно совершение с операций с драгоценными металлами по привлечению и размещению драгоценных металлов (зачисление, списание и иные операции) отражается также по металлическим счетам. При формировании концепции развития рынка драгоценных металлов в России за основу была взята европейская система обращения драгоценных металлов [6].

Центральным банком РФ была разработана методика использования металлических счетов применительно к российским условиям. Эта методика предусматривает заключение договора между клиентом и банком по двум типам счетов:

- 1) счетам ответственного хранения;
- 2) обезличенным счетам.

Счета ответственного хранения предназначены для учета металлов, переданных банку на ответственное хранение. Когда принимаются слитки, то фиксируется проба, размер, вес, изготовитель, серийный номер и другие характеристики слитков. В случае хранения монет фиксируются их номинал, состояние, год чеканки и количество.

Особенность счетов ответственного хранения состоит в том, что золото и другие металлы, зачисленные на счета, не могут

использоваться банком для проведения каких-либо операций с ним. В договоре между клиентом и банком оговариваются перечень операций, проводимых по счету, условия зачисления на счет и возврата металла со счета, а также размер вознаграждения за хранение металла.

Обезличенные металлические счета подразделяются на следующие виды:

1) счета срочные, на которые зачисляются драгоценные металлы с возможностью получения металла их владельцами по истечении оговоренного срока;

2) счета до востребования, по которым принятый на счет металл может быть получен клиентом в любое время;

3) корреспондентские межбанковские металлические счета, через которые проводятся сделки с золотом между клиентами, обслуживаемыми различными банками.

Кредитные организации совершают также сделки с драгоценными металлами с различными сроками поставки драгоценных металлов: спот- и свот-сделки, форвардные сделки.

Спот-сделка предполагает немедленную поставку, когда дата поставки денежных средств и драгоценных металлов (дата валютирования) устанавливается в пределах двух рабочих дней от даты заключения сделки. Ценовые параметры в спот-сделках с физическим золотом определяются по цене лондонского рынка. Стандартный размер лота составляет 5 тыс. тройских унций.

Свот-сделка означает, что расчеты по поставке металла и денежных средств могут проводиться разными датами валютирования. Суть операции состоит в купле-продаже золота с одновременным осуществлением обратной сделки. Стандартная сделка по этим операциям включает 32 тыс. унций (1 тонну). На международном рынке драгоценных металлов практикуются различные виды свопов.

Свот по времени (финансовый своп) представляет собой сочетание наличной и срочной контрсделки: покупки (продажи) одного и того же количества металла на условиях «спот» и продажи (покупки) на условиях «форвард». Дата исполнения более близкой сделки именуется датой валютирования, а дата испол-

нения более удаленной по сроку сделки — датой окончания свопа. Обычными сроками погашения сделок «своп» считаются 1, 3, 6 месяцев и год. Такие операции позволяют конвертировать золото в валюту с сохранением права выкупа золота по истечении свопа.

Своп по качеству металла представляет собой сделку, которая применяется в случаях потребности в золоте более высокой пробы, нежели имеющееся в наличии. При этом происходит одновременная покупка (продажа) металла одного качества против продажи (покупки) золота другого качества.

Своп по местонахождению — это вид свопа, который означает покупку (продажу) золота, например в Лондоне, против продажи (покупки) его в другом месте, например в Цюрихе, что предполагает получение определенной премии в зависимости от конъюнктуры рынка.

Форвардными сделками называют операции, когда поставка металла и сроки расчетов превышают два рабочих дня от даты заключения сделки. Заключая форвард-сделку, покупатель стремится застраховать себя от повышения цены металла на спотовом рынке в будущем. Продавец, в свою очередь, преследует цель обезопасить себя от снижения цен в будущем. Поскольку форвард-сделку нельзя аннулировать, то можно уравновесить или закрыть форвардную позицию путем купли-продажи оговоренного сделкой количества золота по текущему курсу с дальнейшей его продажей по курсу, установленному форвардным контрактом.

Операции типа «спот», «своп» и «форвард» осуществляются с реальным металлом на межбанковском рынке в отличие от операций «фьючерс» и «опцион», которые осуществляются на биржевом рынке. Фьючерсный контракт предусматривает обязательство продать или купить золото в обусловленный срок по цене, согласованной в момент заключения контракта. Заключение фьючерсного контракта осуществляется через брокерскую компанию — члена биржи. Опционный контракт дает владельцу право в течение определенного срока купить или продать золото или отказаться от выполнения контракта. Организатором и по-

средником торговли опционными контрактами является биржа. Она выступает как третья сторона в сделках с контрактами, т. е. в роли покупателя для любого продавца и в роли продавца для любого покупателя.

Благодаря современной развитой системе электронной связи можно торговать одновременно на нескольких биржах и почти круглосуточно.

Нью-Йоркская и Токийская биржи ориентированы в основном на международную торговлю, другие же биржи функционируют преимущественно в пределах определенных регионов, хотя и представляют возможности для покупателей и продавцов из других стран.

Основную роль в торговле фьючерсными и опционными контрактами играет брокерская компания, которая аккредитована на бирже и выступает как официальный представитель биржи. Она информирует своих клиентов о состоянии торговли на бирже, учитывает их поручения и оформляет необходимые документы. Все расчеты, связанные с покупкой и продажей контрактов, а также их взаимное погашение ведутся клиринговой системой в автоматическом режиме с использованием новейших средств современной техники. Это обеспечивает высокую точность и скорость расчетов.

Фьючерсные и опционные контракты на золото заключаются для осуществления спекулятивных операций и сделок по хеджированию. Спекулятивные операции предназначаются для получения прибыли. Хеджирование представляет собой операцию по страхованию покупателя и продавца золота с целью предотвращения риска потерь от возможных колебаний цен на металл.

Хеджирование рисков на рынке золота вызвало к жизни систему финансовых инструментов, позволяющих сглаживать риски неблагоприятного изменения процентных ставок по металлу. К ним относятся соглашение о процентных ставках (GOLDFRA) и золотые процентные свопы (Gold Interest Rate Swaps).

Наиболее известным инструментом является соглашение о форвардной ставке (Forward Rate Agreement) — договор, в кото-

ром оговаривается процентная ставка по металлу. По нему контрагенты берут обязательства обменяться на определенную дату в будущем платежами на основе процентных ставок, одна из которых является твердой (фиксируется в контракте), а другая — плавающей. Платежи будут рассчитываться относительно контрактного номинала. Условия контракта включают в себя форвардный период, который начинается с некоторой даты в будущем.

Серия контрактов, заключенных по одному контрактному курсу, образует золотой процентный своп. При этом покупатель будет выплачивать фиксированный, а получатель — плавающий процент; продавец — наоборот, получать фиксированный, а выплачивать — плавающий процент.

Лекция 15

СТРАХОВОЙ РЫНОК.

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА

15.1. Сущность и структура страхового рынка.

15.2. Принципы функционирования и участники страхового рынка.

15.3. Виды страхования финансовых рисков.

Базовые понятия: страховой рынок, резервные и страховые фонды, участники страхового рынка, финансовый риск, страхование кредитов, косвенных и биржевых рисков, неправомерного применения финансовых санкций.

15.1. Сущность и структура страхового рынка

Страховой рынок — неотъемлемая часть финансового рынка, представляющая собой определенную сферу денежных отношений, в которой формируются спрос и предложение на специфические объекты купли-продажи, такие как страховые продукты и услуги.

Страховой рынок характеризуется как сложная многофакторная динамическая система, состоящая из постоянно взаимодействующих и взаимозависящих экономических элементов, отдельных групп субъектов рынка. Элементами рыночной системы страховых услуг являются страховые продукты, совокупность тарифов и премий, инфраструктура страховщиков, спрос клиентуры, уровень доходности страховых операций и др. Развитие страхового рынка — необходимое условие обеспечения бесперебойности воспроизводственного процесса, который может быть нарушен непредвиденными обстоятельствами, вызывающими разрушение или уничтожение имущества, потерю денежных средств и т. п.

Страховой рынок можно рассматривать как форму организации денежных отношений по формированию и распределению страхового фонда для обеспечения страховой защиты общества, как совокупность страховых организаций (страховщиков), которые принимают участие в распространении страховых услуг и продвижении на рынке страховых продуктов.

Основой формирования страхового рынка является необходимость осуществления воспроизводственного процесса, обеспечения его непрерывности и стабильности путем предоставления денежной компенсации пострадавшим экономическим субъектам и гражданам при неблагоприятных обстоятельствах в их жизнедеятельности.

Страховой рынок исторически возник в процессе становления товарного хозяйства и стал неотъемлемой частью его функционирования. Условием существования того и другого является общественное разделение труда и соответствующее наличие различных собственников — обособленных товаропроизводителей. Самостоятельность субъектов рыночных отношений обусловила возникновение страхового рынка и равноправное партнерство его участников при купле-продаже — страховой услуги. Страховой рынок предполагает развитую систему горизонтальных и вертикальных связей, конкуренцию, совершенствование страховых продуктов и рост эффективности страховых операций.

По масштабам различают национальный, региональный и международный страховые рынки. **Национальный страховой рынок** — сфера деятельности страховых организаций в отдельной стране. Институционально национальный страховой рынок состоит из страховых компаний, специализированных перестраховочных организаций, национальных страховых ассоциаций и страховых брокеров. Страховая деятельность на национальном рынке осуществляется в рамках национального страхового законодательства, контроль за исполнением которого возложен на орган государственного страхового надзора. Наиболее крупный национальный страховой рынок сложился в США, Великобритании, Германии и Японии.

Региональный страховой рынок объединяет страховые организации отдельных регионов страны, связанных тесными интеграционными связями. Так, в США крупнейший региональный рынок — это Североамериканский страховой рынок, в РФ — страховой рынок Центрального федерального округа, доля которого из семи региональных рынков России составляет по собранным страховым премиям 70 % и по страховым выплатам — более 72 %. Низкий уровень развития характерен для региональных страховых рынков Южного и Дальневосточного федеральных округов: соответственно 3,5 % и 1,9 % собранных премий по России.

По отраслевому признаку различают рынки:

- личного страхования;
- страхования имущества;
- страхования ответственности;
- страхования финансовых рисков.

В свою очередь, каждый из этих рынков состоит из отдельных сегментов (например, рынок страхования имущества включает в себя секторы страхования имущественных интересов юридических лиц и физических лиц; рынок личного страхования — рынок долгосрочного страхования жизни и рынок медицинского страхования и т. д.)

Суть системы страхования для экономики состоит в формировании за счет взносов страхователей страховых или резервных фондов, предназначенных для страховых возмещений при наступлении страхового случая. **Страховые фонды** формируются, как правило, с участием множества физических и юридических лиц. Средства страхового фонда имеют свойство возвращаться, так как при наступлении страховой выплаты осуществляется раскладка нанесенного ущерба между всеми страхователями, за счет взносов которых и был сформирован страховой фонд.

Важное значение для экономики имеет создание **резервных фондов**, предназначенных для компенсации возникающих ущербов или непредвиденных расходов финансовых и материальных средств. Но использование резервных фондов не носит характера возвратности и в их формировании не всегда принимает участие множество физических и юридических лиц.

