

ФЕДЕРАЛЬНОЕ АГЕНТСТВО ПО ОБРАЗОВАНИЮ
НОВОСИБИРСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
ЭКОНОМИКИ И УПРАВЛЕНИЯ
КАФЕДРА ЦЕННЫХ БУМАГ

**А.В.НОВИКОВ, Е.Е.АЛЕКСЕЕВ, П.А.НОВГОРОДОВ,
И.Н.НИКОЛАЕВ, Ю.В.СТЕПАНЕНКОВ**

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Учебно-методический комплекс

по специальностям:

080105 «Финансы и кредит»

080109 «Бухгалтерский учет, анализ и аудит»

030501 «Юриспруденция»

080100 «Экономика»

НОВОСИБИРСК
2006

Издается в соответствии с планом учебно-методической работы НГУЭУ

Н73 **Новиков А.В., Алексеев Е.Е., Новгородов П.А., Николаев И.Н., Степаненков Ю.В.**
Рынок ценных бумаг: Учебно-методический комплекс. — Новосибирск: НГУЭУ, 2006. — 112 с.

Настоящий учебно-методический комплекс содержит курс лекций, рабочую программу, методические указания и задания для выполнения контрольных работ, а также другие методические материалы.

В текстах лекций, включенных в УМК, кратко изложены основы функционирования рынка ценных бумаг, а также порядок выпуска и обращения основных видов ценных бумаг. Данные лекции являются базой для изучения дисциплины «Рынок ценных бумаг», однако наряду с лекциями необходимо использовать дополнительную литературу.

Учебно-методический комплекс «Рынок ценных бумаг» может быть использован студентами всех специальностей и форм обучения.

ББК 65.262.2

© Новиков А.В.,
Алексеев Е.Е.,
Новгородов П.А.,
Николаев И.Н.,
Степаненков Ю.В., 2006
© НГУЭУ, 2006

РАБОЧАЯ ПРОГРАММА УЧЕБНОЙ ДИСЦИПЛИНЫ «РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ»

РАЗДЕЛ 1. ОРГАНИЗАЦИОННО-МЕТОДИЧЕСКИЙ

1.1. ВЫПИСКА ИЗ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОГО СТАНДАРТА

СД.08. Рынок ценных бумаг. Рынок ценных бумаг как альтернативный источник финансирования экономики. Понятие ценной бумаги. История появления ценных бумаг. Классические виды ценных бумаг и их характеристика (акции, частные облигации, государственные ценные бумаги). Производные ценные бумаги и их характеристика (конвертируемые акции и облигации, варранты, опционы и фьючерсы). Финансовые инструменты на рынке ценных бумаг (векселя, депозитные, сберегательные, инвестиционные сертификаты, секьюритизация частных долгов). Международные ценные бумаги (евроноты, еврооблигации, евроакции). Рынок ценных бумаг и его структура (западная модель). Первичный рынок ценных бумаг и его характеристика. Методы размещения ценных бумаг. Участники первичного внебиржевого рынка ценных бумаг. Вторичный биржевой рынок (фондовая биржа). Организационная структура и функции фондовой биржи. Профессиональные участники биржи. Основные операции и сделки на бирже. Биржевая информация (биржевые индексы и их характеристика). Этика на фондовой бирже. Биржевые крахи и потрясения. «Уличный» рынок ценных бумаг и характеристика его деятельности. Участники вторичного рынка. Брокерские компании (организация, функции, механизм операций). Торговая регистрация, сопоставление и расчетный процесс. Механизм принятия решений на рынке ценных бумаг (фундаментальный и технический анализ). Эмиссия ценных бумаг. Депозитарно-регистрационный механизм рынка ценных бумаг. Система государственного регулирования рынка ценных бумаг: органы государственного надзора, законодательно-правовая база регулирования, национальные особенности регулирования рынка. Инвестиционная деятельность кредитно-финансовых институтов на рынке ценных бумаг (западная и российская модели) — банков, страховых компаний, инвестиционных компаний, пенсионных фондов и прочих институтов. Рынок ценных бумаг Российской Федерации. История и необходимость создания рынка. Виды ценных бумаг и финансовых инструментов. Структура рынка ценных бумаг и его основные тенденции развития. Участники рынка. Основные операции на рынке. Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России. Влияние азиатского кризиса и дефолта на российский рынок ценных бумаг.

1.2. ЦЕЛИ И ЗАДАЧИ УЧЕБНОЙ ДИСЦИПЛИНЫ

Целью преподавания дисциплины является формирование у студентов представления о роли и месте рынка ценных бумаг в общей структуре финансового рынка, его функциях и решаемых с его помощью задачах. В рамках изучения дисциплины рассматриваются как законодательные, так и практические основы функционирования рынка ценных бумаг и отдельных его сегментов.

Изучение дисциплины преследует образовательные и практические задачи.

Образовательные задачи заключаются в том, чтобы студенты получили четкое и ясное представление о:

- принципах функционирования рынка ценных бумаг;
- сущности и особенностях отдельных инструментов рынка ценных бумаг;
- способах государственного регулирования рынка ценных бумаг;
- условиях и порядке осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- истории развития рынка ценных бумаг, отдельных его сегментов и тенденциях развития на современном этапе.

Практические задачи состоят в привитии студентам навыков анализа эффективности операций с различными финансовыми инструментами рынка ценных бумаг, построения принципиальных схем, использующих эти инструменты, проведения исследования нормативно-

правовой базы, регулирующей российский рынок ценных бумаг, применения передового зарубежного опыта для решения задач, стоящих перед хозяйствующими субъектами России.

Данная дисциплина изучается в блоке общепрофессиональных дисциплин.

1.3. ТРЕБОВАНИЯ К УРОВНЮ ОСВОЕНИЯ ДИСЦИПЛИНЫ

По окончании изучения дисциплины «Рынок ценных бумаг» слушатель должен:

- *иметь* представление о принципах функционирования рынка ценных бумаг и отдельных его участников, об основных сферах применения ценных бумаг;
- *знать* цели и задачи данной дисциплины, основные понятия, свойства и характеристики ценных бумаг, принципы осуществления деятельности на рынке ценных бумаг, порядок взаимодействия участников рынка ценных бумаг, способы решения задач по оценке ценных бумаг и определению их доходности;
- *уметь* проводить комплексный анализ проблемных ситуаций, выделять возможные варианты действий, мотивируя их;
- *пользоваться* справочно-информационными компьютерными системами для обоснования ответов на поставленные вопросы, осуществлять тематическую подборку нормативно-правовых актов, производить расчеты при решении задач.

1.4. ФОРМЫ КОНТРОЛЯ

Итоговый контроль. Для контроля усвоения данной дисциплины учебным планом предусмотрен экзамен. Экзаменационная оценка является итоговой по дисциплине и проставляется в приложении к диплому (выписке из зачетной книжки).

Текущий контроль. В течение семестра выполняются контрольные задания. Результаты выполнения этих работ являются основанием для выставления оценок текущего контроля. Выполнение всех работ является обязательным. Студенты, не выполнившие в полном объеме все работы, не допускаются кафедрой к сдаче экзамена, как не выполнившие график учебного процесса по данной дисциплине.

РАЗДЕЛ 2. СОДЕРЖАНИЕ ДИСЦИПЛИНЫ

2.1. ТЕМАТИЧЕСКИЙ ПЛАН УЧЕБНОЙ ДИСЦИПЛИНЫ

Наименование темы	Очная форма			Заочная форма		
	Всего	В том числе		Всего	В том числе	
		Лекции	Семинары		Лекции	Самост. работа
Тема 1. Основные понятия рынка ценных бумаг	8	4	4	8	0,5	7,5
Тема 2. Участники рынка ценных бумаг	4	2	2	4	0,5	3,5
Тема 3. Основы корпоративного права	4	2	2	4	0,5	3,5
Тема 4. Рынки акций	4	2	2	4	0,5	3,5
Тема 5. Рынки долговых ценных бумаг	4	2	2	4	0,5	3,5
Тема 6. Виды государственных ценных бумаг в России	4	2	2	4	0,5	3,5
Тема 7. Эмиссия ценных бумаг	4	2	2	4	0,5	3,5
Тема 8. Инфраструктура рынка ценных бумаг	4	2	2	4	0,5	3,5
Тема 9. Виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и ее регулирование	4	2	2	4	0,5	3,5
Тема 10. Обращение ценных бумаг	4	2	2	4	0,5	3,5
Тема 11. Система регулирования рынка ценных бумаг	4	2	2	4	0,5	3,5
Тема 12. Регулирование выпуска и обращения векселей	4	2	2	4	0,5	3,5
Тема 13. Основы финансовых вычислений	4	2	2	4	0,5	3,5
Тема 14. Производные инструменты (финансовые деривативы)	8	4	4	8	1	7
Тема 15. Риск, хеджирование и диверсификация	4	2	2	4	0,5	3,5
Итого	68	34	34	68	8	60

2.2. СОДЕРЖАНИЕ ТЕМ

Тема 1. Основные понятия рынка ценных бумаг

Сбережения и инвестиции. Роль финансового рынка. Место рынка ценных бумаг в структуре финансового рынка. Цель функционирования рынка ценных бумаг. Денежный рынок и рынок капиталов. Инструменты денежного рынка. Инструменты рынка капиталов. Определение ценной бумаги. Виды ценных бумаг. Финансовые деривативы. Первичные и вторичные рынки ценных бумаг. Инвестиционные цели и решения. Риск и доход.

Тема 2. Участники рынка ценных бумаг

Основные категории участников рынка ценных бумаг. Классификация эмитентов ценных бумаг. Виды инвесторов. Регулирующие органы рынка ценных бумаг. Коллективные инвесторы на рынке ценных бумаг. Акционерные инвестиционные фонды. Паевые инвестиционные фонды. Негосударственные пенсионные фонды. Кредитные союзы.

Тема 3. Основы корпоративного права

Понятие и признаки корпоративного права. Отношения, регулируемые корпоративным правом. Закон «Об акционерных обществах». Правовое положение акционерного общества. Открытые и закрытые общества. Создание акционерного общества. Уставный капитал общества. Реорганизация акционерного общества. Структура и компетенция органов управления акционерным обществом. Понятие альтернативной и исключительной компетенции. Ликвидация общества.

Тема 4. Рынки акций

Определение акции. Категории и типы акций, размещаемых акционерным обществом. Размещенные и объявленные акции. Права акционеров. Понятие голосующей акции. Дивиденды, порядок их выплаты. Классификация акций по их инвестиционным характеристикам. Дивидендная доходность акций. Доход на одну акцию. Отношение цены к доходу на акцию. Стоимость чистых активов, приходящихся на одну акцию. Изменчивость акций.

Тема 5. Рынки долговых ценных бумаг

Понятие и виды долговых ценных бумаг. Понятие секьюритизации. Определение облигации. Классификация облигаций. Виды процентов. Текущая доходность облигаций. Доходность к погашению (полная доходность облигаций). Чувствительность или изменчивость облигаций. Дюрация. Критерий «1/8».

Тема 6. Виды государственных ценных бумаг в России.

Облигации республиканского внутреннего займа. Облигации государственного валютного займа. Государственные краткосрочные облигации. Облигации федерального займа. Облигации государственного сберегательного займа РФ.

Тема 7. Эмиссия ценных бумаг

Эмиссия как последовательность действий. Основные этапы эмиссии. Проспект эмиссии. Государственная регистрация выпуска ценных бумаг. Регистрирующие органы. Документы, представляемые для государственной регистрации выпуска ценных бумаг. Пути размещения акций и облигаций. Открытая и закрытая подписка. Условия регистрации отчета об итогах выпуска.