На рис. 15.1 приведены некоторые виды резервных и страховых фондов, которые существуют в Российской Федерации [10].

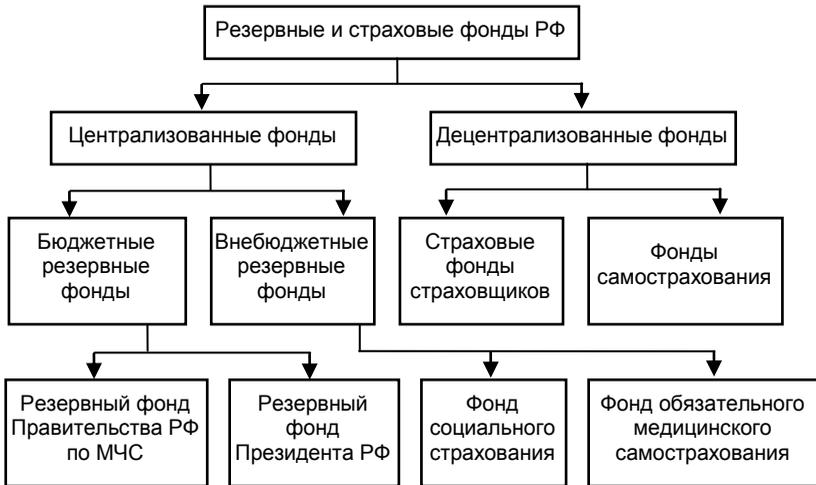


Рис. 15.1. Структура резервных и страховых фондов РФ

Резервные и страховые фонды необходимы любому государству в качестве «финансовых амортизаторов». С их помощью можно компенсировать непредвиденные потери, которые неизбежно возникают в ходе воспроизводственных процессов.

15.2. Принципы функционирования и участники страхового рынка

Принципы функционирования страхового рынка определяются общими условиями развития и состояния экономики. Одним из основополагающих является **принцип демонополизации страхового дела**. Реализация этого принципа означает, что страховую деятельность на рынке могут осуществлять любые страховые компании независимо от формы их собственности.

Важным принципом формирования и развития страхового рынка является **конкуренция страховых организаций** по представлению страховых услуг, привлечению страхователей и мобилизации денежных средств в страховые фонды.

Принципом функционирования страхового рынка является **принцип свободы выбора** для страхователей условий предоставления страховых услуг, форм и объекта страхования. Для реализации этого принципа необходим широкий ассортимент страховых услуг, разумное сочетание обязательной и добровольной форм страхования на рынке и постоянно расширяющиеся возможности покрытия различных видов ущерба.

Свобода предпринимательской деятельности предоставляет право любому юридическому лицу заниматься страховым делом. Но страхование — особая форма предпринимательской деятельности, которая должна обеспечить страховую защиту страхователя при наступлении неблагоприятных непредвиденных событий. Поэтому важным принципом организации страхового дела в условиях рынка является **принцип надежности и гарантии страховой защиты**, реализация которого базируется на юридической основе.

Механизм регистрации страховых компаний, лицензирование их деятельности и контроля государства обеспечивает соблюдение интересов страхователей и финансовую устойчивость страховых операций.

Организация страхового дела на рыночной основе повышает потребность в поступлении информации о деятельности страховщика. **Принцип гласности** позволяет страхователю осознанно решать вопрос о выборе страховой компании.

Участниками страхового рынка России выступают продавцы, покупатели, посредники, их ассоциации, а также государство в лице органа страхового надзора — Федеральной службы страхового надзора (ФССН) при Министерстве финансов РФ. Категорию продавцов составляют страховые и перестраховочные компании. В качестве покупателей выступают страхователи — физические и юридические лица, заключающие договора страхования с тем или иным продавцом [34].

Покупатели страховой услуги (страхователи, полисодержатели) — это любые юридические или дееспособные физические лица, заключившие договоры страхования или являющиеся страхователями в силу закона.

Продавцы страховой услуги (страховщики) — это юридические лица, имеющие лицензию на осуществление страховой деятельности на территории РФ. В качестве продавцов страховой услуги могут выступать [10]:

- **прямые страховщики** — страховые компании, которые заключают со страхователями договоры страхования;

- **перестраховщики** — организации, страхующие уже застрахованные объекты, при этом риск перераспределяется между несколькими страховыми компаниями, в том числе и иностранными;

- **объединения страховщиков:**

- *союз* — объединение страховщиков для защиты своих прав и координации действий в отрасли страхования (например, Российский союз страховщиков (РОСС));

- *ассоциация* — объединение организаций или лиц для достижения общей хозяйственной, политической, научной или другой цели (например, Военно-страховая компания);

- *холдинг* — объединение финансово независимых юридических лиц с контрольным пакетом акций у одного из участников;

- *пул* — добровольное объединение страховщиков, не являющееся юридическим лицом, принимающее на себя особые виды рисков (атомные, военные, авиационные и др.) исходя из солидарной ответственности всех участников;

- **кэпитивы** — дочерние страховые компании, защищающие корпоративные страховые интересы учредителей и самостоятельных хозяйствующих субъектов, входящих в структуру многопрофильных концернов или крупных финансово-промышленных групп;

- **общества взаимного страхования** — некоммерческие организации, созданные на основе добровольного соглашения между юридическими и физическими лицами для страховой защиты своих имущественных интересов.

Посредниками на страховом рынке выступают:

страховой агент — это физическое или юридическое лицо, действующее от имени и по поручению страховщика. Он является его сотрудником или работает по поручению, соответственно он получает либо заработную плату, либо вознаграждение. Функции страхового агента: продажа страховых полисов (заключение договоров страхования), инкассация страховых премий, оформление документации, в отдельных случаях — выплата страхового возмещения;

страховой брокер — это юридическое или физическое лицо, зарегистрированное в качестве предпринимателя, действующее от своего имени и по поручению страхователя или страховщика. Страховой брокер должен зарегистрироваться в уполномоченном государственном органе и органе страхового надзора. В отличие от страховщиков брокеру не нужно получать лицензию, но он должен быть внесен в реестр страховых брокеров. Источник дохода брокера — комиссионные. Функции страхового брокера: оценка страхового риска (предмета страхования), подбор для клиента наиболее подходящего страховщика и варианта страхования, оформление договора страхования, оказание консультативных услуг, содействие получению страхователем страхового возмещения при наступлении страхового случая и др.

Специфическим товаром, предлагаемым на страховом рынке, является **страховая услуга**. Потребительская ее стоимость характеризуется обеспечением страховой защиты в форме страхового покрытия. Цена страховой услуги выражается в установлении тарифной брутто-ставки, которая формируется на основе актуарных¹ расчетов с учетом спроса и предложения на рынке. Нижняя граница цены определяется принципом эквивалентности финансовых взаимоотношений страховщика и страхователя; верхняя граница — экономическими интересами страховой ком-

¹ Актуарные расчеты — в широком смысле — расчет тарифов по любому виду страхования методами математической статистики. С помощью актуарных расчетов определяется доля участия каждого страхователя в создании страхового фонда.

пании. Факторами ценообразования являются величина и структура страхового портфеля, качество инвестиционной деятельности, размер управленческих расходов, прибыль и уровень рентабельности страховых операций.

15.3. Виды страхования финансовых рисков

Для функционирования финансового рынка большое значение имеет система страхования различных финансовых рисков.

Финансовый риск — это вероятность наступления ущерба в результате проведения каких-либо операций в финансово-кредитной и биржевой сферах, совершения операций с фондовыми ценностями, т. е. риск, обусловленный природой этих операций [24].

Финансовый риск — это риск наступления косвенного (побочного) финансового ущерба (неполучения или недополучения прибыли) в результате наступления страхового события, например, остановки производства (торговли) из-за утраты либо повреждения застрахованного имущества. Этот риск угрожает, прежде всего, производственным предприятиям.

Финансовые риски косвенно связаны с имущественным страхованием и распространяются в основном на финансово-кредитную и биржевую сферы. При этом есть одно исключение: к финансовым рискам можно отнести риск неплатежа по потребительскому кредиту, где одним из субъектов страхования может являться физическое, а не юридическое лицо. Существует много связанных с финансово-кредитной сферой рисков, которые нельзя в полной мере отнести к финансовым рискам. Таковы, например, риски убытков, вызванных следующими обстоятельствами:

- мошенничеством банковских служащих;
- принятием банком фальшивых денежных знаков;
- подделкой или утратой различных ценных бумаг;

- подделкой чеков, векселей, кассовых ордеров;
- кражей, уничтожением или повреждением находящихся в помещении банка денежных знаков, драгоценных камней, металлов, ценных бумаг, страховых полисов, бухгалтерских книг и др.

Названные риски, хотя и связаны с финансово-кредитной сферой, относятся скорее не к финансовым, а к имущественным, но их страхование имеет большое значение для коммерческих банков и должно получить широкое распространение.

Можно предложить следующую **классификацию страхования финансовых рисков:**

- 1) **страхование кредитов**, в том числе страхование:
 - риска невозврата кредита (страхователь — банк);
 - ответственности заемщика за невозврат (непогашение) кредита (страхователь – заемщик);
 - несвоевременной уплаты процентов за кредит заемщикам;
 - потребительского кредита (страхователь — физическое лицо);
 - коммерческого кредита (страхование векселей);
 - депозитов (страхователь — банк или вкладчик);
- 2) **страхование косвенных рисков**, в том числе:
 - на случай потери прибыли (дохода);
 - дополнительных расходов (как отдельный вид страхования);
 - временной прибыли, арендной платы и т. п.;
- 3) **страхование биржевых рисков**, в том числе:
 - рисков неплатежа по коммерческим сделкам;
 - комиссионного вознаграждения брокерской фирмы;
 - операций с ценными бумагами.
- 4) **страхование риска неправомерного применения финансовых санкций государственными налоговыми инспекциями**. В соответствии с ГК РФ страхование финансовых рисков представляет собой совокупность видов страхования, предусматривающих обязанности страховщика по страховым выплатам в размере полной или частичной компенсации потери доходов (дополнительных расходов), вызванных следующими событиями:

- остановкой производства или сокращением объема производства в результате оговоренных событий;
- потерей работы;
- непредвиденными расходами;
- неисполнением договорных обязательств контрагентом застрахованного лица, являющегося кредитором по сделке;
- понесенными застрахованным лицом судебными расходами (издержками);
- иными событиями.

Лекция 16

СТРАХОВОЙ РЫНОК. СПЕЦИФИЧЕСКИЕ ВИДЫ СТРАХОВАНИЯ И ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ

16.1. Страхование финансовых инвестиций и гарантий.

16.2. Хеджирование.

16.3. Тенденции развития мирового страхового рынка.

Базовые понятия: страховой риск; страхование инвестиций, финансовых гарантий, муниципальных облигаций, хеджирование.

16.1. Страхование финансовых инвестиций и гарантий

Финансовые инвестиции (ФИ) представляют собой покупку активов в виде ценных бумаг (как долевого, так и долгового), которые будут приносить инвестору не только прибыль, но и гарантировать определенный уровень безопасности вложения средств.