Тема 8. Инфраструктура рынка ценных бумаг

Понятие и назначение инфраструктуры рынка ценных бумаг. Цели и задачи инфраструктуры. Биржевой и внебиржевой рынок. Основные элементы инфраструктуры и их функционирование.

Тема 9. Виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и ее регулирование

Условия и порядок осуществления брокерской и дилерской деятельности. Условия и порядок осуществления деятельности по управлению ценными бумагами. Условия и порядок осуществления депозитарной деятельности и деятельности по ведению реестра владельцев ценных бумаг. Условия и порядок осуществления деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг. Деятельность по определению взаимных обязательств. Совмещение различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

Тема 10. Обращение ценных бумаг

Форма удостоверения права собственности на эмиссионные ценные бумаги. Переход прав на ценные бумаги и реализация прав, закрепленных ценными бумагами. Порядок и основные этапы совершения сделок с ценными бумагами.

Тема 11. Система регулирования рынка ценных бумаг

Пути и методы регулирования рынка ценных бумаг. Задачи государственного регулирования рынка ценных бумаг. Органы государственного регулирования рынка ценных бумаг. Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг, ее функции и полномочия. Саморегулируемые организации.

Тема 12. Регулирование выпуска и обращения векселей

Системы вексельного права. Вексель: определение и основные черты. Простой и переводный вексель. Классификация векселей. Обращение векселей. Индоссамент и его виды. Акцепт векселя. Аваль. Ответственность за неисполнение по векселю. Протест в неакцепте и неплатеже. Реквизиты векселя.

Тема 13. Основы финансовых вычислений

Простые и сложные проценты. Нарращение и дисконтирование. Понятие потока платежей. Классификация потоков платежей. Чистая приведенная стоимость и внутренняя ставка доходности. Применение теории потоков платежей в оценке ценных бумаг.

Тема 14. Производные инструменты (финансовые деривативы)

Определение и классификация производных инструментов. Фьючерсный и форвардный контракты, их сравнительная характеристика. Опционные контракты. Депозитарные расписки. Ценообразование финансовых деривативов.

Тема 15. Риск, хеджирование и диверсификация

Общее понятие доходности. Факторы, влияющие на принятие инвестиционных решений. Доходность и риск инвестирования в ценные бумаги. Классификация рисков. Базовые принципы оценки рисков. Теория Марковица. Диверсификация наивная и научная. Хеджирование. Основные инструменты хеджирования. Принципы формирования портфеля ценных бумаг.

РАЗДЕЛ 3. УЧЕБНО-МЕТОДИЧЕСКОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ДИСЦИПЛИНЫ

3.1. ТЕМЫ КУРСОВЫХ РАБОТ

1. Инструменты финансирования инвестиций.
2. Механизмы привлечения инвестиций: сравнительная характеристика.
3. Рынок ценных бумаг как механизм привлечения инвестиций.
4. Проблемы привлечения инвестиций российскими предприятиями.
5. Инвестиционная привлекательность и инвестиционный климат региона.
6. Акции и облигации как инструменты финансирования инвестиций.
7. Законодательная база российского и зарубежного рынка ценных бумаг: сравнительный анализ.
8. Виды ценных бумаг и их классификация.

9. Товарораспорядительные ценные бумаги: направления использования.
10. Роль и место рынка ценных бумаг в структуре финансового рынка.
11. Основные направления использования ценных бумаг.
12. Инфраструктура рынка ценных бумаг и ее назначение.
13. Биржевой и внебиржевой рынок ценных бумаг.
14. Раскрытие информации на рынке ценных бумаг.
15. Особенности осуществления брокерской деятельности в России.
16. Особенности осуществления дилерской деятельности в России.
17. Особенности осуществления деятельности по управлению ценными бумагами в России.
18. Особенности осуществления клиринговой деятельности в России.
19. Особенности осуществления депозитарной деятельности в России.
20. Особенности осуществления деятельности по ведению реестра в России.
21. Российская система учета прав собственности на ценные бумаги.
22. Особенности осуществления деятельности по организации торговли в России.
23. Роль фондовых бирж в инфраструктуре российского рынка ценных бумаг.
24. Коммерческие банки на рынке ценных бумаг.
25. Страховые компании на рынке ценных бумаг.
26. Формы коллективного инвестирования: зарубежный опыт.
27. Формы коллективного инвестирования в России.
28. Паевые инвестиционные фонды в России: особенности создания и функционирования.
29. Негосударственные пенсионные фонды в России: особенности создания и функционирования.
30. Российский рынок облигаций частных эмитентов.
31. Рынки облигаций: анализ передового зарубежного опыта.
32. Андеррайтинг: зарубежный опыт и российская практика.
33. Становление и современное состояние рынка государственных ценных бумаг в России.
34. Особенности эмиссии и обращения государственных ценных бумаг.
35. Государственные ценные бумаги в России и за рубежом.
36. Особенности эмиссии и обращения муниципальных ценных бумаг.
37. Российский рынок акций: анализ, проблемы, перспективы.
38. Акционерные общества в России: история становления, нормативная база.
39. Рынки акций: анализ передового зарубежного опыта.
40. Оценка инвестиционной привлекательности акций.
41. Реорганизация акционерных обществ.
42. Дивидендная политика и ее влияние на курс акций компании.
43. Эмиссионная деятельность российских предприятий.
44. Эмиссионная деятельность коммерческих банков.
45. Права акционеров и их защита: российская практика.
46. Зарубежная практика корпоративного управления.
47. Развитие корпоративного управления в России.
48. Особенности и проблемы развития вексельного обращения в России.
49. Эволюция и особенности российского вексельного права.
50. Применение векселей в хозяйственной практике.
51. Вексельные схемы финансирования деятельности предприятий.
52. Вексельные операции коммерческих банков.
53. Производные ценные бумаги: мировой и российский опыт.
54. Условия выпуска и обращения американских депозитарных расписок.
55. Фьючерс: возможности и перспективы.
56. Фьючерсные и опционные стратегии.
57. Еврооблигации частных эмитентов: особенности и перспективы.
58. Рынок еврооблигаций: назначение и особенности функционирования.
59. Сравнительная характеристика зарубежных рынков акций.
60. Сравнительная характеристика зарубежных рынков облигаций.
61. Сравнительная характеристика зарубежных рынков государственных ценных бумаг.
62. Структура и современное состояние рынка ценных бумаг США.

63. Структура и современное состояние рынка ценных бумаг Великобритании.
64. Структура и современное состояние рынка ценных бумаг Японии.
65. Структура и современное состояние рынка ценных бумаг Германии.
66. Рейтинговая система оценки качества ценных бумаг.
67. Роль рынка ценных бумаг в финансовых и экономических кризисах различных стран.
68. Интеграция российского рынка ценных бумаг в мировой рынок ценных бумаг.
69. Электронная торговля ценными бумагами: проблемы и перспективы.
70. Фондовые индексы: зарубежная и российская практика.
71. Показатели оценки состояния рынка ценных бумаг.
72. Мировые тенденции развития рынков ценных бумаг.
73. Проблемы современного российского рынка ценных бумаг и перспективы его развития.
74. Роль и функции государства на рынке ценных бумаг.
75. Пути и механизмы государственного регулирования рынка ценных бумаг.
76. Система регулирования российского рынка ценных бумаг.
77. Роль и место саморегулируемых организаций в развитии российского рынка ценных бумаг.
78. Риск, хеджирование и диверсификация на рынке ценных бумаг.
79. Классификация и методы измерения рисков на рынке ценных бумаг.
80. Базовые модели формирования портфеля ценных бумаг.
81. Стратегия и тактика управления портфелем ценных бумаг.
82. Хеджирование на рынке ценных бумаг.
83. Факторы принятия инвестиционных решений.
84. Цели и инструменты фундаментального анализа.
85. Показатели фундаментального анализа акций и облигаций.
86. Особенности применения фундаментального анализа в России.
87. Технический анализ на рынке ценных бумаг: возможности и перспективы.
88. Особенности применения технического анализа в России.
89. Обращение ценных бумаг в России.
90. Защита прав инвесторов на рынке ценных бумаг: опыт экономически развитых стран и проблемы в России.

Порядок выбора темы курсовой (контрольной) работы

Номер темы курсовой (контрольной) работы определяется исходя из последних двух цифр номера зачетной книжки студента. Ниже приведена таблица, в которой содержится соответствие последних двух цифр номера зачетной книжки и трех вариантов номеров тем курсовых (контрольных) работ. Студент может сам выбрать одну из трех тем. Например, студент с номером зачетной книжки 983542 может выбрать тему либо 13, либо 43, либо 63, студент с номером зачетной книжки 991576 может выбрать тему либо 17, либо 47, либо 77.

Последние два номера зачетной книжки	Возможные номера тем (на выбор)			Последние два номера зачетной книжки	Возможные номера тем (на выбор)		
	1	31	61		50	21	51
00	1	31	61	50	21	51	81
01	2	32	62	51	22	52	82
02	3	33	63	52	23	53	83
03	4	34	64	53	24	54	84
04	5	35	65	54	25	55	85
05	6	36	66	55	26	56	86
06	7	37	67	56	27	57	87
07	8	38	68	57	28	58	88
08	9	39	69	58	29	59	89
09	10	40	70	59	30	60	90
10	11	41	71	60	1	31	61
11	12	42	72	61	2	32	62
12	13	43	73	62	3	33	63
13	14	44	74	63	4	34	64

Последние два номера зачетной книжки	Возможные номера тем (на выбор)			Последние два номера зачетной книжки	Возможные номера тем (на выбор)		
	15	45	75		64	5	35
14	15	45	75	64	5	35	65
15	16	46	76	65	6	36	66
16	17	47	77	66	7	37	67
17	18	48	78	67	8	38	68
18	19	49	79	68	9	39	69
19	20	50	80	69	10	40	70
20	21	51	81	70	11	41	71
21	22	52	82	71	12	42	72
22	23	53	83	72	13	43	73
23	24	54	84	73	14	44	74
24	25	55	85	74	15	45	75
25	26	56	86	75	16	46	76
26	27	57	87	76	17	47	77
27	28	58	88	77	18	48	78
28	29	59	89	78	19	49	79
29	30	60	90	79	20	50	80
30	1	31	61	80	21	51	81
31	2	32	62	81	22	52	82
32	3	33	63	82	23	53	83
33	4	34	64	83	24	54	84
34	5	35	65	84	25	55	85
35	6	36	66	85	26	56	86
36	7	37	67	86	27	57	87
37	8	38	68	87	28	58	88
38	9	39	69	88	29	59	89
39	10	40	70	89	30	60	90
40	11	41	71	90	1	31	61
41	12	42	72	91	2	32	62
42	13	43	73	92	3	33	63
43	14	44	74	93	4	34	64
44	15	45	75	94	5	35	65
45	16	46	76	95	6	36	66
46	17	47	77	96	7	37	67
47	18	48	78	97	8	38	68
48	19	49	79	98	9	39	69
49	20	50	80	99	10	40	70

3.2. ПРИМЕРНЫЙ СПИСОК ВОПРОСОВ ДЛЯ ПОДГОТОВКИ К ЭКЗАМЕНУ

1. Понятие и сущность ценной бумаги.
2. Документарные и бездокументарные ценные бумаги.
3. Субъекты прав, удостоверяемых ценными бумагами.
4. Эмиссионные ценные бумаги.
5. Товарораспорядительные ценные бумаги.
6. Классификация ценных бумаг.
7. Основные категории участников рынка ценных бумаг.
8. Виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.
9. Органы государственного регулирования рынка ценных бумаг.
10. Методы государственного регулирования рынка ценных бумаг.
11. Классификация рынков ценных бумаг.
12. Место рынка ценных бумаг в общей структуре финансового рынка.
13. Функции рынка ценных бумаг.
14. Понятие и правовое положение акционерного общества.
15. Корпоративное управление и контроль.