Особым видом страховой защиты является **защита инвестиционных вложений** от возможных потерь, возникающих вследствие неблагоприятного, непредсказуемого изменения конъюнктуры рынка и ухудшения других условий для осуществления инвестиционной деятельности посредством заключения договоров страхования со страховыми компаниями. Данный вид страхования разделяется в зависимости от характера страховых рисков на *страхование от политических и коммерческих рисков*. Договоры страхования от политических рисков заключают при осуществлении инвестиций в зарубежные страны, которое характеризуется невозможностью математической оценки вероятности наступления страховых случаев и крайне высокими размерами ущерба. Частные страховые компании страхованием от политических рисков практически не занимаются.

Этим видом страхования занимаются в основном государственные страховые структуры страны-инвестора и международные финансовые организации. В настоящее время на три государственные организации (в США, Германии и Японии) приходится 80 % общих объемов операций, осуществляемых в рамках национальных государственных программ страхования инвестиционных рисков. **Страховыми рисками** здесь являются события, исходящие от органов власти, управления, иных государственных образований, а также народных масс. При определении конкретного их перечня в договоре учитываются такие факторы, как политическое и экономическое положение страны, ее потенциальные финансовые возможности, уровень развития промышленности, величина валового внутреннего продукта, объемы внутренней и внешней задолженности государства, своевременность погашения имеющихся займов, уровень инфляции и т. п.

Страхование инвестиционной деятельности проводится, как правило, частными страховыми компаниями. Целью является защита инвестиционных вложений от возможных потерь. Одной из разновидностей страхования финансовых инвестиций является **страхование финансовых гарантий**. Его условия предусматривают предоставление страховщиком гарантий выполнения определенных финансовых обязательств, оговоренных в процессе заключения деловой сделки, сторонами которой выступают заемщик и инвестор.

Гражданский кодекс Российской Федерации разделяет договоры поручительства и банковской гарантии. **По договору поручительства** поручитель обязуется перед кредитором другого лица отвечать за исполнение последним его обязательства полностью или частично. В соответствии **с договором банковской гарантии** гарант дает по просьбе другого лица (принципала) письменное обязательство уплатить кредитору принципала (бенефициару) в соответствии с условиями даваемого гарантом обязательства денежную сумму по представлении бенефициаром письменного требования об ее уплате. При этом право на выдачу банковских гарантий имеют банки, иные кредитные учреждения и страховые организации.

Среди видов страхования финансовых гарантий можно выделить страхование:

- облигаций и других ценных бумаг;
- кредитов для краткосрочных торговых сделок и долгосрочных инвестиций;
- закладных облигаций;
- муниципальных облигаций;
- выплат по сдаче в аренду, лизинг и т. п.;
- оплаты стоимости поставляемого оборудования;
- автомобильных ссуд.

Одним из наиболее известных видов и самых быстрорастущих секторов страхования финансовых гарантий является *страхование муниципальных облигаций* — форма финансовых гарантий, при которой страховая компания предоставляет свою оценку кредитоспособности и репутацию муниципальному выпуску облигаций в обмен на страховую премию. Это страхование имеет две функции: позволяет заемщику существенно уменьшить издержки по выплате процентов по его долговым обязательствам путем повышения оценки кредитоспособности выпускающей облигации и в то же время защищает держателей облигаций от риска того, что муниципалитет не выполнит обязательств по выплате процентов и основной суммы.

16.2. Хеджирование

Особую роль на финансовом рынке занимает специфический вид страхования — хеджирование.

Хеджирование (от англ. hedge — страховка, гарантия) — открытие сделок на одном рынке для компенсации воздействия ценовых рисков равной, но противоположной позиции на другом рынке [24].

Обычно хеджирование осуществляется с целью страхования рисков изменения цен путем заключения сделок на срочных

рынках. Наиболее часто встречающийся вид хеджирования — **хеджирование фьючерсными контрактами**, которые позволяют защититься от резких изменений конъюнктуры рынка.

Сущность хеджирования заключается в покупке или продаже фьючерсных или опционных контрактов одновременно с продажей или покупкой базисного актива с тем же сроком поставки, а затем проведения обратной операции с наступлением дня поставки. Хеджирование способно оградить хеджера от больших потерь, но в то же время либо полностью лишает его возможности воспользоваться благоприятным развитием конъюнктуры, либо снижает его прибыль.

В качестве примера можно взять предпринимателя, который работает в аграрной сфере, а точнее производит и реализует пшеницу. Предположим, что в данный момент сложившаяся на рынке цена пшеницы составляет 2500 рублей за тонну и позволяет предпринимателю получить неплохую прибыль. Однако к тому времени, когда нужно будет убирать урожай, цена может упасть, к примеру, до 2000 рублей за тонну. Такая цена не устраивает предпринимателя, а потому он стремится обезопасить свой доход. Для этого он может заранее продать фьючерсный контракт на пшеницу по цене 2500 рублей за тонну. Теперь если цены на рынке упадут, предприниматель сможет компенсировать потери за счет совершения сделки по фьючерсному контракту. Разумеется, в случае роста цен на пшеницу часть потенциальной прибыли будет потеряна, а в прибыли окажется покупатель фьючерса.

Хеджирование, таким образом, можно считать добровольным отказом от возможности заработать на рыночных колебаниях в пользу стабильного развития бизнеса.

Хеджирование бывает: **полное**, исключающее риск потерь полностью, и **частичное**, осуществляющее страховку только в определенных пределах. Для хеджирования своей позиции инвестор должен определить размер возможных расходов и необходимое число контрактов, которое требуется купить или продать. Так как хеджирование является дорогим и достаточно сложным процессом, то требуется проведение большого объема вычислений при оценке полных расходов на хеджирование и сравнении альтернативных способов хеджирования.

Хеджирование фьючерсным контрактом заключается в открытии временной позиции на фьючерсном рынке, которая близка по параметрам и противоположна по сути позиции инвестора на наличном рынке и защищает его от рыночного риска. Хеджирование основывается на предположении о близком к параллельному движению наличной цены базисного актива и фьючерсной цены. При любой попытке уменьшить риск потерь с помощью хеджирования фьючерсными контрактами необходимо принимать во внимание отношение наличной цены базисного актива к фьючерсной цене, определяющее прибыль или убытки от хеджа.

Финансовые фьючерсы служат удобным инструментом страхования для банков, пенсионных фондов и других финансовых институтов по сравнению с альтернативными способами хеджирования. В настоящее время существует возможность открытия и закрытия фьючерсных позиций на биржах разных стран мира. Этот «взаимный зачет» очень привлекателен для многих многонациональных организаций, которые используют фьючерсные сделки для ограничения риска на всемирной основе. Выигрыши/потери инвестора при хеджировании фьючерсным контрактом характеризуются базисным риском, т. е. риском, связанным с разницей между наличной ценой базисного актива и фьючерсной ценой в момент окончания хеджирования.

Традиционно при решении вопроса о том, какой фьючерсный контракт лучше всего подходит для хеджирования в конкретной ситуации, учитывается соотношение между базисным риском и ликвидностью. Пользование контрактами, предлагающими достаточную ликвидность, может приводить к недопустимому базисному риску и наоборот.

К хеджированию продаж фьючерсного контракта инвестор прибегает, если в будущем планирует продать некоторый актив, которым он владеет в настоящее время или собирается его вскоре получить и хеджирование защищает от возможного падения цены актива. Если инвестор собирается в будущем приобрести какой-либо актив, он использует хеджирование покупкой фьючерсного контракта и хеджирование защищает от роста

цены актива. На практике хеджирование посредством фьючерсного контракта из-за его сильной стандартизации не всегда может полностью исключить риск потерь, так как актив, торгуемый на спотовом рынке, может несколько отличаться от предмета фьючерсного контракта и сроки фьючерсного контракта могут не полностью соответствовать срокам купли-продажи актива на спотовом рынке.

Общим правилом выбора фьючерсного контракта является выбор по времени его истечения: инвестор должен свести к минимуму время между окончанием хеджа и поставкой по фьючерсному контракту. Месяц поставки должен располагаться позже окончания хеджирования.

Распорядитель портфеля, имеющего большое количество акций в различных компаниях, подвержен риску, что рынок в целом упадет (в смысле цен). Он в состоянии снизить этот риск, продав фьючерсный контракт на индекс цены акций, который равен по стоимости наличной стоимости портфеля инвестора. Если рынок упадет, стоимость портфеля будет защищена, поскольку убытки будут компенсированы прибылью на фьючерсном рынке. Аналогичным образом, если рынок поднимется, то на фьючерсном рынке будут убытки, но они будут компенсированы соответствующей прибылью в стоимости акций.

Помимо операций с фьючерсами, операциями хеджирования могут считаться и операции с другими срочными инструментами: форвардными контрактами и опционами.

Результатом хеджирования является не только снижение рисков, но и снижение возможной прибыли. *Цель хеджирования* (страхования рисков) состоит в защите от неблагоприятных изменений цен на рынке акций, товарных активов, валют, процентных ставок и пр. Например, инвестор имеет в портфеле акции «Газпрома», но остерегается снижения цен на этот инструмент, поэтому он открывает короткую позицию по фьючерсу на «Газпром» или покупает пут-опцион, и таким образом страхуется от падения цен на этот актив.

Хеджирование позволяет существенно улучшить результаты хозяйственной деятельности предприятия:

- страхуется риск неблагоприятного изменения курса иностранной валюты по отношению к национальной;
- снимается неопределенность в получении будущих доходов, более прозрачными становятся финансовые потоки
- в ряде случаев снижается стоимость привлекаемых кредитных ресурсов;
- высвобождаются средства компании и повышается управляемость.

Например, предприятие работает в России и берет кредит размером 1 млн долларов США (или евро). Очевидно, что компании невыгоден рост доллара (евро), так как рубль будет обесцениваться, а выручка предприятия формируется в рублях. Ослабление рубля по отношению к доллару (евро) отрицательным образом скажется на прибыли предприятия.

Плановая девальвация национальной валюты Центральным Банком РФ — одна из главных причин падения рубля. Еще одна важная причина — достаточно низкие цены на нефть и значительный отток долларов из страны.

В этой ситуации самый оптимальный вариант — хеджирование (страхование) валютных рисков при помощи производных инструментов — фьючерсов или опционов. Компания может воспользоваться одним из приведенных способов.

Способ 1

Компания осуществляет свою деятельность в России, берет долларовый кредит размером 1 млн долларов США. Для того чтобы застраховаться от роста доллара нужно купить фьючерс на доллар США, либо колл-опцион на этот фьючерс. В результате, если курс доллара будет расти и стоимость кредита, который нужно отдавать будет увеличиваться, предприятие получит прибыль от производных инструментов и компенсирует таким образом убытки от роста доллара.

Способ 2

Предприятие работает в России, а произведенную продукцию экспортирует за рубеж и выручку получает в долларах США. Для того чтобы застраховаться от роста рубля нужно открыть короткую позицию (шорт) по фьючерсу на доллар США, либо купить пут-опцион на этот фьючерс. В результате если курс доллара будет падать, и выручка

будет уменьшаться, предприятие получит прибыль от производных инструментов и компенсирует таким образом убытки от роста курса рубля. Хеджирование позволяет заранее прогнозировать рублевую выручку предприятия вне зависимости от труднопредсказуемого поведения курсов валют.

В табл. 16.1 представлены некоторые виды рисков, с которыми финансовые компании проводят операции хеджирования.

Хозяиствующий субъект, который стремится застраховать свои риски, называется «хеджер». Хеджер стремится снизить риск, вызванный неопределенностью цен на рынке, с помощью покупки или продажи срочных контрактов. Это дает возможность зафиксировать цену и сделать доходы или расходы более предсказуемыми. При этом риск, связанный с хеджированием, не исчезает. Его берут на себя спекулянты, т. е. предприниматели, идущие на определенный, заранее рассчитанный риск.

Спекулянты на рынке срочных контрактов играют большую роль. Принимая на себя риск в надежде на получение прибыли при игре на разнице цен, они выполняют роль стабилизатора цен. При покупке срочных контрактов на бирже спекулянт вносит гарантийный взнос, которым и определяется величина риска спекулянта. Если цена товара (курс валюты, ценных бумаг) снизилась, то спекулянт, купивший ранее контракт, теряет сумму, равную гарантийному взносу. Если цена товара возросла, то спекулянт возвращает себе сумму, равную гарантийному взносу, и получает дополнительный доход от разницы в ценах товара и купленного контракта.

16.3. Тенденции развития мирового страхового рынка

Под мировым страховым рынком понимается его действие в мировом масштабе (страхование интернациональных космических кораблей, туристов и путешественников за пределами своих стран и др.).

Примеры рисков, подлежащих хеджированию

Рыночные риски	Примеры хеджирования рисков	Основные активы хеджирования
<p>Валютный риск, возникающий при ведении внешне-экономической деятельности или наличии у компании кредитов в иностранной валюте. Риск связан с возникновением убытков при изменении соотношения курса иностранной валюты к национальной</p>	<p>Хеджирование экспортных операций При экспортных операциях российская компания получает доход в долларах США. При росте курса рубля выручка уменьшится. Компенсация убытков произойдет за счет прибыли, полученной от короткой позиции по фьючерсу на доллар или покупки пут-опциона на этот фьючерс.</p> <p>Хеджирование валютных кредитов Российская компания взяла кредит в евро. При росте курса евро стоимость кредита увеличится. Компенсация убытков произойдет за счет прибыли, полученной от фьючерса на евро или покупки колл-опциона на этот фьючерс</p>	<p>Американский доллар. Английский фунт. Евро. Российский рубль. Швейцарский франк. Японская иена</p>
<p>Ценовой риск товарных активов, возникающий при торговле биржевыми товарами, цены которых привязаны к мировым биржевым котировкам. Риск связан с возникновением убытков при неблагоприятном изменении цен на нефть, золото, зерно и дру-</p>	<p>Хеджирование риска повышения цен Текстильная компания специализируется на производстве джинсовых тканей. При росте мировых цен на хлопок вырастут издержки компании на закупку этого сырья. Компенсация убытков произойдет за счет прибыли, полученной от длинной позиции по фьючерсам на хлопок.</p> <p>Хеджирование риска снижения цен Российская компания осуществляет поставки пшеницы. При падении мировых цен на пшеницу, выручка компании уменьшится. Компенсация убытков произойдет за счет прибыли, полученной от короткой позиции по фьючерсам на пшеницу</p>	<p>Зерновые и масла. Металлы. Мясо. Нефть и энергия. Продукты</p>

и другие товарные активы		
Рыночные риски	Примеры хеджирования рисков	Основные активы хеджирования
Ценовой риск финансовых активов , возникающий при владении инвестиционным портфелем. Риск связан с возникновением убытков при неблагоприятном изменении цен на акции и облигации	<p>Хеджирование риска рыночного спада Инвестор владеет портфелем акций российских компаний различных секторов. При падении российского рынка, стоимость портфеля уменьшится. Компенсация убытков произойдет за счет прибыли, полученной от короткой позиции по фьючерсам на индекс ММВБ или покупки опциона пут на данный индекс.</p> <p>Хеджирование риска снижения цен на облигации Компания владеет облигациями. При росте процентных ставок цена облигаций начинает снижаться. Компенсация убытков произойдет за счет прибыли от короткой позиции по фьючерсам на эти облигации</p>	Акции Облигации Инвестиционные портфели

Хотя для страхования внешнеэкономической деятельности не требуется получения специальной лицензии, однако страхование внешнеэкономических операций имеет свои особенности. Они обусловлены тем, что при проведении внешнеэкономических операций экспортер и импортер подвергаются коммерческим рискам, возникающим вследствие следующих причин:

- изменения цены товара после заключения контракта;
- отказа импортера от приема товара; злоупотреблений или ухудшения валютных средств, выплат по поддельным банкнотам, чекам и т.п.;
- неплатежеспособности покупателя или заказчика;
- неустойчивости валютных курсов, инфляции (дефляции).

К специфическим особенностям внешнеэкономической деятельности можно отнести и необходимость учитывать законодательство различных стран, международные правовые нормы регулирования и ряд других факторов.

Валютные риски, например, возникают в результате изменения курса валюты в период между подписанием внешнеторгового или кредитного соглашения и осуществлением платежа по нему. Так, при понижении курса валюты цены (займа) по отношению к валюте платежа убытки несет экспортер (кредитор), так как он получает меньшую реальную стоимость по сравнению с контрактной. Напротив, при повышении курса валюты цены (займа) по отношению к валюте платежа убытки возникают у импортера (должника). Объектом страхования внешнеэкономической деятельности являются имущественные интересы ее участников.

Главным документом при осуществлении внешнеэкономической деятельности является договор (контракт) — письменно оформленное соглашение двух и более участников внешнеэкономической деятельности и их иностранных контрагентов, устанавливающее взаимные права и обязанности всех участников.

Права и обязанности по договору определяются сторонами законодательством одной из стран — участников внешнеэкономической сделки. Если согласование не проводилось, применяются права следующих стран:

- в договоре купли-продажи — страны-продавца;
- в договоре лицензирования — лицензиария (страны, выдавшей лицензию);
- в договоре комиссии — комитента;
- в договоре страхования — страхователя;
- в договоре займа — кредитора.

При заключении договора страхования участники должны выбрать вариант, наиболее соответствующий товару, способу его упаковки и транспортирования.

Взаимные права и обязанности страховщика и страхователя оговорены в типовых контрактах. Часто большая часть риска лежит именно на продавце. Как показывает общепринятая практика, чем больше преимуществ имеет покупатель перед продавцом, тем большую часть риска от перевозки товаров он снимает с себя с помощью, оговорок, включаемых в договор страхования, и наоборот. Типовыми контрактами предусматривается, что срок страхования включает период от момента начала отправки товара с места его производства до выгрузки в месте назначения. Этот срок обычно составляет 15 дней, в некоторых контрактах — 21 день.

Особое значение в страховании внешнеэкономической деятельности имеют страхование контейнеров, страхование ответственности судовладельцев, страхование экспортных коммерческих кредитов, страхование политических рисков.

Огромную роль на развитие мирового рынка страхования оказывают процессы глобализации. Сама специфика страхования, связанная с перераспределением рисков среди страховых и перестраховочных компаний, способствует этому.

Глобализация мирового страхового рынка представляет собой процесс стирания законодательных и экономических барьеров между национальными страховыми хозяйствами, происходящий под влиянием изменений в мировой экономике, и имеет в качестве конечной цели формирование глобального страхового пространства.

Одним из признаков глобализации является наблюдаемый процесс поглощения национальных страховщиков. В 1998 году Citibank был приобретен страховой компанией «Travelers» (США) за 73 млрд долларов, а финансовая группа «Berkshire Hathaway» (США) купила перестраховочную компанию «General Re» (США). В Венгрии практически все страховые компании являются иностранными по месту регистрации и происхождению капитала. Подобный процесс концентрации идет и среди страховых брокеров.

Развитие современных технологий в области телекоммуникаций оказывает значительное влияние на мировой страховой рынок, предоставляя, с одной стороны, непосредственный доступ к потребителю, в том числе и в других странах, а с другой стороны, формируя спрос на появление новых страховых услуг, предоставляющих защиту от несанкционированного доступа к электронной информации.

Лекция 17

ОСНОВНЫЕ КРИТЕРИИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ВЛОЖЕНИЙ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

17.1. Сущность и классификация финансовых рисков.

17.2. Взаимосвязь основных критериев инвестиционных качеств объектов инвестирования.

17.3. Сравнительная характеристика инвестиционных критериев для различных финансовых рынков.

Базовые понятия: риск, чистые и спекулятивные риски, коммерческие риски, финансовые риски, инвестиционные риски, специфические риски, доходность, ликвидность, норма дисконта, норма текущей доходности.

17.1. Сущность и классификация финансовых рисков

Наука управления рисками достаточно обширна и затрагивает все стороны функционирования хозяйствующих субъектов как на макро-, так и на микроуровне. В системе управления рисками при функционировании финансовых рынков принято рассматривать финансовые риски.

Риск в общем понимании — это вероятность возникновения потерь, убытков, недопоступлений планируемых доходов.

Риск как экономическая категория представляет собой событие, которое может произойти или не произойти. В случае совершения такого события возможны три экономических результата: отрицательный (проигрыш, ущерб, убыток); нулевой; положительный (выигрыш, выгода, прибыль) [24].

Конечно, риска можно избежать, т. е. просто уклониться от мероприятия, связанного с риском. Однако избегание риска зачастую означает отказ от возможной прибыли. Хорошая поговорка гласит: «Кто не рискует, тот ничего не имеет».

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

Под классификацией рисков следует понимать их распределение на отдельные группы по определенным признакам для достижения определенных целей. Научно обоснованная классификация рисков позволяет четко определить место каждого риска в их общей системе. Она создает возможности для эффективного применения соответствующих методов и приемов управления риском. Каждому риску соответствует свой прием управления риском. В зависимости от возможного результата (рискованного события) риски можно подразделить на две большие группы [35]:

1) **чистые риски**, означающие возможность получения отрицательного или нулевого результата. К этим рискам относятся природно-естественные, экологические, политические, транспортные и часть коммерческих рисков (имущественные, производственные, торговые);

2) **спекулятивные риски**, выражающиеся в возможности получения как положительного, так и отрицательного результата. К ним относятся финансовые риски, которые являются частью коммерческих рисков.

В зависимости от основной причины возникновения, риски делятся на следующие категории: природно-естественные, экологические, политические, транспортные и коммерческие. Общая схема классификации видов рисков приведена на рис. 17.1.

Существует множество видов рисков, касающихся различных аспектов жизни человека, функционирования экономики, природных процессов и т.п. Функционирование финансовых рынков сопровождается в основном возможностью возникновения коммерческого риска.