16. Сфера применения закона «Об акционерных обществах».
17. Сравнительная характеристика закрытых и открытых акционерных обществ.
18. Уставный капитал акционерного общества: определение, экономическое и юридическое значение.
19. Дробные акции. Условия и причины возникновения.
20. Порядок учреждения акционерного общества.
21. Пути реорганизации акционерного общества.
22. Размещенные и объявленные акции.
23. Категории акций, размещаемых акционерным обществом.
24. Типы привилегированных акций.
25. Понятие голосующих акций. Значимые пакеты.
26. Права акционеров.
27. Структура органов управления акционерным обществом.
28. Годовое собрание акционеров: сроки проведения, вопросы.
29. Внеочередное собрание акционеров: порядок созыва.
30. Вопросы исключительной компетенции общего собрания акционеров.
31. Вопросы альтернативной компетенции общего собрания акционеров.
32. Кворум и порядок принятия решений на общем собрании акционеров.
33. Совет директоров акционерного общества. Основные вопросы компетенции.
34. Порядок проведения выборов совета директоров акционерного общества.
35. Исполнительные органы акционерного общества.
36. Порядок ликвидации акционерного общества. Распределение имущества.
37. Дивиденды: понятие, форма, сроки и порядок выплаты.
38. Ограничения на выплату акционерным обществом дивидендов.
39. Условия выпуска облигаций акционерным обществом.
40. Способы получения дохода по акциям и облигациям.
41. Основные этапы эмиссии ценных бумаг.
42. Проспект эмиссии: условия возникновения, структура документа.
43. Государственная регистрация выпуска ценных бумаг.
44. Пути размещения акций и облигаций.
45. Раскрытие информации в процессе эмиссии.
46. Конвертация ценных бумаг. Конверсионная премия.
47. Порядок оплаты акций при размещении.
48. Сущность и основные черты векселя. Простой и переводный вексель.
49. Классификация векселей.
50. Вексельные реквизиты.
51. Срок платежа по векселю. Условие начисления процентов.
52. Понятие и виды индоссамента.
53. Акцепт, аваль и платеж по векселю.
54. Понятие протеста по векселю. Сроки исковой давности.
55. Этапы совершения сделок с ценными бумагами. Кассовые и срочные сделки.
56. Понятие и основные подсистемы инфраструктуры рынка ценных бумаг.
57. Субъекты, осуществляющие профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг. Возможности совмещения.
58. Условия и порядок осуществления брокерской деятельности.
59. Условия и порядок осуществления дилерской деятельности.
60. Деятельность по управлению ценными бумагами. Объекты управления.
61. Деятельность по определению взаимных обязательств. Виды клиринга.
62. Депозитарная деятельность. Способы депозитарного учета.
63. Деятельность по ведению реестра. Виды зарегистрированных лиц.
64. Номинальные держатели и их назначение.
65. Деятельность по организации торговли. Участники торговли.
66. Процедура листинга. Организация торговли списочными ценными бумагами.
67. Обращение ценных бумаг. Удостоверение прав на эмиссионные ценные бумаги.

68. Переход и осуществление прав по эмиссионным ценным бумагам.
69. Понятие и виды срочных контрактов. Базовые активы.
70. Сравнительная характеристика форвардов и фьючерсов.
71. Организация фьючерсной торговли. Маржа.
72. Базовые модели ценообразования форвардов и фьючерсов.
73. Основные классы опционов. Внутренняя и временная стоимость опциона.
74. Направления использования производных финансовых инструментов. Участники рынка.
75. Риск: понятие, способ измерения, классификация. Концепция риска и доходности.
76. Основные положения теории Марковица. Диверсификация.

Примечание. Список экзаменационных вопросов может быть расширен.

3.3. ЛИТЕРАТУРА

Основная

1. Базовый курс по рынку ценных бумаг / Под ред. А.Д.Радыгина, Л.П.Хабаровой, Л.Б.Шапиро. — М.: Деловой экспресс, 1998.
2. *Гитман Л.Дж., Джонк М.Д.* Основы инвестирования. — М.: ДЕЛО ЛТД, 1997.
3. *Килячков А.А., Чалдаева Л.А.* Рынок ценных бумаг и биржевое дело. — М.: Юристъ, 2001.
4. *Миркин Я.М.* Ценные бумаги и фондовый рынок. — М.: Перспектива, 1995.
5. Рынок ценных бумаг / Под ред. А.В.Галанова, А.И.Басова. — М.: Финансы и статистика, 1998.
6. *Семенкова Е.В.* Операции с ценными бумагами: российская практика. — М.: Перспектива; ИНФРА-М, 1997.
7. Учебное пособие для руководителей и контролеров организаций, осуществляющих брокерскую, дилерскую деятельность и доверительное управление ценными бумагами / Под ред. А.В.Орехова, А.Л.Горбунова, В.Д.Миловидова, Л.П.Хабаровой, Л.Б.Шапиро. — М.: Деловой экспресс, 1998.

Дополнительная

1. *Алексеев Е.Е.* Взаимосвязь источников, механизмов и инструментов финансирования инвестиций: Препринт. — Новосибирск: НГАЭиУ, 2000.
2. *Алексеев Е.Е.* Методический подход к выбору финансовых инструментов привлечения инвестиций: Препринт. — Новосибирск: НГАЭиУ, 2001.
3. *Алексеев М.Ю.* Рынок ценных бумаг. — М.: Финансы и статистика, 1992.
4. *Алехин Б.И.* Рынок ценных бумаг: введение в фондовые операции. — М., 1991.
5. *Баринов Э.А., Хмыз О.В.* Рынки: валютные и ценных бумаг. — М.: Экзамен, 2001.
6. *Белов В.А.* Ценные бумаги в российском гражданском праве. — М.: ЮрИнфоР, 1996.
7. Биржевая деятельность / Под ред. А.Г.Грязновой, Р.В.Корнеевой, В.А.Галанова. — М.: Финансы и статистика, 1996.
8. Биржевое дело: Учебник / Под ред. В.А.Галанова, А.И.Басова. — М., 1998.
9. *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов. — М.: Олимп-Бизнес, 1997.
10. *Буклетшиев О.В.* Рынок еврооблигаций. — М.: Дело, 1999.
11. *Буренин А.И.* Фьючерсные, форвардные и опционные рынки. — М., 1995.
12. *Буренин А.И.* Рынки производных финансовых инструментов. — М.: ИНФРА-М, 1996.
13. *Ван Хорн Дж.К.* Основы управления финансами. — М.: Финансы и статистика, 1996.
14. *Гитман Л.Дж., Джонк М.Д.* Инвестиции. — М.: Дело, 1997.
15. *Голубович А.Д., Миритская О.М.* Биржевая торговля и инвестирование в США. — М., 1991.
16. *Гудков Ф.А.* Инвестиции в ценные бумаги. — М.: ИНФРА-М, 1996.
17. *Дикинсон К.* Всемирное депозитарное хранение. — Know-How Fund. Financial Research Associates, Ltd, 1995.
18. *Кашанина Т.В.* Хозяйственные товарищества и общества: правовое регулирование внутрифирменной деятельности. — М.: ИНФРА-М; КОДЕКС, 1995.
19. *Ковалев В.В.* Финансовый анализ. — М.: Финансы и статистика, 1997.
20. *Колб Р.У.* Финансовые деривативы. — М.: Филинь, 1997.

21. *Кон Д.* Введение в ценные бумаги и инвестиции. — Know-How Fund. Financial Research Associates, Ltd, 1995.
22. *Новиков А.В.* Фондовый рынок как механизм привлечения инвестиций. — Новосибирск: НГАЭиУ, 2000.
23. *Новиков А.В.* Фондовый рынок Сибири: становление и проблемы развития. — Новосибирск: НГАЭиУ, 1998.
24. *Маршалл Дж.Ф., Бансал В.К.* Финансовая инженерия. — М.: ИНФРА-М, 1998.
25. *Матросов С.В.* Европейский фондовый рынок. — М.: Экзамен, 2002.
26. *Мелкумов Я.С.* Теоретическое и практическое пособие по финансовым вычислениям. — М.: ИНФРА-М, 1996.
27. *Мещерова Н.В.* Организованные рынки ценных бумаг. — М.: Логос, 2000.
28. *Миркин Я.М.* Ценные бумаги и фондовый рынок. — М.: Песпектива, 1995.
29. *Михайлов Д.М.* Мировой финансовый рынок: тенденции и инструменты. — М.: Экзамен, 2000.
30. *Мусатов В.Т.* США: биржа и экономика. — М.: Наука, 1985.
31. *Первозванский А.А., Первозванская Т.Н.* Финансовый рынок: расчет и риск. — М.: ИНФРА-М, 1994.
32. *Петров В.С.* Депозитарий на рынке ценных бумаг. Зарубежный и российский опыт. — М.: ИАУЦ НАУФОР, 1999.
33. *Ратников К.Ю.* Американские депозитарные расписки как способ выхода российских компаний на международный фондовый рынок. — М.: Статут, 1996.
34. *Ратников К.Ю.* Новый способ приватизации и продажи акций российских компаний и банков за рубежом. Американские и глобальные депозитарные расписки. — М.: Статут, 2001.
35. *Рубцов Б.Б.* Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. — М.: ИНФРА-М, 1996.
36. *Рубцов Б.Б.* Мировые фондовые рынки: Современное состояние и закономерности развития. — М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000.
37. *Томпсон П., Мерсер В.* Введение во фьючерсные и опционные сделки. — Know-How Fund. Financial Research Associates, Ltd, 1995.
38. *Тьюлз Р.* Фондовый рынок. — М.: ИНФРА-М, 1997.
39. *Фабоци Ф.* Управление инвестициями / Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000.
40. *Хелферт Э.* Техника финансового анализа. — М.: Юнити, 1996.
41. *Хлыз О.В.* Международный рынок капиталов. — М.: ПРИОР, 2002.
42. *Ценные бумаги / Под ред. Н.И.Берзона.* — М.: ВШЭ, 1998.
43. *Чалдаева Л.А.* Фондовая биржа. Организационно-управленческие структуры. — М.: Экзамен, 2002.
44. *Черкасов В.Е.* Международные инвестиции: Учебно-практическое пособие. — М.: Дело, 1999.
45. *Четыркин Е.М.* Методы финансовых и коммерческих расчетов. — М.: ДЕЛО Лтд, 1995.
46. *Шарп У., Александер Г., Бейли Дж.* Инвестиции. — М., 1998.
47. *Шварц Ф.* Биржевая деятельность Запада (фьючерсные и фондовые биржи, система работы и алгоритм анализа). — М.: Ай-Кью, 1992.

3.4. НОРМАТИВНЫЕ ПРАВОВЫЕ ДОКУМЕНТЫ

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30 ноября 1994 г. №51-ФЗ (с последующими изменениями).
2. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть первая) от 31 июля 1998 г. №146-ФЗ (ред. от 29 декабря 2001 г.) (с последующими изменениями и дополнениями).
3. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 5 августа 2000 г. №117-ФЗ (ред. от 29 мая 2002 г.) (с последующими изменениями и дополнениями).
4. Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях от 30 декабря 2001 г. №195-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями).
5. Закон Российской Федерации от 22 марта 1991 г. №948-1 «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» (с последующими изменениями и дополнениями).

6. Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. №208-ФЗ «Об акционерных обществах» (ред. от 7 августа 2001 г.) (с изменениями и дополнениями, вступившими в силу с 1 января 2002 г.) (с последующими изменениями и дополнениями).
 7. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (с последующими изменениями и дополнениями).
 8. Федеральный закон от 29 ноября 2001 г. №156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» (с последующими изменениями и дополнениями).
 9. Федеральный закон от 7 мая 1998 г. №75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» (с последующими изменениями и дополнениями).
 10. Федеральный закон от 5 марта 1999 г. №46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (с последующими изменениями и дополнениями).
 11. Указ Президента Российской Федерации от 7 октября 1992 г. №1186 «О мерах по организации рынка ценных бумаг в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий» (с последующими изменениями).
 12. Указ Президента Российской Федерации от 3 апреля 2000 г. №620 «Вопросы федеральной комиссии по рынку ценных бумаг» (с последующими изменениями и дополнениями).
 13. Постановление ФКЦБ России от 7 мая 1996 г. №8 «О порядке и объеме информации, которую акционерное общество обязано публиковать в случае публичного размещения им облигаций и иных ценных бумаг» (с последующими изменениями и дополнениями).
 14. Постановление ФКЦБ России от 8 мая 1996 г. №9 «О дополнительных сведениях, которые открытое акционерное общество обязано публиковать в средствах массовой информации» (с последующими изменениями и дополнениями).
 15. Постановление ФКЦБ России от 14 мая 1996 г. №10 «О порядке опубликования сведений о приобретении акционерным обществом более 20 процентов голосующих акций другого акционерного общества» (с последующими изменениями и дополнениями).
 16. Постановление ФКЦБ России от 2 октября 1997 г. №27 «Об утверждении Положения о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг» (с последующими изменениями и дополнениями).
 17. Постановление ФКЦБ России от 11 ноября 1998 г. №47 «О внесении изменений и дополнений в Стандарты эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии, утвержденные Постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 17 сентября 1996 г. №19» (с последующими изменениями и дополнениями).
 18. Постановление ФКЦБ России от 30 сентября 1999 г. №7 «О порядке ведения учета аффилированных лиц и представления информации об аффилированных лицах акционерных обществ» (с последующими изменениями и дополнениями).
 19. Постановление ФКЦБ России от 19 октября 2001 г. №27 «Об утверждении стандартов эмиссии облигаций и их проспектов эмиссии» (с последующими изменениями и дополнениями).
- Источник публикации — информационно-справочная система «КонсультантПлюс».

РАЗДЕЛ 4. МЕТОДИЧЕСКИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ИЗУЧЕНИЮ ДИСЦИПЛИНЫ

При изучении курса «Рынок ценных бумаг» следует обратить внимание на его связь с другими предметами, изучаемыми в рамках специальности 060400 «Финансы и кредит». Авторы курса исходят из предположения, что студент усвоил такие понятия, как «финансовый рынок», «финансовые и реальные инвестиции», «капитал», кредит» и т.д. Многие понятия курса опираются на базовые понятия и не требуют дополнительного пояснения.

Студенту прежде всего необходимо усвоить общую логику курса, для чего следует изучить его структуру и выявить темы и понятия, которые ему не встречались в процессе обучения. Поскольку каждый термин имеет пояснение либо в словаре терминов, либо в соответствующей лекции, студент имеет возможность изучить эти термины самостоятельно или с помощью преподавателя на проводимых консультациях. Усвоенная терминология позволяет внимательно изучить тексты лекций. Обращаем внимание на необходимость отвечать на контрольные вопросы после каждой темы лекций. Если студенту сложно ответить на эти вопросы самостоятельно, то преподаватели кафедры окажут методическую помощь в усвоении материала.

Авторы учебно-методического комплекса рекомендуют внимательно изучить основную литературу. Дополнительную литературу следует использовать при изучении особо интересных разделов курса либо разделов, по которым имеются затруднения в усвоении материала.

Считаем целесообразным при подготовке к экзамену попытаться ответить на контрольный тест. При затруднениях в ответах следует обратиться за дополнительными консультациями к преподавателю кафедры.

**ТЕКСТЫ ЛЕКЦИЙ
УЧЕБНОЙ ДИСЦИПЛИНЫ
«РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ»**

ТЕМА 1. ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

1.1. СБЕРЕЖЕНИЯ, ИНВЕСТИЦИИ И РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Рынок ценных бумаг представляет собой сложную организационно-экономическую систему и является одним из ключевых сегментов современного финансового рынка. Для ясного понимания функций рынка ценных бумаг начать следует с таких категорий, как сбережения и инвестиции.

Сбережения — часть дохода домохозяйств после уплаты налогов, которая не расходуется на приобретение потребительских товаров.

То есть: $\text{Чистый доход} = \text{расходы на потребления} + \text{сбережения}$.

Сберегать означает откладывать потребление на какой-то срок. Принципиально отличный от этого термин — **инвестировать**, означающий расстаться с деньгами сейчас для того, чтобы получить некоторую сумму в будущем для потребления или повторного инвестирования (реинвестирование).

Инвестиции — денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта.

Величина инвестиций зависит от ряда факторов, в числе которых факторы динамического роста экономики (технические открытия, рост населения и т.д.), а также фискальная и денежно-кредитная политика государства (налогообложение, изменение процентных ставок и т.д.), создающая условия, благоприятные для прибыльного инвестирования. В число важнейших факторов, обеспечивающих трансформацию в инвестиции сберегаемых населением средств, входит финансовый рынок (рис.1.1).

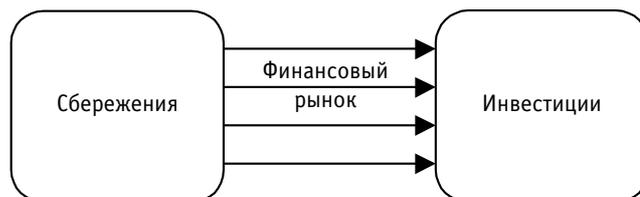


Рис.1.1. Трансформация сбережений в инвестиции

Финансовый рынок — организованная институциональная структура для создания финансовых активов и обмена финансовыми активами.

Финансовый рынок обеспечивает переток средств от сберегателей или поставщиков инвестиций к заемщикам или потребителям инвестиций (рис.1.2).

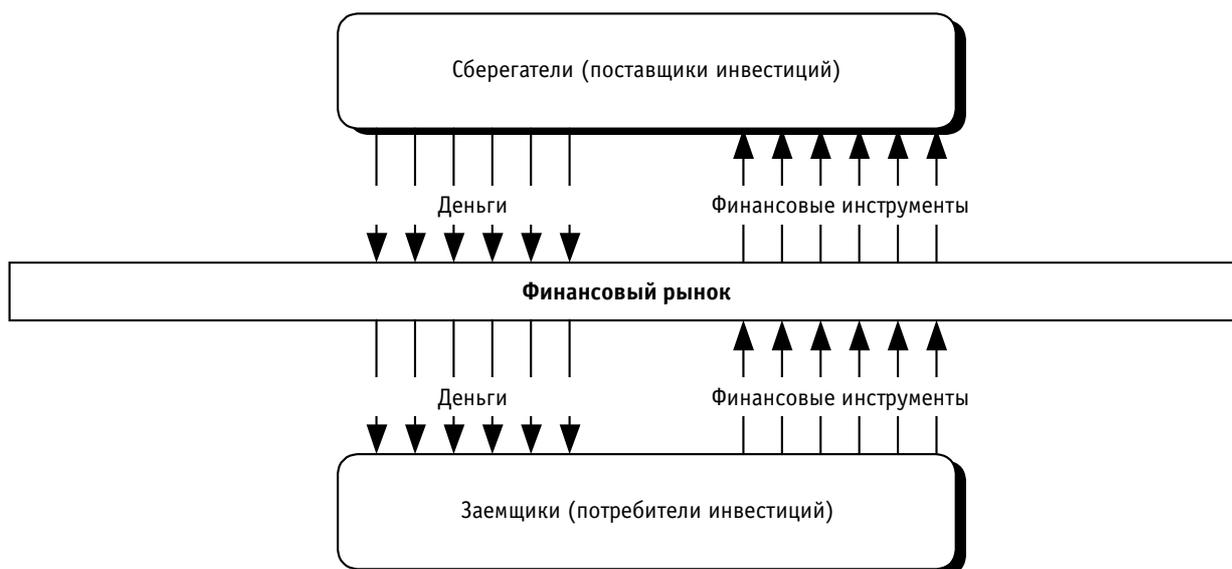


Рис.1.2. Место финансового рынка в процессе обмена финансовых активов между инвесторами

Существует несколько способов классификации финансовых рынков:

- по принципу возвратности (долговые обязательства и рынок собственности);
- по характеру движения ценных бумаг (первичный и вторичный рынок);
- по форме организации (организованные и распределенные рынки);
- по сроку предоставления денег (рынок денег и рынок капиталов).

Рынок ценных бумаг является рынком, на котором осуществляется перераспределение денежных ресурсов между их поставщиками (инвесторами) и потребителями (эмитентами) на основе обращения ценных бумаг в качестве товара.

То есть, цель функционирования рынка ценных бумаг — как и всех финансовых рынков — состоит в том, чтобы обеспечивать наличие механизма для привлечения инвестиций в экономику путем установления необходимых контактов между теми, кто нуждается в средствах, и теми, кто хотел бы инвестировать избыточный доход. При этом очень важно, чтобы рынок ценных бумаг обеспечивал наличие механизма, способствующего эффективной передаче инвестиций (оформленных в виде тех или иных ценных бумаг) из рук в руки, причем такая передача должна иметь юридическую силу.

Функции рынка ценных бумаг:

- перераспределение денежных ресурсов на цели инвестиций;
- перераспределение («покупка-продажа») финансовых рисков;
- раскрытие и перераспределение информации о финансовых рисках, доходности и ликвидности, влияющей на инвестиционные решения;
- индикация состояния экономики и ее финансового сектора;
- определение курсов ценных бумаг (ценообразование на фондовые инструменты).

Необходимо четко знать, как соотносится рынок ценных бумаг с такими видами рынков, как рынок капиталов, денежный рынок, финансовый рынок и т.д.

Прежде всего важно понимать, что рынок ценных бумаг является лишь частью финансового рынка (рис.1.3).



Рис.1.3. Соотношение финансового рынка и рынка ценных бумаг

Финансовый рынок включает в себя ряд специализированных, по видам финансовых активов, рынков (рис.1.4).



Рис.1.4. Структура финансового рынка

По сроку предоставления денег финансовый рынок принято делить на денежный рынок и рынок капиталов. В свою очередь, рынок ценных бумаг является важной составной частью как денежного рынка, так и рынка капиталов (рис.1.5).



Рис.1.5. Соотношение денежного рынка, рынка капиталов и рынка ценных бумаг

1.2. ИНСТРУМЕНТЫ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Как было уже сказано, рынок ценных бумаг охватывает лишь часть денежного рынка, поэтому далее речь пойдет об инструментах денежного рынка, относящихся непосредственно к рынку ценных бумаг.

Термин «денежный рынок» используется для описания рынка долговых инструментов со сроком погашения менее одного года (а обычно значительно меньше одного года).