Рис. 17.1. Классификация видов рисков

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

Выделяются следующие виды коммерческих рисков:

1) **имущественный риск** — риск, связанный с вероятностью потерь имущества гражданина-предпринимателя по причине кражи, диверсии, халатности, перенапряжения технической и технологической систем и т. п.;

2) **производственный риск** — риск, связанный с убытком от остановки производства вследствие воздействия различных факторов и, прежде всего, гибели или повреждения основных и оборотных фондов (оборудования, сырья, транспорта и т. п.), а также риск, связанный с внедрением в производство новой техники и технологий;

3) **торговый риск** — риск, связанный с убытком по причине задержки платежей, отказа от платежа в период транспортировки товара, непоставки товара;

4) **финансовый риск**, возникающий в процессе отношений предприятий с финансовыми институтами (банками, финансовыми, инвестиционными, страховыми компаниями, биржами и др.).

Как правило, степень риска для финансового актива или варианта вложения капитала зависит от продолжительности финансовой операции, часто риск увеличивается со временем. Например, убытки импортера товара сегодня определяются временем с момента заключения контракта до срока платежа по сделке, так как курсы иностранной валюты по отношению к российскому рублю продолжают расти.

Основными причинами финансового риска являются инфляционные факторы, рост учетных ставок банка, снижение стоимости ценных бумаг и др.

Основными причинами финансового риска являются инфляционные факторы, рост учетных ставок банка, снижение стоимости ценных бумаг и др.

Финансовые риски подразделяются на следующие виды:

1) риски, связанные с покупательной способностью денег:

- **инфляционные риски**, возникающие в результате роста инфляции, которая приводит к обесцениванию получаемых денежных доходов с точки зрения их реальной покупательной способности. Реальная покупательная способность доходов снижается быстрее, чем эти доходы растут. В таких условиях предприниматель несет реальные потери;

- **дефляционные риски**, возникающие в случае роста дефляции, в результате которой происходит снижение уровня цен и соответственно увеличение покупательной способности денег, ухудшение экономических условий предпринимательства и сокращение доходов;

- **валютные риски**, представляющие собой опасность валютных потерь, связанных с изменением курса одной иностранной валюты по отношению к другой при проведении внешнеэкономических, кредитных и других валютных операций;

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

2) риски, связанные с вложением капитала (инвестиционные риски):

- **риск упущенной выгоды**, заключающийся в том, что может наступить косвенный (побочный) финансовый ущерб (неполученная прибыль) в результате неосуществления какого-либо мероприятия (например, страхования, хеджирования, инвестирования и др.);

- **риск снижения доходности**, который может возникнуть в результате уменьшения размера процентов и дивидендов по портфельным инвестициям, вкладам и кредитам. Портфельные инвестиции связаны с формированием инвестиционного портфеля и представляют собой приобретение ценных бумаг и других активов. Термин «портфельный» (от итальянского «Porte foglio», означающего совокупность ценных бумаг, имеющихся у инвестора).

Риск снижения доходности включает в себя следующие разновидности: процентные риски и кредитные риски.

К процентным рискам относится опасность потерь коммерческими банками, кредитными учреждениями, инвестиционными институтами в результате превышения процентных ставок, выплачиваемых ими по привлеченным средствам, над ставками по предоставленным кредитам. К процентным рискам относятся также риски потерь, которые могут понести инвесторы в связи с изменением дивидендов по акциям, процентных ставок на рынке по облигациям, сертификатам и другим ценным бумагам.

Рост рыночной ставки процента ведет к понижению курсовой стоимости ценных бумаг, особенно облигаций с фиксированным процентом. При повышении процента может начаться также массовый сброс ценных бумаг, эмитированных под более низкие фиксированные проценты и досрочно принимаемых обратно эмитентом по условиям выпуска.

Процентный риск несет инвестор, вложивший средства в среднесрочные и долгосрочные ценные бумаги с фиксированным процентом, при текущем повышении среднерыночного процента в сравнении с фиксированным уровнем. Иными словами, инвестор мог бы получить прирост доходов за счет повышения процента, но не может высвободить свои средства, вложенные на указанных выше условиях.

Процентный риск несет эмитент, выпускающий в обращение среднесрочные и долгосрочные ценные бумаги с фиксированным процентом, при текущем понижении среднерыночного процента в сравнении с фиксированным уровнем. Иначе говоря, эмитент мог бы привлекать средства с рынка под более низкий процент, но он уже связан сделанным им выпуском ценных бумаг. Этот вид риска при быстром росте процентных ставок в условиях инфляции имеет значение и для краткосрочных бумаг.

Кредитный риск — опасность неуплаты заемщиком основного долга и процентов, причитающихся кредитору. К кредитному риску относится также риск такого события, при котором эмитент, выпустивший долговые ценные бумаги, окажется не в состоянии выплачивать проценты по ним или основную сумму долга.

Можно выделить **специфический вид рисков — риски прямых финансовых потерь**, которые включают:

- *биржевые риски*, представляющие собой опасность потерь от биржевых сделок (риск неплатежа по коммерческим сделкам, риск неплатежа комиссионного вознаграждения брокерской фирмы и т. п.);

- *селективные риски* (от лат. *selectio* — выбор) — риски неправильного выбора способа вложения капитала, вида ценных бумаг для инвестирования в сравнении с другими видами ценных бумаг при формировании инвестиционного портфеля;

- *риск банкротства*, представляющий собой опасность в результате неправильного выбора способа вложения капитала полной потери предпринимателем собственного капитала и неспособности его рассчитываться по взятым на себя обязательствам. В результате предприниматель становится банкротом.

К категории рисков прямых финансовых потерь часто относят и кредитный риск.

Применительно к финансовым рынкам также можно рассматривать *другой вид классификации рисков*. Здесь принято выделять общие (систематические) и специфические риски.

Общие (систематические) риски включают риски, одинаковые для всех участников инвестиционной деятельности и

форм инвестирования. Они определяются факторами, на которые инвестор при выборе объектов инвестирования не может повлиять. К основным видам общих рисков можно отнести внешнеэкономические риски, возникающие в связи с изменением ситуации во внешнеэкономической деятельности, и внутриэкономические риски, связанные с изменением внутренней экономической среды.

Приведем некоторые виды общих рисков:

- **социально-политический риск**, объединяющий совокупность рисков, возникающих в связи с изменениями политической системы, расстановки политических сил в обществе, политической нестабильностью. Политические и страновые риски инвесторы принимают на себя в случае небольших или краткосрочных вложений с соответствующим увеличением процентной ставки. При инвестиционном кредитовании или проектном финансировании снижение риска может обеспечиваться за счет предоставления гарантий государства;

- **экологический риск**, выступающий как возможность потерь, связанных с природными катастрофами, ухудшением экологической ситуации;

- **риски, связанные с мерами государственного регулирования**, — это риски при изменении административных ограничений инвестиционной деятельности, экономических нормативов, налогообложения, валютных паритетов, процентной политики, изменений на рынке ценных бумаг и в законодательстве;

- **конъюнктурный риск** — риск, связанный с неблагоприятными изменениями общей экономической ситуации или положением на отдельных рынках и возникающий, в частности, вследствие смены стадий экономического цикла развития страны или конъюнктурных циклов развития инвестиционного рынка;

- **инфляционный риск**, возникающий вследствие того, что при высокой инфляции денежные суммы, вложенные в объекты инвестирования, могут не покрываться доходами от инвестиций. Инфляционный риск, как правило, почти полностью ложится на инвесторов (кредиторов), которые должны правильно оценить

перспективы развития инфляционных процессов, поэтому при исследовании инвестиционных качеств предполагаемых объектов принято закладывать прогнозные темпы инфляции;

- **риск ухудшения условий для данной сферы деятельности**, включающий риски, связанные с возможностью усиления конкуренции, изменения требований потребителей, банковскими кризисами и др.

К прочим в группе общих рисков можно отнести риски, возникающие в связи с экономическими преступлениями, недобросовестностью хозяйственных партнеров, неисполнением, неполным или некачественным исполнением партнерами взятых на себя обязательств и пр.

Общие риски могут представлять серьезную угрозу для инвесторов, их следует учитывать по всем формам и объектам инвестирования.

В отличие от общих рисков **специфические риски (несистематические)** сугубо индивидуальны для каждого инвестора. Они агрегируют все виды рисков, связанных с инвестиционной деятельностью конкретного субъекта или вложениями в конкретные объекты инвестирования.

Специфические риски могут быть связаны с непрофессиональной инвестиционной политикой, нерациональной структурой инвестируемых средств, другими аналогичными факторами, негативные последствия которых можно в существенной степени избежать при повышении эффективности управления инвестиционной деятельностью. Эти риски являются диверсифицированными, понижаемыми и зависят от способности инвестора к выбору объектов инвестирования с приемлемым риском, а также реальному учету и регулированию рисков. Несистематический риск называют также индивидуальным, остаточным, особым или диверсифицируемым риском.

Выделение в совокупности рисков, возникающих при инвестиционной деятельности банков, систематических и несистематических рисков позволяет использовать в дальнейшем анализе методологический аппарат теории формирования эффективного инвестиционного портфеля.

При рассмотрении специфических рисков представляется целесообразным выделить в их составе риски, присущие инвестиционному портфелю, и внутренние риски, свойственные различным видам инвестирования.

Риск инвестиционного портфеля возникает в связи с ухудшением качества инвестиционных объектов в его составе и нарушением принципов формирования инвестиционного портфеля. Он является агрегированным и включает в себя более частные виды рисков, к наиболее значимым из которых можно отнести:

- *капитальный риск* — интегральный риск инвестиционного портфеля, связанный с общим ухудшением его качества, который показывает возможность потерь при вложении в инвестиции по сравнению с другими видами активов;

- *селективный риск*, связанный с неверной оценкой инвестиционных качеств определенного объекта инвестирования при подборе инвестиционного портфеля;

- *риск несбалансированности*, возникающий в связи с нарушением соответствия между инвестиционными вложениями и источниками их финансирования по объему и структурным показателям доходности, риска и ликвидности;

- *риск излишней концентрации (недостаточной диверсификации)*, определяемый как опасность потерь, связанных с узким спектром инвестиционных объектов, низкой степенью диверсификации инвестиционных активов и источников их финансирования, что приводит к необоснованной зависимости инвестора от одной отрасли или сектора экономики, региона или страны, от одного направления инвестиционной деятельности. При этом данный риск выступает как конгломерат различных рисков (странового, отраслевого, регионального, кредитного и др.) в сочетании со специфическими признаками, указанными в определении.