К инструментам денежного рынка относятся:

- *казначейские векселя*. Выпускаются государством в качестве обязательства выплатить определенную денежную сумму. Выпускаются с дисконтом по отношению к лицевой (номинальной) стоимости;

- *коммерческие векселя*. Выпускаются компаниями в уплату за товары и услуги. Процесс расчета дисконта аналогичен процедуре с казначейскими векселями, однако ставка дисконта отражает величину риска, связанного с операцией;

- *коммерческие бумаги*. Аналогичны простому векселю, хотя вексель является самостоятельным инструментом, а коммерческая бумага выпускается как часть программы финансирования (т.е. как только истекает срок действия одного выпуска, тут же выпускается другой). Является альтернативой краткосрочного банковского кредита. Эмитент является исходным заемщиком и не перекладывает свои долговые обязательства на третью сторону;

- *депозитные и сберегательные сертификаты*. Подтверждают размещение депозита у эмитента и являются объектом для торговли. Выпускаются с фиксированной процентной ставкой. Часто выпускаются в форме на предъявителя.

1.3. ИНСТРУМЕНТЫ РЫНКА КАПИТАЛОВ

Рассмотрим инструменты рынка капиталов, которые относятся к рынку ценных бумаг. Указанные инструменты можно разделить на две большие группы: ценные бумаги и финансовые деривативы.

Согласно законодательству Российской Федерации, под **ценной бумагой** понимается документ, удостоверяющий с соблюдением установленных формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении. К ценным бумагам относятся облигации, акции, векселя, чеки, складские свидетельства, закладные и др.

Облигации

Более 90% от стоимости всех национальных и международных инвестиционных продуктов составляют облигации, которые представляют собой наиболее важную область для изучения.

Облигации — это кредитные соглашения, основанные на ценных бумагах, по которым существует не единственный, а наоборот, целый ряд кредиторов, предоставляющих свои средства в кредит одному заемщику. Облигации представляют собой такую форму заимствования, которая позволяет этим обязательствам свободно обращаться на рынке.

Особой чертой большинства облигаций является то, что они предлагают купон с фиксированной процентной ставкой, что дает заранее известную годовую норму прибыли. Соответственно и заемщик знает свои ежегодные расходы по заимствованию, и кредитор знает ту сумму процентных платежей, которую он будет получать каждый год. Хотя купон и является постоянной величиной, все-таки сама цена облигации будет меняться в зависимости от процентных ставок, которые существуют на рынке в настоящий момент, а также от общего восприятия экономических факторов (в частности, уровня инфляции в стране). Фиксированная процентная ставка, устанавливаемая по облигациям, будет во многом зависеть от «качества» эмитента, а также от любых других долговых инструментов, которые были выпущены данным эмитентом и находятся в обращении в настоящий момент.

Некоторые из облигаций могут иметь купон с плавающей процентной ставкой. Для того чтобы выпустить облигации с плавающим купоном, необходимо соответствовать тем же самым критериям «качества», а сама плавающая ставка будет объявляться как величина или процент над базовой ставкой (например, LIBOR — Лондонская межбанковская ставка предложения по межбанковским депозитам). Таким образом, рыночная цена облигации будет менее изменчивой,

так как процентная ставка будет корректироваться, например, каждые шесть месяцев, для того, чтобы отразить рыночные условия на настоящий момент.

Поскольку кредитные соглашения имеют определенный срок действия, большинство облигаций будут погашаемыми или срочными, т.е. будет устанавливаться дата погашения (для погашения основной суммы долга). По некоторым облигациям будет несколько таких дат. Меньшая часть облигаций выпускается в непогашаемой или бессрочной форме. Это означает, что дата погашения не устанавливается, но у эмитента всегда есть право выкупить эти облигации и аннулировать выпуск (но обычно эмитенты аннулируют выпуски только в тех случаях, когда они считают, что смогут привлечь средства на более выгодной основе).

Эти принципы могут распространяться на любые виды облигаций независимо от того, были они выпущены государством или компанией.

Акции

Этот вид ценных бумаг может рассматриваться как бессрочный кредит, который был предоставлен компании в обмен на участие в прибыли в качестве одного из владельцев компании.

Основным видом акций, обращающихся на рынке капиталов, являются обыкновенные акции. Первоначальный капитал распределяется среди акционеров пропорционально сумме, внесенной при учреждении компании. Дополнительные акции могут выпускаться по разным причинам для того, чтобы компания могла получить дополнительные средства. Число выпущенных акций и уплачиваемая за них цена будут разными в разных выпусках. Необходимо понимать, что акционеры принимают на себя риск, связанный с функционированием компании, за определенную долю прибыли, но они обычно имеют право голоса при оценке качества управления компанией, а также в процессе принятия решений по вопросам политики компании.

По некоторым эмиссиям возникают определенные различия в степени принятия риска. Эти различия можно увидеть в названиях акций, например, отсроченные или, напротив, привилегированные обыкновенные акции.

Отсроченные акции — это обыкновенные акции, которые участвуют в распределении прибыли после привилегированных, обыкновенных и других типов акций и дают право на дивиденд только после конкретной даты или достижения компанией определенного уровня прибыли.

Привилегированные обыкновенные акции — это термин, который используется для обыкновенных акций, обладающих определенными льготами, привилегиями с точки зрения выплаты дивидендов или основной суммы по отношению к первому виду. Следовательно, второй вид будет стоить больше, чем первый, так как такие приоритетные права, совершенно очевидно, сокращают риск их владельцев (но только по сравнению с первым видом). В настоящий момент использование такого метода привлечения средств не поощряется, так как регулирующие меры рынка капиталов полагают, что все акции должны иметь равные права.

Еще один вид долевых инструментов, который не входит в состав собственного капитала компании, но тем не менее является частью выпущенного капитала, называется *привилегированными акциями* (с фиксированным дивидендом). Они представляют собой самостоятельный (и отличный от других видов акций) вид долевой ценной бумаги компании. По существу, это ценная бумага — гибрид, которая является частью долевых инструментов компании, и во всех выпусках она стоит на более высоком уровне, чем обыкновенные акции.

Вексель

Вексель — одна из первых ценных бумаг, появившаяся в Италии в XII–XIII вв. Вексель — долговая ценная бумага, имеющая ряд важных особенностей. С одной стороны, это формализованная долговая расписка, подлежащая оплате в строго определенном порядке, а с другой — вексель обладает примечательным свойством: им можно расплачиваться за товары и услуги (при условии согласия продавца). Вексель, таким образом, при соответствующей правовой культуре участников рынка является одним из наиболее надежных способов оформления задолженности.

Вексель — исключительно денежное обязательство, т.е. предметом вексельного обязательства могут быть только деньги. Вексель как ценная бумага выполняет три основные функции:

- инструмент платежа;
- инструмент обращения;
- инструмент кредитования, повышающий ликвидность долга.

Чек

Чек — это письменное поручение чекодателя банку уплатить чекополучателю указанную в нем сумму денег. Чек — это ценная бумага, представляющая собой платежно-расчетный документ. По своей экономической сути чек является переводным векселем, плательщиком по которому всегда является банк, выдавший этот чек.

Коносамент

Коносамент — это документ стандартной формы, принятой в международной практике на перевозку груза, который удостоверяет погрузку, перевозку и право на получение.

Основные формы коносамента: на предъявителя (т.е. предъявитель коносамента является владельцем груза), именной (т.е. владельцем груза является лицо, поименованное в коносаменте), ордерный (т.е. передача коносамента от одного лица к другому осуществляется с помощью передаточной надписи на нем — индоссамента).

Закладная

Закладная — это именная ценная бумага, удостоверяющая следующие права ее законного владельца: право на получение исполнения по денежному обязательству, обеспеченному ипотекой имущества, указанного в договоре об ипотеке, без представления других доказательств существования этого обязательства; право залога на указанное в договоре об ипотеке имущество.

Финансовые деривативы

Финансовые деривативы — это производные ценные бумаги и срочные контракты. Финансовые деривативы часто называют инструментами, дающими право на другой инструмент.

Финансовые деривативы обладают двумя важными свойствами: во-первых, их существование поставлено в зависимость от существования базового актива, а во-вторых, их цена зависит (производна) от цены базового актива.

К производным бумагам относятся:

- *варранты*. Варранты выпускаются для того, чтобы сделать базовый актив более привлекательным (т.е. они выпускаются для того, чтобы установить хорошую цену по другому инструменту). Это дает право владельцам варрантов подписаться на акции компании по определенной цене в какой-то конкретный момент (моменты) в будущем. Единственное право, которое предоставляет этот инструмент, — это право приобрести акции по этим условиям;

- *американские и глобальные депозитарные расписки (ADR, GDR)*.

К срочным контрактам относятся: *фьючерсы, опционы, свопы* (обязательства по обмену активами для улучшения их структуры по срокам или снижению рисков), *соглашения о будущих процентных ставках (Forward Rate Agreements — FRAs), свопционы* (опционы на своп).

На рис.1.6 представлена общая схема инструментов, обращающихся на рынке ценных бумаг.



Рис.1.6. Финансовые инструменты, обращающиеся на рынке ценных бумаг

1.4. ПЕРВИЧНЫЕ И ВТОРИЧНЫЕ РЫНКИ ЦЕННЫХ БУМАГ

Термин «первичный рынок» используется для описания тех случаев, когда ценные бумаги впервые появляются на публичной арене, обычно в обмен на денежные средства. «Вторичный рынок» — это термин, который используется для описания случаев, когда вторые и последующие транши находящихся в обращении ценных бумаг появляются на публичной арене; это также тот рынок, на котором обращаются ценные бумаги, которые раньше появились на рынке.

Очень важно отметить, что первичный рынок представляет собой рынок новых эмиссий и метод, который большинство заемщиков использует для привлечения новых ресурсов. Для того чтобы этот рынок работал успешно, жизненно важно, чтобы вкладчики и инвесторы обладали уверенностью в том, что они не зря вкладывают свои деньги в этот рынок. Слабый первичный рынок подорвет ликвидность вторичного рынка. Следовательно, существует потребность в предоставлении точной информации с тем, чтобы инвесторы имели возможность проводить сравнение с другими формами инвестиций и принимать решения, следует ли вкладывать деньги в каждый новый выпуск. Другими словами, хороший первичный рынок должен быть селективным для того, чтобы можно было судить о стоимости.

С другой стороны, эмитент нуждается в хорошем первичном рынке для того, чтобы предложение на покупку ценных бумаг охватило как можно большую аудиторию потенциальных инвесторов, что должно позволить ему получить наиболее выгодную цену за предлагаемые ценные бумаги.

Вторичный рынок состоит из двух частей. Одна из этих частей может быть описана как рынок для «поддержанных» ценных бумаг. Вторая часть состоит из дополнительных выпусков ценных бумаг, уже находящихся в обращении, независимо от того, является ли результатом выпуска привлечение новых средств или нет.

1.5. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ЦЕЛИ И РЕШЕНИЯ

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

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

Получение текущего дохода может восприниматься как самостоятельная инвестиционная цель по созданию (генерации) денежных доходов в форме процентов или дивидендов от принадлежащих инвестору финансовых инструментов для покрытия текущих расходов на потребление. В общих чертах, к инвестициям, которые в наибольшей степени подходят для достижения этой цели относятся: банковские депозиты, инструменты денежного рынка, купонные облигации (государственные и корпоративные), привилегированные акции, акции компаний, проводящих политику стабильной выплаты дивидендов, акции фондов «дохода» (акции инвестиционных фондов, проводящих политику распределения на дивиденды полученной прибыли).

Достижение прироста вложенного капитала может быть целью инвестора, вкладывающего свободные денежные средства в финансовый актив на более или менее долгосрочный период и рассчитывающего на увеличение средств либо посредством механизма реинвестирования полученных доходов, либо по причине безусловного роста стоимости актива в долгосрочном периоде без относительно краткосрочных колебаний рыночных цен. В число инвестиций, которые в наибольшей степени подходят для прироста капитала, входят: облигации корпораций с нулевым купоном, акции новых или реорганизуемых компаний, имеющих высокий потенциал роста; акции компаний стабильно демонстрирующих показатели прибыли на одну акцию выше среднего по отрасли уровня; акции фондов «роста» (акции инвестиционных фондов, проводящих политику реинвестирования прибыли).

В число важнейших факторов, влияющих на принятие инвестиционных решений, входит риск, связанный с инвестицией. Опять-таки в общих чертах, в число инвестиций, которые

считаются инвестициями с низким риском, входят: государственные ценные бумаги; банковские депозиты; инструменты денежного рынка; облигации корпораций с высоким кредитным рейтингом; акции инвестиционных фондов, инвестирующих средства в государственные ценные бумаги или инструменты денежного рынка. Высокорисковые инвестиции включают в себя: долевые инструменты в тех случаях, если акции не котируются на бирже; производные инструменты, такие как фьючерсы и опционы (но необязательно АДР или конвертируемые инструменты).

Существуют два основных правила рационального инвестирования:

- чем выше риск, связанный с данным продуктом, тем более высокое вознаграждение захочет получить инвестор;
- чем больше период инвестирования средств, тем большее вознаграждение будет ожидать инвестор.

Указанные выше правила можно представить графически (рис.1.7).

Риск

Вознаграждение

Доход

Срок вложения

Рис.1.7. Графическая зависимость между величиной риска и дохода и между сроком инвестирования и доходом

Контрольные вопросы

1. Какова взаимосвязь между инвестициями и сбережениями?
2. Какие существуют классификации финансовых рынков?
3. Как соотносятся между собой понятия «финансовый рынок» и «рынок ценных бумаг»?
4. Что означает термин «денежный рынок»?
5. Какие существуют виды финансовых деривативов?
6. Чем характеризуются «первичный» и «вторичный» рынки?
7. В чем заключается инвестиционная цель «Получение текущего дохода»?
8. В чем заключается инвестиционная цель «Достижение прироста капитала»?
9. Какая существует зависимость между уровнем риска и доходностью инвестиций?
10. Какая существует зависимость между сроком, на который совершена инвестиция, и ее доходностью?

ТЕМА 2. УЧАСТНИКИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Классификацию участников рынка ценных бумаг можно проводить с разных точек зрения. В зависимости от выбора одной из них меняется как общая группировка участников, так и схема их взаимодействия.

Наиболее известной является следующая группировка: эмитенты (те, кто поставляет на рынок ценных бумаг свои финансовые инструменты), инвесторы (те, кто приобретает финансовые инструменты, поставляя на рынок капитал), посредники (те, кто помогает эмитентам и инвесторам обмениваться соответственно финансовыми инструментами и капиталом), инфраструктура (те, которые принимают на себя определенные виды рисков участников рынка), регулирующие органы (государство и саморегулируемые организации).

Схема взаимодействия указанных выше групп участников рынка ценных бумаг представлена на рис.2.1.

Эмитентов ценных бумаг можно разделить на две большие группы: государство и корпорации (рис.2.2). Согласно действующему законодательству Российской Федерации, **ЭМИТЕНТ** — это юридическое лицо или органы исполнительной власти либо органы местного самоуправления, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ими.



Рис.2.1. Взаимодействие участников рынка ценных бумаг



Рис.2.2. Классификация эмитентов на рынке ценных бумаг

Государство осуществляет эмиссию в основном только долговых ценных бумаг (облигации, казначейские векселя и т.д.). Корпорации могут быть эмитентами различных ценных бумаг, таких как акции, облигации, депозитарные расписки и т.д.

Инвесторов как участников рынка ценных бумаг можно разделить на институциональных и индивидуальных (рис.2.3).



Рис.2.3. Классификация инвесторов на рынке ценных бумаг

Инвестор — юридическое или физическое лицо, вкладывающее собственные, заемные или привлеченные средства в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта.

Наибольшее внимание в этой теме будет уделено одному из видов институциональных инвесторов — коллективным инвесторам.

Среди посредников рынка ценных бумаг выделяют брокеров, дилеров и управляющих. Эти участники рынка ценных бумаг, в свою очередь, осуществляют тот или иной вид профессиональной деятельности. (Более подробно о профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг см. в теме 9.)



Рис.2.4. Классификация посредников на рынке ценных бумаг

К участникам рынка ценных бумаг, входящих в группу «инфраструктура» относят: регистраторов, депозитариев, организаторов торговли, клиринговые организации (рис.2.5). Другие инфраструктурные элементы (система раскрытия информации, система платежа) не входят в число участников рынка ценных бумаг. (Более подробно об инфраструктуре рынка ценных бумаг см. в теме 8.)

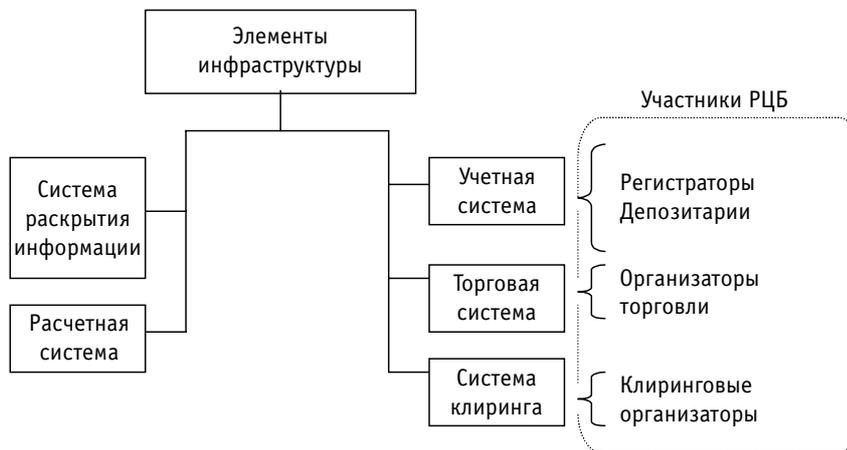


Рис.2.5. Участники рынка ценных бумаг, относящиеся к инфраструктуре

Регулирующие органы (рис.2.6) делятся в зависимости от вида регулирования: государственное регулирование — органы государственной исполнительной власти; саморегулирование — саморегулируемые организации профессиональных участников рынка ценных бумаг. (Более подробно о системе регулирования рынка ценных бумаг см. в теме 11.)



Рис.2.6. Классификация регулирующих органов на рынке ценных бумаг

Участники рынка ценных бумаг могут одновременно выполнять разные роли. Так, корпорации, являющиеся эмитентами ценных бумаг, могут приобретать ценные бумаги других эмитентов (государство, другие корпорации), выступая по отношению к последним в качестве инвесторов. Коммерческие банки, являющиеся одним из видов институциональных инвесторов, получив соответствующую лицензию, могут выступать в качестве посредников (брокер, депозитарий) и в

то же время быть эмитентом своих собственных ценных бумаг (акции, облигации, векселя, депозитные сертификаты).

Как уже было сказано выше, более подробно остановимся на коллективных инвесторах, как одном из видов институциональных инвесторов.

Коллективные инвесторы на рынке ценных бумаг

В России к коллективным инвесторам принято относить:

- паевые инвестиционные фонды;
- акционерные инвестиционные фонды;
- негосударственные пенсионные фонды;
- кредитные союзы;
- прочие формы коллективных инвесторов.

В *экономическом плане* понятие «коллективное инвестирование» означает такую схему организации инвестиционного бизнеса, при которой средства, осознанно и целенаправленно вложенные мелким инвестором в определенное предприятие (фонд), аккумулируются в единый пул под управлением профессионального управляющего с целью их прибыльного последующего вложения.

Форма коллективного инвестирования характеризуется одновременно следующими признаками:

- привлечение средств путем размещения ценных бумаг или заключения договоров;
- осуществление в качестве основной деятельности инвестирования привлеченных средств в ценные бумаги и иное имущество;
- получение основной доли доходов в форме дивидендов, процентов и доходов от сделок, совершаемых с этим имуществом;
- распределение доходов, полученных от инвестирования, между участниками коллективного инвестирования путем выплаты им дивидендов, процентов или иных выплат.

С точки зрения операционной деятельности коллективные инвесторы имеют ряд характерных отличительных черт:

- лица, предоставляющие свои денежные средства финансовому посреднику (управляющему), сами несут риски, связанные с инвестированием;
- управляющий объединяет средства многих лиц (как физических, так и юридических), обезличивая отдельные взносы в едином денежном пуле и усредняя тем самым указанные риски для участников коллективной инвестиционной схемы;
- в отличие от ряда традиционных форм инвестирования (банки, страховые компании, индивидуальные пенсионные счета и др.) схемы коллективного инвестирования не предполагают обещания заранее оговоренных фиксированных выплат;
- инвестор, участвующий в коллективных инвестиционных схемах, осведомлен о направлениях инвестирования собранных средств и имеет в связи с этим возможность выбрать ту схему (форму) инвестирования, которая в наибольшей степени соответствует его инвестиционным предпочтениям.

Акционерные инвестиционные фонды

Деятельность акционерных инвестиционных фондов (далее АИФ) — в Российской Федерации регулируется Федеральным законом от 29 ноября 2001 г. №156-ФЗ «Об инвестиционных фондах».

Акционерный инвестиционный фонд — это открытое акционерное общество, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты и фирменное наименование которого содержит слова «акционерный инвестиционный фонд» или «инвестиционный фонд».

Акционерами АИФа не могут являться специализированный депозитарий, регистратор, оценщик и аудитор, заключившие соответствующие договоры с этим акционерным инвестиционным фондом.

Имущество АИФа подразделяется на имущество, предназначенное для инвестирования (инвестиционные резервы), и имущество, предназначенное для обеспечения деятельности его органов управления и иных органов АИФа, в соотношении, определенном уставом АИФа.

Инвестиционные резервы АИФа должны быть переданы в доверительное управление управляющей компании.

Имущество, принадлежащее акционерному инвестиционному фонду, должно учитываться в специализированном депозитарии.

Паевые инвестиционные фонды

Паевые инвестиционные фонды (далее ПИФы), так же как и АИФы, регулируются Федеральным законом «Об инвестиционных фондах».

Паевой инвестиционный фонд — обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой (инвестиционный пай), выдаваемой управляющей компанией. Паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом.

Инвестиционный пай является именной ценной бумагой, удостоверяющей долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее ПИФ, право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления ПИФом, право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления ПИФом со всеми владельцами инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда (прекращении паевого инвестиционного фонда).

Основные участники деятельности ПИФа:

1. *Управляющая компания* — осуществляет доверительное управление ПИФом путем совершения любых юридических и фактических действий в отношении составляющего его имущества, а также осуществляет все права, удостоверенные ценными бумагами, составляющими паевой инвестиционный фонд, включая право голоса по голосующим ценным бумагам

2. *Специализированный депозитарий* — осуществляет учет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд. Может осуществлять ведение реестра владельцев инвестиционных паев.

3. *Специализированный регистратор* — осуществляет ведение реестра владельцев инвестиционных паев. Должен иметь лицензию на осуществление деятельности по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг.

Существуют два типа ПИФов: открытый и интервальный. Открытый ПИФ осуществляет выкуп и размещение инвестиционных паев каждый рабочий день, а интервальный — во время интервалов. Законодательно определено, что управляющая компания интервального ПИФа должна не реже одного раза в год устанавливать интервал для выкупа и размещения инвестиционных паев, при этом продолжительность интервала не может быть меньше 14 дней.

Негосударственные пенсионные фонды

Деятельность негосударственных пенсионных фондов (далее НПФ) регулируется Федеральным законом от 7 мая 1998 г. №75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах».