Рассмотренные риски являются специфическими рисками портфельного инвестирования, возникающими в связи с функционированием инвестиционного портфеля как целостной совокупности, что предполагает необходимость их учета при формировании и управлении инвестиционным портфелем. Кроме данных

видов рисков можно выделить *риски, присущие в той или иной степени различным видам инвестиционных объектов в составе инвестиционного портфеля*, которые следует учитывать как при оценке отдельных инвестиционных вложений, так и инвестиционного портфеля в целом. Основными видами подобных рисков являются следующие:

- *страновой риск* — возможность потерь, вызванных размещением средств и ведением инвестиционной деятельности в стране с неустойчивым социальным и экономическим положением. Он включает в себя соответствующие экономические, политические, географические, экологические и прочие риски, которые в отличие от рассмотренных выше аналогичных видов общих рисков могут быть снижены при выборе инвестором иных объектов вложений;

- *отраслевой риск* — риск, связанный с изменением ситуации в определенной отрасли. В основе отраслевого риска лежит цикличность развития отраслей, переориентация экономики, истощение ресурсов конкретного вида, изменение спроса на рынках и другие факторы;

- *региональный риск* — это риск потерь в связи с неустойчивым состоянием экономики региона, который особенно присущ монопродуктовым регионам;

- *временной риск* — риск возможности потерь вследствие неправильного определения времени осуществления вложений в инвестиционные объекты и времени их реализации, сезонных и циклических колебаний;

- *риск ликвидности* — риск потерь при реализации инвестиционного объекта вследствие изменения оценки его инвестиционного качества;

- *кредитный риск* — риск потери средств или потери инвестиционным объектом первоначального качества и стоимости из-за несоблюдения обязательств со стороны эмитента, заемщика или его поручи тела. Данный вид риска в наибольшей степени присущ банковской деятельности, он связан с возможным ростом расходов при предоставлении кредитов по «плавающей»

ставке, имеющей тенденцию к росту, снижением платежеспособности заемщика;

- *операционный риск* — риск потерь, возникающих в результате того, что в деятельности субъекта, осуществляющего инвестиции, имеются нарушения в технологии инвестиционных операций, неполадки в компьютерных системах обработки информации и др.

17.2. Взаимосвязь основных критериев инвестиционных качеств объектов инвестирования

Основными критериями инвестиционных качеств объектов инвестирования являются:

1) **доходность** финансовых инструментов, определяемая прибылью от роста курсовой стоимости по сравнению с вложенными средствами;

2) **риск** при вложениях в финансовые инструменты, означающий возможность недополучения дохода или утраты вложенных средств, доходность и риск находятся в прямой взаимосвязи;

3) **ликвидность** финансовых инструментов, определяемая как их способность быстро и без потерь превращаться в деньги.

Например, чем выше общий интерес инвесторов к ценной бумаге, тем больше вероятный объем операций по данной ценной бумаге, и это должно создавать у инвесторов большую уверенность в том, что они смогут найти соответствующего контрагента, желающего заключить сделку в противоположном направлении по разумной цене.

Недостаток ликвидности по финансовому инструменту часто приводит к отсутствию «прозрачности» рыночной цены, поскольку даже мелкие сделки могут оказать радикальное воздействие на цену данного инструмента. Например, если цена на акцию поднялась со 100 руб. до 180 руб. за достаточно короткий

отрезок времени, инвестор может принять решение совершить продажу по данной цене. Однако если подъем цены произошел при низком объеме операций (т. е. низкой ликвидности), инвестор может обнаружить, что количество потенциальных покупателей по более высокой цене недостаточно. Намереваясь продать ценную бумагу, он может прийти к выводу, что цена начнет падать так же быстро, как и поднялась и, следовательно, он не сможет совершить сделку на продажу. И наоборот, признак хорошей ликвидности рынка — это ситуация, когда при совершении операций в достаточно больших объемах цена на инструмент не меняется.

На ликвидность могут влиять различные факторы. К примеру, когда акции прочно связаны в контрольных пакетах, для публичных торгов может остаться только небольшое количество акций в свободном обращении. В таком случае их ликвидность будет низкой и, следовательно, будет сложно покупать или продавать ценные бумаги в более или менее достаточных объемах. Соответственно именно по этой причине биржи допускают к торгам только те акции, количество которых в свободном обращении составляет не менее 25 % от выпуска.

На финансовом рынке каждый инструмент подвергается анализу, прежде всего с точки зрения рассмотренных качеств.

В табл. 17.1 приведена сравнительная характеристика некоторых ценных бумаг по показателям риска и доходности.

Соотношение риска и доходности финансовой операции или финансового инструмента представляет особое значение для любого инвестора, поскольку *доходность прямо пропорциональна риску*.

Зависимость доходности и риска представлена на рис. 17.2, где степень риска и доходности измеряются в процентах, а кривая соотношения риска и доходности показывает изменчивость финансового инструмента с течением времени.

Сравнительная характеристика инвестиционных качеств некоторых видов ценных бумаг

Вид ценной бумаги	Преимущества	Недостатки
Простые акции	Возможность получения высоких дивидендов в период эффективной деятельности. Высокая ликвидность. Возможность влияния на рост доходности и снижение рисков путем участия в управлении и разработке политики фирмы	Негарантированный и прогнозный характер дохода. Высокий уровень риска, связанный с возможностью невыплаты дивидендов, утраты капитала при банкротстве или ликвидации фирмы. Последняя очередь возврата капитала при ликвидации фирмы. Невозможность для мелких акционеров воздействовать на политику фирмы
Привилегированные акции	Стабильный уровень дохода в виде получения дивидендов заранее обусловленной величины независимо от результатов хозяйственной деятельности. Возможность ликвидности путем преимущественного права обратного выкупа акций. Низкий уровень риска вследствие преимущественного права на получение дивидендов и раздел имущества при ликвидации общества	В период эффективной деятельности дивиденды могут быть ниже, чем по простым акциям. Более низкая ликвидность на фондовом рынке. Возможность обратного выкупа вне желания акционера. Ограниченные возможности воздействия на управление фирмой

Вид ценной бумаги	Преимущества	Недостатки
Закладные облигации	Стабильный уровень дохода. Высокая ликвидность. Низкий уровень риска вследствие надежной гарантии возврата долга и первоочередного права на возврат вложенных средств при ликвидации фирмы	Более низкий уровень дохода, чем по другим видам облигаций. Отсутствие права участия в управлении фирмой
Беззакладные облигации	Стабильный уровень дохода. Более высокий процент по сравнению с закладными облигациями	Высокий уровень риска вследствие отсутствия надежного обеспечения и права предъявления имущественных претензий к фирме при невыплате долга. Отсутствие права участия в управлении фирмой
Конвертируемые облигации	Стабильный уровень дохода. Низкий уровень риска вследствие обусловленного права обмена на акции и другие ценные бумаги, первоочередного права на возврат вложенных средств при ликвидации фирмы	Более низкий доход, чем по другим видам облигаций. Отсутствие права участия в управлении фирмой



Рис. 17.2. Соотношение риска и доходности

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

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

Оптимальность соотношения дохода и риска означает достижение максимума для комбинации «доходность – риск» или минимума для комбинации «риск – доходность». При этом должны одновременно выполняться два условия:

1) при данном или меньшем уровне риска любое другое соотношение доходности и риска не может обеспечить большей доходности финансового инструмента;

2) при данном или большем уровне доходности любое другое соотношение доходности и риска не может обеспечить меньшей степени риска финансового инструмента.

Поскольку на практике инвестиционная деятельность связана с множественными рисками и использованием различных ресурсных источников, количество оптимальных соотношений

возрастает. В связи с этим для достижения равновесия между риском и доходом необходимо использовать пошаговый метод решения путем последовательных приближений. Осуществление инвестиционной деятельности предполагает не только принятие известного риска, но и обеспечение определенного дохода. Если предположить, что минимальному риску соответствует минимальный необходимый доход, то можно выделить несколько секторов, характеризующихся определенной комбинацией дохода и риска: А, В, С.

Сектор А, вложения в котором не обеспечивают минимального необходимого дохода, может рассматриваться как область недостаточной доходности. Функционирование в секторе С связано с высокими рисками, снижающими возможность получения ожидаемых высоких доходов, поэтому сектор С может быть определен как область повышенного риска. Осуществление вложений в секторе В обеспечивает инвестору достижение дохода при допустимом риске, следовательно, сектор В является областью оптимальных значений соотношения доходности и риска.

При оценке риска необходимо учитывать несколько особенностей. Есть такое понятие как безрисковая ставка или прибыль (англ. risk-free rate), которая описывает *уровень доходности, который в конкретной экономике можно получить без риска*. Безрисковая ставка является самой маленькой из всех возможных предсказуемых норм доходности. Но именно из-за того, что она предсказуема, она и низка.

Мерой такой безрисковой нормы доходности является ставка на государственные облигации. Так как вероятность дефолта правительства очень мала, можно рассчитывать на возврат инвестиций практически не рискуя, но получая назад лишь минимальную прибыль.

Как правило, инвестиционная деятельность предполагает получение большей прибыли, чем уровень инфляции. А доходы по безрисковым инструментам не превышают инфляцию, а часто намного ниже нее. Поэтому применяются методы оценки до-

ходности различных инструментов, чтобы определить рискованность вложений и потенциальную прибыль.

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

Ликвидность инструмента выступает неким гарантом его доходности. Обычно, чем выше ликвидность инструмента, тем больший доход он предполагает.

17.3. Сравнительная характеристика инвестиционных критериев для различных финансовых рынков

Различные виды финансовых рынков (учетный, денежный, кредитный, межбанковский, валютный, рынок ценных бумаг, рынок драгоценных металлов, страховой рынок) предполагают различное соотношение риска, доходности и ликвидности их инструментов. Поэтому в зависимости от соотношения уровня доходности и ликвидности финансовых инструментов на каждом из рынков, и рискованности операций с ними как на микро-, так и на макроуровне инвесторы и размещают свои капиталы.

Наиболее часто данная оценка применяется на рынке ценных бумаг. В табл. 17.2 приведена выборочная оценка инструментов рынка ценных бумаг по степени доходности и риска.

Данные таблицы свидетельствуют о том, что спекулятивные акции имеют более высокую норму доходности по сравнению с самыми ликвидными акциями типа AAA, но при этом риск потери инвестиций гораздо выше у спекулятивных акций.

В таблице 17.3 представлена сравнительная оценка каждого из рассмотренных в лекциях финансовых рынков по степени

ликвидности инвестиций, степени доходности и степени риска потери инвестиций.

Таблица 17.2

Соотношение доходности и риска
по отдельным видам ценных бумаг

Вид ценных бумаг	Средняя норма текущей доходности, %	Оценка риска (по пятибалльной системе)			
		Риск потери дохода по инвестициям		Риск потери инвестированных средств	
		при повышении ставки ссудного процента	при повышении темпа инфляции	при систематическом (рыночном) риске	при несистематическом (специфическом) риске
Правительственные облигации	4–6	4–5	3–5	1–2	1–2
Облигации типа AAA	5–6	4–5	4–5	2–3	2–3
Облигации типа A	6–8	3	4–5	3	3
Привилегированные акции	6–10	2	2	3	3
Простые акции типа A ⁺	7–9	3	3	3–4	3–4
Простые акции типа A	8–10	1–2	2	3–4	3–4
Простые акции типа B	9–12	1–2	2	4	5
Сберегательные (де- позитные) сертифи- каты коммерческих банков	10–15	1–2	1–2	4–5	5
Простые акции типа C (спекулятивные)	15–20	1–2	1–2	5	5

Ликвидность, как правило, складывается из различных факторов, характеризующих любой вид финансового рынка и его инструменты, и может быть измерена различными способами. Степень ликвидности приведенных в табл. 17.3 финансовых рынков ранжирована от 1 до 8: 1 — инструмент с самой низкой ликвидностью, 8 — инструмент с самой высокой ликвидностью.