Негосударственный пенсионный фонд — особая организационно-правовая форма некоммерческой организации социального обеспечения, исключительным видом деятельности которой является негосударственное пенсионное обеспечение участников фонда на основании договоров о негосударственном пенсионном обеспечении населения с вкладчиками фонда в пользу участников фонда.

Деятельность фонда по негосударственному пенсионному обеспечению населения включает аккумулирование пенсионных взносов, размещение пенсионных резервов, учет пенсионных обязательств фонда и выплату негосударственных пенсий участникам фонда.

Негосударственные пенсионные фонды функционируют независимо от системы государственного обеспечения. Учредителями пенсионных фондов могут быть как юридические, так и физические лица. Размещением пенсионных активов фондов занимаются специализированные управляющие компании.

Контроль за деятельностью негосударственных пенсионных фондов и управляющих компаний осуществляет инспекция негосударственных пенсионных фондов при Министерстве социальной защиты населения Российской Федерации.

Кредитные союзы

Кредитный союз (далее КС) — это добровольное самодеятельное и самоуправляемое на демократических началах объединение лиц в целях создания коллективного денежного фонда для аккумуляции денежных средств и использования их на кредитование производственных или потребительских нужд или на страхование своих членов. Как и другие виды кооперации, кредитные кооперативы являются объединением лиц, а не капиталов. Членство в них является персональным и непередаваемым. В них действует принцип доступности и добровольности членства, управление осуществляется на демократических началах.

КС является некоммерческой кооперативной организацией со статусом юридического лица. КС приобретает статус юридического лица со дня его государственной регистрации.

КС создаются по признаку общности места жительства, трудовой деятельности, профессиональной принадлежности или любой другой общности граждан. Число членов КС ограничено и в большинстве случаев не превышает двух тысяч. Эти условия вводятся для того, чтобы повысить личную ответственность пайщиков перед кредитным союзом, а его администрации — перед пайщиками.

Контрольные вопросы

1. Назовите основные группы участников рынка ценных бумаг.
2. Какими преимуществами обладает коллективное инвестирование по сравнению с другими формами инвестирования?
3. На какие части подразделяется имущество АИФА?
4. Опишите основных участников деятельности паевого фонда и их функции.
5. Дайте определение кредитного союза.

ТЕМА 3. ОСНОВЫ КОРПОРАТИВНОГО ПРАВА

3.1. АКЦИОНЕРНЫЕ ОБЩЕСТВА: ОПРЕДЕЛЕНИЕ, ВИДЫ

В современном языке термин «Корпорация» получил широкое распространение. Корни этого термина уходят в латинский язык, к слову *corporatio* — объединение. Наиболее часто в литературе встречается следующее определение: **Корпорация** — совокупность лиц, объединившихся для достижения какой-либо цели и образующих самостоятельный субъект права — юридическое лицо*.

Как правило, корпорация предусматривает долевую собственность участников, самостоятельный юридический статус и сосредоточение функций управления в руках профессиональных управляющих (менеджеров), работающих по найму.

Термин «Корпорация» наиболее характерен для англо-американского права. Если проводить параллели с отечественным законодательством, то в России корпорациям в большей степени соответствует такая организационно-правовая форма, как акционерное общество.

Основным документом, необходимым для изучения настоящей темы, является Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. №208-ФЗ «Об акционерных обществах» с последующими изменениями и дополнениями. Данный документ определяет порядок создания и правовое положение акционерных обществ, права и обязанности их акционеров, а также обеспечивает защиту прав и интересов акционеров. Закон распространяется на все акционерные общества, созданные или создаваемые на территории Российской Федерации, за некоторыми изъятиями. Например, особенности создания и правового положения акционерных обществ в сферах банковской, инвестиционной и страховой деятельности, определяются иными федеральными законами.

* Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Под общ. ред. А.Г.Грязновой. — М.: Финансы и статистика, 2002. — С.435.

Акционерное общество — коммерческая организация, уставный капитал которой разделен на определенное число акций, удостоверяющих обязательственные права участников общества (акционеров) по отношению к обществу.

Законом установлено, что общества могут быть открытыми или закрытыми, что должно отражаться в уставе и фирменном наименовании. Представим отличия открытого и закрытого акционерного общества в форме таблицы (табл.3.1).

Таблица 3.1

Отличия открытого и закрытого акционерного общества

	Открытое	Закрытое
Число учредителей (акционеров)	Не ограничено	Не более 50
Размещение акций	Открытая подписка. Закрытая подписка только если не противоречит Уставу	Открытая подписка запрещена. Закрытая подписка
Отчуждение акций	Акционер без ограничений может отчуждать акции	Акционер должен уведомить других акционеров, так как последние имеют преимущественное право на приобретение акций
Минимальный размер уставного капитала	1000 минимальных размеров оплаты труда	100 минимальных размеров оплаты труда

3.2. СОЗДАНИЕ АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА

Общество может быть создано путем учреждения вновь и путем реорганизации существующего юридического лица (слияния, разделения, выделения, преобразования).

Учреждение

Учредителями общества могут быть граждане и (или) юридические лица.

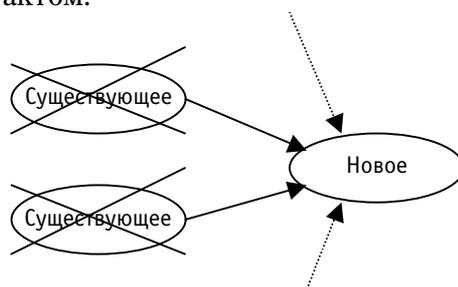
Государственные органы и органы местного самоуправления не могут выступать учредителями общества, если иное не установлено федеральными законами.

Общество не может иметь в качестве единственного учредителя (акционера) другое хозяйственное общество, состоящее из одного лица.

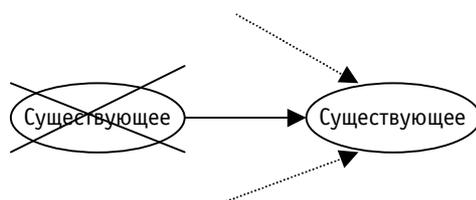
Реорганизация

Реорганизация общества может быть осуществлена в форме слияния, присоединения, разделения, выделения и преобразования.

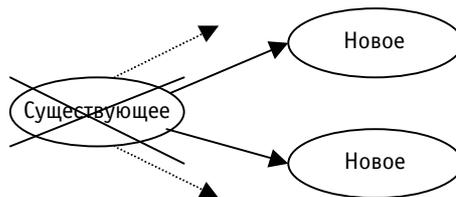
Слиянием обществ признается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением последних. При слиянии обществ все права и обязанности каждого из них переходят к вновь возникшему обществу в соответствии с передаточным актом.



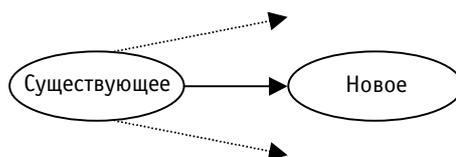
Присоединением общества признается прекращение одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому обществу. При присоединении одного общества к другому к последнему переходят все права и обязанности присоединяемого общества в соответствии с передаточным актом.



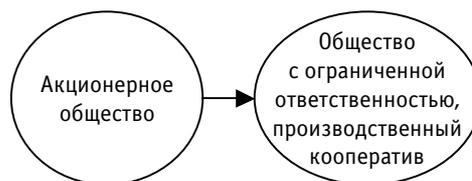
Разделением общества признается прекращение общества с передачей всех его прав и обязанностей вновь создаваемым обществам. При разделении общества все его права и обязанности переходят к двум или нескольким вновь создаваемым обществам в соответствии с разделительным балансом.



Выделением общества признается создание одного или нескольких обществ с передачей им части прав и обязанностей реорганизуемого общества без прекращения последнего. При выделении из состава общества одного или нескольких обществ к каждому из них переходит часть прав и обязанностей реорганизованного в форме выделения общества в соответствии с разделительным балансом.



Общество вправе преобразоваться в общество с ограниченной ответственностью или в производственный кооператив. При *преобразовании* общества к вновь возникшему юридическому лицу переходят все права и обязанности реорганизованного общества в соответствии с передаточным актом. По единогласному решению акционеров общество вправе преобразоваться в некоммерческое партнерство.



3.3. ЛИКВИДАЦИЯ АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА

Общество может быть ликвидировано добровольно и по решению суда.

Ликвидация общества — его прекращение без перехода прав и обязанностей в порядке правопреемства к другим лицам.

Выплаты кредиторам ликвидируемого общества денежных сумм производятся ликвидационной комиссией в порядке очередности, установленной Гражданским кодексом Российской Федерации, в соответствии с промежуточным ликвидационным балансом, начиная со дня его утверждения, за исключением кредиторов пятой очереди, выплаты которым производятся по истечении месяца с даты утверждения промежуточного ликвидационного баланса. При ликвидации общества требования его кредиторов удовлетворяются в следующей очередности:

- в первую очередь удовлетворяются требования граждан, перед которыми ликвидируемое общество несет ответственность за причинение вреда жизни или здоровью, путем капитализации соответствующих повременных платежей;
- во вторую очередь производятся расчеты по выплате выходных пособий и оплате труда с лицами, работающими по трудовому договору, в том числе по контракту, и по выплате вознаграждений по авторским договорам;
- в третью очередь удовлетворяются требования кредиторов по обязательствам, обеспеченным залогом имущества ликвидируемого общества;
- в четвертую очередь погашается задолженность по обязательным платежам в бюджет и во внебюджетные фонды;
- в пятую очередь производятся расчеты с другими кредиторами в соответствии с законом.

Требования каждой очереди удовлетворяются после полного удовлетворения требований предыдущей очереди. При недостаточности имущества ликвидируемого общества оно распределяется между кредиторами соответствующей очереди пропорционально суммам требований, подлежащих удовлетворению, если иное не установлено законом.

Оставшееся после завершения расчетов с кредиторами имущество ликвидируемого общества распределяется ликвидационной комиссией между акционерами в следующей очередности:

- в первую очередь осуществляются выплаты по акциям, которые должны быть выкуплены в соответствии с требованиями закона;
- во вторую очередь осуществляются выплаты начисленных, но не выплаченных дивидендов по привилегированным акциям и определенной уставом общества ликвидационной стоимости по привилегированным акциям;
- в третью очередь осуществляется распределение имущества ликвидируемого общества между акционерами-владельцами обыкновенных акций и всех типов привилегированных акций.

Распределение имущества каждой очереди осуществляется после полного распределения имущества предыдущей очереди. Выплата обществом определенной уставом общества ликвидационной стоимости по привилегированным акциям определенного типа осуществляется после полной выплаты определенной уставом общества ликвидационной стоимости по привилегированным акциям предыдущей очереди. Если имеющегося у общества имущества недостаточно для выплаты начисленных, но не выплаченных дивидендов и определенной уставом общества ликвидационной стоимости всем акционерам-владельцам привилегированных акций одного типа, то имущество распределяется между акционерами-владельцами этого типа привилегированных акций пропорционально количеству принадлежащих им акций этого типа.

3.4. ОРГАНЫ УПРАВЛЕНИЯ АКЦИОНЕРНЫМ ОБЩЕСТВОМ

В акционерном обществе действует трехзвенная структура органов управления:



Каждый из органов управления принимает решения по вопросам деятельности общества в соответствии со своей компетенцией. Компетенция — это допустимый перечень вопросов, которые орган управления в соответствии с законом вправе рассматривать и принимать по ним решения. Компетенция делится на исключительную и альтернативную. Исключительная компетенция — это вопросы компетенции, которые не могут быть переданы другим органам общества. Альтернативная компетенция — это вопросы компетенции органа управления, которые могут передаваться на решение другим органам управления.