Таблица 17.3

Сравнительная оценка видов финансовых рынков

Вид финансового рынка	Возможный уровень доходности, %	Ликвидность финансовых инструментов	Степень риска потери инвестиций, %
Учетный рынок	4–10	4	30
Денежный рынок	5–25	5	30
Межбанковский рынок	3–15	2	10
Кредитный рынок	10–25	3	20
Валютный рынок	5–50	8	100
Рынок ценных бумаг	3–10	7	80
Рынок драгоценных металлов	5–30	6	15
Страховой рынок	3–10	1	10

Таким образом, самым ликвидным из рассмотренных рынков является валютный. При этом норма доходности от операций с валютами может быть очень высока, и при повышении дохода пропорционально увеличивается степень риска потери инвестиций. Кредитный рынок является менее ликвидным, но при этом может приносить неплохой доход. Поскольку большинство кредитов обеспечены какими-либо активами, степень риска на кредитном рынке достаточно низкая.

В общем смысле эффективность любых форм инвестиций рассчитывается на основе сопоставления эффекта (дохода) и затрат на его получение. При вложениях, например, в ценные бумаги в качестве затрат выступает сумма инвестированных в ценные бумаги средств, а в качестве дохода — разность между текущей стоимостью ценной бумаги и суммой вложенных в ее приобре-

тение средств. Поскольку доход по ценной бумаге может быть получен лишь в будущем, для сопоставимости он должен быть приведен к настоящему времени путем дисконтирования.

Основная формула для расчета эффективности финансовых инвестиций проста [36]:

$$E_f = (C - I_o) / I_o. \quad (17.1)$$

где E_f — эффективность инвестирования в финансовый инструмент;

C — текущая (дисконтированная) стоимость финансового инструмента;

I_o — сумма инвестируемых средств;

Поскольку выражение $(C - I_o)$ представляет собой ожидаемый от инвестирования доход D , то формулу (14) можно преобразовать следующим образом:

$$E_f = D / I_o. \quad (17.2)$$

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

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

По облигациям и другим аналогичным долговым инструментам ожидаемый доход складывается из потоков процентных

сумм по этим активам и стоимости самого актива на момент погашения [36]. Возможны следующие варианты формирования денежных потоков:

- без выплаты процентов по фондовому инструменту;
- с периодической выплатой процентов;
- с выплатой всей процентной суммы при погашении.

По простым и привилегированным акциям формирование ожидаемого денежного дохода зависит от периода использования данного фондового инструмента:

1) в течение неопределенного времени, при этом будущие денежные потоки формируются только за счет начисляемых дивидендов;

2) заранее предусмотренного срока, и в этом случае будущие денежные потоки включают суммы начисляемых дивидендов и прироста курсовой стоимости финансовых инструментов.

Кроме того, в обоих вариантах в зависимости от условий обращения конкретных видов финансовых инструментов, проводимой дивидендной политики и, соответственно, различной динамики уровня выплачиваемых дивидендов денежные потоки могут формироваться на различной основе: стабильного уровня дивидендов, постоянно возрастающего уровня дивидендов, непостоянного уровня дивидендов. В связи с этим фондовые инструменты характеризуются разнообразием моделей оценки их приведенной стоимости при сравнении эффективности различных финансовых инвестиций.

Важную роль при оценке эффективности инвестирования играет величина нормы дисконта, используемая при приведении сумм будущих денежных потоков к настоящему времени. Необходимость выбора соответствующей конкретному инвестиционному объекту нормы дисконта обусловлена существенными колебаниями уровня риска. Дифференциация нормы дисконта должна осуществляться с учетом следующих параметров: средней стоимости ресурсов, предназначенных для инвестирования, прогнозируемого темпа инфляции в рассматриваемом периоде, премии за инвестиционный риск.

В зарубежной практике определение нормы дисконта, используемой при оценке приведенной стоимости финансовых инструментов (так называемой нормы текущей доходности), осуществляется, как правило, в соответствии с моделью цены капитальных активов. Согласно данной модели норма текущей доходности по конкретному финансовому инструменту определяется как сумма нормы текущей доходности по безрисковым финансовым инвестициям (в частности, по государственным облигациям) и премии за риск, уровень которого в конечном счете определяет степень дифференциации доходности по отдельным инструментам.

При этом норма текущей доходности по безрисковым финансовым инструментам формируется на основе ставки ссудного процента на денежном рынке и уровня инфляции и, в свою очередь, рассматривается как общая основа для последующей дифференциации нормы дисконта по различным финансовым инструментам [36].

В современной российской практике при оценке сравнительной эффективности инвестиций в качестве базы сравнения целесообразно использовать не норму текущей доходности по безрисковым инвестициям, а среднюю стоимость предполагаемых источников инвестиций. Такой подход определяется не только сложностью выявления безрисковых инвестиций в условиях неразвитого фондового рынка, но и тем, что показатель средней цены ресурсов, предназначенных для инвестирования, наиболее полно отражает возможности конкретного субъекта в области финансирования инвестиционной деятельности.

Лекция 18

РИСК И ДОХОДНОСТЬ. УПРАВЛЕНИЕ РАЗЛИЧНЫМИ ВИДАМИ РИСКОВ

18.1. Методы управления финансовыми рисками.

18.2. Способы снижения риска.

Базовые понятия: финансовая устойчивость, страховая премия, страховая сумма, диверсифицируемый и не диверсифицируемый риски, эмиссионный доход, лимитирование, самострахование.

18.1. Методы управления финансовыми рисками

Залогом выживаемости и основой стабильного положения финансовых институтов служит их устойчивость. Различают следующие грани устойчивости: общая, ценовая, финансовая. Финансовая устойчивость является главным компонентом общей устойчивости предприятия.

Финансовая устойчивость — это такое состояние финансовых ресурсов хозяйствующего субъекта, их перераспределения и использования, когда обеспечиваются его развитие на основе собственной прибыли и рост капитала при сохранении платежеспособности и кредитоспособности в условиях допустимого уровня финансового риска [24].

Целью управления финансовым риском является снижение потерь, связанных с данным риском до минимума. Потери могут быть оценены в денежном выражении, оцениваются также шаги по их предотвращению.

Общеизвестны четыре метода управления риском:

1) **упразднение** — метод, суть которого состоит в отказе от совершения рискованного мероприятия. Но для финансового предприятия упразднение риска обычно упраздняет и прибыль;

2) **предотвращение потерь и контроль** — метод, включающий определенный набор превентивных и последующих действий, которые обусловлены необходимостью предотвратить негативные последствия, уберечься от случайностей, контролировать размер потерь, если они уже имеют место или неизбежны;

3) **страхование** — метод, выражающийся в готовности инвестора отказаться от части доходов, лишь бы избежать риска, т. е. он готов заплатить за снижение риска до нуля;

4) **поглощение** — метод, состоящий в признании ущерба и отказе от его страхования. К поглощению прибегают, когда сумма предполагаемого ущерба незначительно мала и ей можно пренебречь.

Из всех приведенных методов наиболее сложным и в тоже время распространенным является страхование финансовых рисков. Для страхования характерны целевое назначение создаваемого денежного фонда, расходование его ресурсов лишь на покрытие потерь в заранее оговоренных случаях; вероятностный характер отношений; возвратность средств. Страхование как метод управления риском означает два вида действий:

1) перераспределение потерь среди группы предпринимателей, подвергшихся однотипному риску (самострахование);

2) обращение за помощью к страховой фирме.

Крупные фирмы обычно прибегают к самострахованию. Это процесс, при котором организация, часто подвергающаяся однотипному риску, заранее откладывает средства для покрытия убытков. Тем самым можно избежать дорогостоящей сделки со страховой фирмой.

При использовании страхования как услуги кредитного рынка финансовый менеджер обязан определить приемлемое соотношение между страховой премией и страховой суммой.

Страховая премия — это плата за страховой риск страхователя

страховщику. **Страховая сумма** — это денежная сумма, на которую застрахованы материальные ценности или ответственность страхователя.

При выборе конкретного средства разрешения финансового риска инвестор должен исходить из следующих принципов:

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

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

18.2. Способы снижения риска

Высокая степень финансового риска проекта приводит к необходимости поиска путей ее искусственного снижения.

Снижение степени риска — это сокращение вероятности наступления потерь и их объема. Для снижения степени риска применяются различные приемы, из которых наиболее распространенными являются:

- диверсификация;
- приобретение дополнительной информации о выборе и результатах;
- лимитирование;
- самострахование;
- страхование;
- страхование от валютных рисков;
- хеджирование;

- приобретение контроля над деятельностью в связанных областях;
- учет и оценка доли использования специфических фондов компании в ее общих фондах.

Диверсификация представляет собой процесс распределения капитала между различными объектами вложения, которые непосредственно не связаны между собой. Диверсификация позволяет избежать части риска при распределении капитала между разнообразными видами деятельности. Например, приобретение инвестором акций пяти разных акционерных обществ вместо акций одного общества увеличивает вероятность получения им среднего дохода в пять раз и соответственно в пять раз снижает степень риска. Диверсификация является наиболее обоснованным и относительно менее затратным способом снижения степени финансового риска.

Диверсификация является, по сути, рассеиванием инвестиционного риска, однако она не может свести инвестиционный риск до нуля. Это связано с тем, что на предпринимательство и инвестиционную деятельность хозяйствующего субъекта оказывают влияние внешние факторы, которые не связаны с выбором конкретных объектов вложения капитала, и, следовательно, на них не влияет диверсификация. Внешние факторы затрагивают весь финансовый рынок, т. е. они влияют на финансовую деятельность всех инвестиционных институтов, банков, финансовых компаний, а не на отдельные хозяйствующие субъекты.

К внешним факторам относятся процессы, происходящие в экономике страны в целом, военные действия, гражданские волнения, инфляция и дефляция, изменение учетной ставки Центрального банка России, изменение процентных ставок по депозитам, кредитам в коммерческих банках и т. д. Риск, обусловленный этими процессами, нельзя уменьшить с помощью диверсификации.

Таким образом, риск состоит из двух частей: диверсифицируемого и недиверсифицируемого риска. *Диверсифицируемый риск*, называемый еще несистематическим, может быть устранен путем его рассеивания, т. е. диверсификацией. *Недиверси-*

фицируемый риск, называемый еще систематическим, не может быть уменьшен диверсификацией. Причем исследования показывают, что расширение объектов вложения капитала, т. е. рассеивание риска, позволяет легко и значительно уменьшить объем риска. Поэтому основное внимание следует уделить уменьшению степени недиверсифицируемого риска. С этой целью была разработана так называемая «портфельная теория». Частью этой теории является модель увязки систематического риска и доходности ценных бумаг (Capital Asset Pricing Model - CAPM).

Портфель ценных бумаг может состоять из одной ценной бумаги или их сочетания и содержать обыкновенные акции, привилегированные акции, краткосрочные бумаги с фиксированным доходом, облигации, необеспеченные обязательства, warrants и даже производные инструменты. Формирование портфеля производится из ценных бумаг разных отраслей экономики либо бумаг разных видов в зависимости от представлений инвестора о рынке, его терпимости к риску и ожидаемого им дохода.

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

Причина диверсификации состоит в попытке распределить риск по портфелю, поскольку с каждой ценной бумагой и каждой отраслью связаны свои риски. Предполагается, что инвестор отрицательно относится к риску. Это означает, что инвестор не будет брать на себя неоправданный риск. Диверсификация портфеля снижает риск, поскольку общая сумма рисков по каждой ценной бумаге в портфеле не равна риску по портфелю в целом.

Современная теория портфеля была сформулирована Гарри Марковитцем в работе, опубликованной в 1952 году. Основу данной теории составляет положение о том, что максимальный доход от портфеля не должен быть основой для принятия решения из-за элементов риска. Для сведения риска к минимуму портфель нужно диверсифицировать. Уменьшение риска, одна-

ко, означает и снижение доходности. Таким образом, при снижении риска доходы от портфеля должны быть оптимизированы. Фактически нужен такой портфель, в котором соотношение риска и дохода было бы приемлемым для инвестора.

Разумеется, что у каждого инвестора свое отношение к риску — его неприятие или стремление к нему в зависимости от точки зрения. Некоторые инвесторы предпочитают высокий риск, в то время как другие стремятся свести его к минимуму. Естественно, что чем выше риск, тем выше должен быть ожидаемый доход.

Диверсификация по Марквитцу представляет собой сочетание ценных бумаг, имеющих менее чем позитивную корреляцию с тем, чтобы сократить риск, не сокращая ожидаемого дохода. В целом, чем меньше корреляция между ценными бумагами, тем меньше степень риска по портфелю. Это действительно так, независимо от риска по ценным бумагам, взятым по отдельности.

Информация играет важную роль в риск-менеджменте. Финансовому менеджеру часто приходится принимать рискованные решения, когда результаты вложения капитала не определены и основаны на ограниченной информации. Если бы финансовый менеджер обладал более полной информацией, то он мог бы сделать точный прогноз и тем самым снизить риск. Это делает информацию товаром, причем очень ценным. Инвестор готов заплатить за полную информацию. Стоимость полной информации рассчитывается как разница между ожидаемой стоимостью какого-либо приобретения или вложения капитала, когда имеется полная информация, и ожидаемой стоимостью, когда информация неполная.

Лимитирование — это установление лимита, т. е. предельных сумм расходов, продажи, кредита и т. п. Лимитирование является важным приемом снижения степени риска и применяется банками при выдаче ссуд, при заключении договора на овердрафт и т. п. Хозяйствующими субъектами он применяется при продаже товаров в кредит, предоставлении займов, определении сумм вложения капитала и т. п.

Выше уже обсуждались методы страхования рисков, которые применяются на финансовых рынках. Частным случаем

снижения степени риска можно рассматривать метод **самострахования**, который означает, что предприниматель предпочитает подстраховаться сам, а не покупать страховку в страховой компании. Тем самым он экономит на затратах капитала по страхованию. Самострахование представляет собой децентрализованную форму создания натуральных и страховых (резервных) фондов непосредственно в хозяйствующем субъекте, особенно в тех, чья деятельность подвержена риску.

Создание предпринимателем обособленного фонда возмещения возможных убытков в производственно-торговом процессе выражает сущность самострахования. Основная задача самострахования заключается в оперативном преодолении временных затруднений финансово-коммерческой деятельности. В процессе самострахования создаются различные резервные и страховые фонды. Эти фонды в зависимости от цели назначения могут создаваться в натуральной или денежной форме.

Так, фермеры и другие субъекты сельского хозяйства создают прежде всего натуральные страховые фонды: семенной, фуражный и др. Их создание вызвано вероятностью наступления неблагоприятных климатических и природных условий.

Резервные денежные фонды создаются прежде всего на случай покрытия непредвиденных расходов, кредиторской задолженности, расходов по ликвидации хозяйствующего субъекта. Создание их является обязательным для акционерных обществ.

Акционерные общества и предприятия с участием иностранного капитала обязаны в законодательном порядке создавать резервный фонд в размере не менее 15 % и не более 25 % от уставного капитала. Акционерное общество зачисляет в резервный фонд также *эмиссионный доход*, т. е. сумму разницы между продажной и номинальной стоимостью акций, вырученной при их реализации по цене, превышающей номинальную стоимость. Эта сумма не подлежит какому-либо использованию или распределению, кроме случаев реализации акций по цене ниже номинальной стоимости.

Резервный фонд акционерного общества используется для финансирования непредвиденных расходов, в том числе также

на выплату процентов по облигациям и дивидендов по привилегированным акциям в случае недостаточности прибыли для этих целей. Хозяйствующие субъекты и граждане для страховой защиты своих имущественных интересов могут создавать общества взаимного страхования.

Наиболее важным и самым распространенным приемом снижения степени риска является **страхование риска**. Сущность страхования выражается в готовности инвестора отказаться от части своих доходов, чтобы избежать риска (готовности заплатить за снижение степени риска до нуля). Это называется хеджированием. Процесс хеджирования подробно рассмотрен в лекции 16.

Всё множество изученных методов снижения риска можно сгруппировать в несколько подходов:

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

Всем этим подходам в той или иной степени присущи следующие недостатки:

- не показана четко взаимосвязь и различия между понятиями «риск» и «неопределённость»;
- не отмечена индивидуальность риска, субъективность его проявления;
- спектр критериев оценки риска ограничен, как правило, одним показателем.

Из имеющихся способов снижения рисков каждый инвестор или финансовый менеджер выбирает наиболее удовлетворяющие заданным условиям и ситуации. Выбор того или иного метода должен быть подкреплён обоснованием целесообразности его использования и предполагаемым размером выгоды в результате применения определенного способа снижения риска.

Литература к курсу лекций

1. Финансы / Под ред. С.И. Лушина, В.А. Слепова. — СПб.: Экономистъ, 2005. — 688 с.
2. Литовских А.М., Шевченко И.К. Финансы, денежное обращение и кредит: учеб. пособие. — Таганрог: Изд-во ТРТУ, 2003. — 135 с.
3. Главный специалист ООО «BEL Development» ЩербакOVA О.Н. Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции экономической добавленной стоимости [Электронный ресурс]: материалы интернет-сайта. — URL: <http://uprav.biz/materials/finance/view/6467.html>
4. Нелюбова Н.Н., Сазонов С.П. Финансы: учеб. пособие. — Волгоград: Изд-во ВолГУ, 2001. — 96 с.
5. Иванов В.М. Финансовый рынок: конспект лекций // Межрегиональная академия управления персоналом. — Киев, 2001. — 105 с.
6. Максимова В.Ф., Максимов К.В., Вершинина А.А. Международные финансовые рынки и международные финансовые институты: учеб.-метод. комплекс. — М.: Евразийский открытый институт, 2009. — 175 с.
7. World Economic Outlook. — 1997. — May — P. 45 [Электронный ресурс]: сайт Международного валютного фонда. — URL: <http://www.imf.org>
8. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения / Под ред. Красавиной Л.Н. — М.: Финансы и статистика, 2005. — 576 с.
9. Ливенцев Н.Н., Костюнина Г.М. Международное движение капитала. — М.: Экономистъ, 2004. — 368 с.
10. Перекрестова Л.В. Финансы и кредит: учеб. пособие для студ. сред. проф. учеб. заведений / Л.В. Перекрестова, Н.М. Романенко, С.П. Сазонов. — 5-е изд., стер. — М.: Изд. центр «Академия», 2007. — 288 с.
11. Суэтин А.А. Международный финансовый рынок. — М.: Кнорус, 2007. — 263 с.

12. Об обязательных нормативах банков» [Электронный ресурс]: инструкция Банка России №110-И от 16.01.2004 г. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
13. Международный финансовый рынок / Под ред. Слепова В.А. — М.: Магистр, 2007. — 544 с.
14. Корнелиус Лука. Торговля на мировых валютных рынках. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — 720 с.
15. Суэтин А.А. Международные валютно-финансовые отношения. — М.: Кнорус, 2006. — 438 с.
16. Моисеев С.Р. Международные валютно-кредитные отношения. — М.: Дело и сервис, 2003. — 816 с.
17. Экономический блог Белорусского Государственного Экономического Университета [Электронный ресурс]. — URL: <http://www.economy-web.org>
18. Мишина В., Федоренко В. Тенденции развития российского валютного рынка // Исследование Информационно-аналитического управления ЗАО «Московская Межбанковская валютная биржа (ММВБ). — 2008. — № 1 [Электронный ресурс]: сайт ЗАО ММВБ. — URL: <http://www.micex.ru>
19. Текущие показатели состояния Российского валютного рынка [Электронный ресурс]: сайт Московской Межбанковской Валютной Биржи. — URL: <http://www.micex.ru>
20. [Электронный ресурс]: портал о банковском секторе России. — URL: <http://www.russiabanks.ru>
21. О рынке ценных бумаг [Электронный ресурс]: федеральный закон от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
22. Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг. — М.: Финансы и статистика, 1993. — 352 с.
23. Бажанов С. Интеграция российского и международного финансовых рынков. — М.: КультИнформПресс, 2005. — 464 с.
24. Материалы электронной энциклопедии [Электронный ресурс]: Всемирная электронная энциклопедия. — URL: <http://ru.wikipedia.org/>

25. Материалы сайта Федеральной Службы по Финансовым рынкам [Электронный ресурс]: сайт Федеральной Службы по финансовым рынкам. — URL: www.ffms.ru

26. Моисеев А.А. Международные финансовые организации. Правовые аспекты деятельности. — М.: Омега-Л, 2006. — 296 с.

27. Афанасьев А., Лапина К., Рудько-Силиванов В. Кредитные деривативы как механизм управления прииском при взаимодействии банковского и реального секторов экономики [Электронный ресурс]: сайт журнала «Рынок ценных бумаг». — URL: <http://www.rcb.ru>

28. Наумов М. Западня для риска // Русский полис. 2003. — № 8. — С. 22–23 [Электронный ресурс]: российский электронный журнал о страховании. — URL: <http://www.barjkir.ru>.

29. Romain G. Ranciere. Credit Derivatives in Emerging // Сб. докладов Международного валютного фонда [Электронный ресурс]: ресурс о способах управления рисками. 2007. — URL: <http://risk1.net>

30. British Bankers' Association – Credit Derivatives Report [Электронный ресурс]: сайт Ассоциации банкиров Великобритании. 2006. — URL: <http://www.bba.org.uk/>

31. Аникин А.В. Золото. – М.: Международные отношения, 1988. — 336 с.

32. Чекулаев М. Ставка на золото // Национальный банковский журнал. — 2004. — № 11. — С. 92–97.

33. Букато В.И., Лapidус М.Х. Современный рынок золота. — М.: Финансы и статистика, 2004. — 320 с.

34. Данные о страховании и управлении финансовыми рисками [Электронный ресурс]: Образовательный сайт Сильченко-вой Т.Н. — URL: <http://silchenkova.ru/forma/index.html>

35. Игонина Л.Л. Инвестиции. — М.: Экономистъ, 2005. — 478 с.

36. Топсахалова Ф.М-Г. Инвестиции [Электронный ресурс]: Издательство Российской Академии Естествознания: монографии. — 2010. — URL: <http://www.rae.ru/monographs>