Общее собрание акционеров. Высшим органом управления общества является общее собрание акционеров. Общество обязано ежегодно проводить общее собрание акционеров (годовое общее собрание акционеров). Годовое общее собрание акционеров проводится в сроки, устанавливаемые уставом общества, но не ранее чем через два месяца и не позднее чем через шесть месяцев после окончания финансового года общества. На годовом общем собрании акционеров решается вопрос об избрании совета директоров (наблюдательного совета) общества, ревизионной комиссии (ревизора), утверждении аудитора, рассматриваются представляемый советом директоров (наблюдательным советом) общества годовой отчет общества и иные документы. Проводимые помимо годового общие собрания акционеров являются внеочередными.

Совет директоров (наблюдательный совет) общества осуществляет общее руководство деятельностью общества, за исключением решения вопросов, отнесенных законом к исключительной компетенции общего собрания акционеров. В обществе с числом акционеров — владельцев голосующих акций менее пятидесяти устав общества может предусматривать, что функции совета директоров общества (наблюдательного совета) осуществляет общее собрание акционеров. В этом

случае устав общества должен содержать указание об определенном лице или органе общества, к компетенции которого относится решение вопроса о проведении общего собрания акционеров и об утверждении его повестки дня.

Члены совета директоров (наблюдательного совета) общества избираются годовым общим собранием акционеров в порядке, предусмотренном настоящим законом и уставом общества, сроком до следующего годового общего собрания акционеров. Лица, избранные в состав совета директоров (наблюдательного совета) общества, могут переизбираться неограниченное число раз. Количественный состав совета директоров (наблюдательного совета) общества определяется уставом общества или решением общего собрания акционеров в соответствии с требованиями закона. Для открытого общества с числом акционеров — владельцев голосующих акций общества более одной тысячи количественный состав совета директоров (наблюдательного совета) общества не может быть менее семи членов, а для общества с числом акционеров — владельцев голосующих акций общества более десяти тысяч — менее девяти членов. Выборы членов совета директоров (наблюдательного совета) общества с числом акционеров — владельцев обыкновенных акций общества более одной тысячи осуществляются кумулятивным голосованием. В обществе с числом акционеров — владельцев обыкновенных акций общества менее одной тысячи уставом может быть предусмотрено кумулятивное голосование при выборах членов совета директоров (наблюдательного совета) общества. При проведении кумулятивного голосования на каждую голосующую акцию общества должно приходиться количество голосов, равное общему числу членов совета директоров (наблюдательного совета) общества. Акционер вправе отдать голоса по принадлежащим ему акциям полностью за одного кандидата или распределить их между несколькими кандидатами в члены совета директоров (наблюдательного совета) общества. Избранными в состав совета директоров (наблюдательного совета) общества считаются кандидаты, набравшие наибольшее число голосов.

Исполнительный орган общества. Руководство текущей деятельностью общества осуществляется единоличным исполнительным органом общества (директором, генеральным директором) или коллегиальным исполнительным органом общества (правлением, дирекцией). Уставом общества, предусматривающим наличие одновременно единоличного и коллегиального исполнительных органов, должна быть определена компетенция каждого из них. В этом случае лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа общества (директора, генерального директора), осуществляет также функции председателя коллегиального исполнительного органа общества (правления, дирекции). По решению общего собрания акционеров полномочия исполнительного органа общества могут быть переданы по договору коммерческой организации (управляющей организации) или индивидуальному предпринимателю (управляющему). Условия заключаемого договора утверждаются советом директоров (наблюдательным советом) общества, если иное не предусмотрено уставом общества.

К компетенции исполнительного органа общества относятся все вопросы руководства текущей деятельностью общества, за исключением вопросов, отнесенных к исключительной компетенции общего собрания акционеров или совета директоров (наблюдательного совета) общества. Исполнительный орган общества организует выполнение решений общего собрания акционеров и совета директоров (наблюдательного совета) общества. Единоличный исполнительный орган общества (директор, генеральный директор) без доверенности действует от имени общества, в том числе представляет его интересы, совершает сделки от имени общества, утверждает штаты, издает приказы и дает указания, обязательные для исполнения всеми работниками общества. Образование исполнительных органов общества и досрочное прекращение их полномочий осуществляются по решению общего собрания акционеров, если уставом общества решение этих вопросов не отнесено к компетенции совета директоров (наблюдательного совета) общества.

Коллегиальный исполнительный орган общества (правление, дирекция) действует на основании устава общества, а также утверждаемого советом директоров (наблюдательным советом) общества внутреннего документа общества (положения, регламента или иного документа), в котором устанавливаются сроки и порядок созыва и проведения его заседаний, а также порядок принятия решений.

Для осуществления контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества общим собранием акционеров в соответствии с уставом общества избирается **ревизионная комиссия** (ревизор) общества. Компетенция ревизионной комиссии (ревизора) общества определяется законом и уставом общества. Порядок деятельности ревизионной комиссии (ревизора) общества определяется внутренним документом общества, утверждаемым общим собранием акционеров. Проверка (ревизия) финансово-хозяйственной деятельности общества осуществляется по итогам деятельности общества за год, а также во всякое время по инициативе ревизионной комиссии (ревизора) общества, решению общего собрания акционеров, совета директоров (наблюдательного совета) общества или по требованию акционера (акционеров) общества, владеющего в совокупности не менее чем 10% голосующих акций общества.

Аудитор (гражданин или аудиторская организация) общества осуществляет проверку финансово-хозяйственной деятельности общества в соответствии с правовыми актами Российской Федерации на основании заключаемого с ним договора. Размер оплаты его услуг определяется советом директоров (наблюдательным советом) общества.

Контрольные вопросы

1. Опишите правовое положение акционерного общества.
2. Сравните открытые и закрытые акционерные общества.
3. Какими путями может быть создано акционерное общество?
4. Какими путями может быть реорганизовано акционерное общество?
5. Опишите порядок распределения имущества акционерного общества при его ликвидации.
6. Назовите органы управления акционерным обществом и охарактеризуйте их?
7. Какие процедуры выбора совета директоров предусмотрены законом?
8. Опишите понятия исключительной и альтернативной компетенции.

ТЕМА 4. РЫНКИ АКЦИЙ

4.1. ОПРЕДЕЛЕНИЕ И КЛАССИФИКАЦИЯ АКЦИЙ

Термин «акция» произошел от лат. *aktio* — распоряжение, позволение, претензия.

Акция — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации. Данное определение дано в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг».

Акции — это титулы собственности на имущество акционерного общества. Акции не имеют конечного срока погашения.

Согласно современному российскому законодательству уставный капитал общества состоит из номинальной стоимости акций общества, приобретенных акционерами. Все акции общества являются именованными.

Акции акционерного общества также делятся на **размещенные** и **объявленные**. Размещенные акции, это те акции, которые приобретены акционерами, а объявленные это те, которые общество вправе разместить дополнительно к уже размещенным.

По объему прав владельцев данного вида ценных бумаг, акции делятся на **обыкновенные** и **привилегированные**. Акционерное общество размещает обыкновенные акции, а также вправе разместить один или несколько типов привилегированных акций. Номинальная стоимость размещенных привилегированных акций не должна превышать 25% от уставного капитала общества.

Акционеры — владельцы привилегированных акций общества не имеют права голоса на общем собрании акционеров, если иное не установлено законом для определенного типа привилегированных акций общества. Привилегированные акции общества одного типа предоставляют акционерам-владельцам одинаковый объем прав и имеют одинаковую номинальную стоимость. В уставе общества должны быть определены размер дивиденда и (или) стоимость, выплачиваемая при ликвидации общества (ликвидационная стоимость) по привилегированным акциям каждого типа. Размер дивиденда и ликвидационная стоимость определяются в твердой денежной сумме

или в процентах к номинальной стоимости привилегированных акций. Размер дивиденда и ликвидационная стоимость по привилегированным акциям считаются определенными также, если уставом общества установлен порядок их определения. Владельцы привилегированных акций, по которым не определен размер дивиденда, имеют право на получение дивидендов наравне с владельцами обыкновенных акций.

Если уставом общества предусмотрены привилегированные акции двух и более типов, то уставом общества должна быть также установлена очередность выплаты дивидендов и ликвидационной стоимости по каждому типу привилегированных акций.

Уставом общества может быть установлено, что невыплаченный или не полностью выплаченный дивиденд по привилегированным акциям определенного типа, размер которого определен в уставе, накапливается и выплачивается впоследствии (кумулятивные привилегированные акции).

В уставе общества могут быть определены также возможность и условия конвертации привилегированных акций определенного типа в обыкновенные акции или привилегированные акции иных типов.

Акционеры — владельцы привилегированных акций участвуют в общем собрании акционеров с правом голоса при решении вопросов о реорганизации и ликвидации общества. Акционеры — владельцы привилегированных акций определенного типа приобретают право голоса при решении на общем собрании акционеров вопросов о внесении изменений и дополнений в устав общества, ограничивающих права акционеров — владельцев этого типа привилегированных акций, включая случаи определения или увеличения размера дивиденда и (или) определения или увеличения ликвидационной стоимости, выплачиваемых по привилегированным акциям предыдущей очереди, а также предоставления акционерам — владельцам иного типа привилегированных акций преимуществ в очередности выплаты дивиденда и (или) ликвидационной стоимости акций.

Голосующая акция — это обыкновенная или привилегированная акция, предоставляющая акционеру-владельцу право голоса при решении вопроса, поставленного на голосование.

4.2. ДИВИДЕНДЫ И ПОРЯДОК ИХ ВЫПЛАТЫ

Дивидендом является часть чистой прибыли акционерного общества, подлежащая распределению среди акционеров, приходящаяся на одну акцию. Чистая прибыль, направляемая на выплату дивидендов, распределяется между акционерами пропорционально числу и типу принадлежащих им акций. Выплата дивидендов по акциям не является конкретным обязательством общества перед акционерами. Общее собрание акционеров и совет директоров общества вправе принимать решения о нецелесообразности выплаты дивидендов по акциям. Дивиденды не выплачиваются по акциям, которые не были выпущены в обращение или находятся на балансе общества. По невыплаченным и неполученным дивидендам проценты не начисляются.

Согласно ст.42 закона «Об акционерных обществах» общество вправе по результатам первого квартала, полугодия, девяти месяцев финансового года и (или) по результатам финансового года принимать решения (объявлять) о выплате дивидендов по размещенным акциям.

Общество обязано выплатить объявленные по каждой категории (типу) акций дивиденды. Дивиденды выплачиваются деньгами, а в случаях, предусмотренных уставом общества, — иным имуществом. Дивиденды выплачиваются из чистой прибыли общества за текущий год. Дивиденды по привилегированным акциям определенных типов могут выплачиваться за счет специально предназначенных для этого фондов общества. Решение о выплате дивидендов, размере дивиденда и форме его выплаты по акциям каждой категории (типа) принимается общим собранием акционеров по рекомендации совета директоров (наблюдательного совета) общества. Размер годовых дивидендов не может быть больше рекомендованного советом директоров (наблюдательным советом) общества. Общее собрание акционеров вправе принять решение о невыплате дивиденда по акциям определенных категорий (типов), а также о выплате дивидендов в неполном размере по привилегированным акциям, размер дивиденда по которым определен в уставе.

Дата выплаты дивидендов определяется уставом общества или решением общего собрания акционеров о выплате дивидендов. В список лиц, имеющих право на получение дивидендов должны быть включены акционеры и номинальные держатели акций, включенные в реестр акционеров

общества на день составления списка лиц, имеющих право участвовать в годовом общем собрании акционеров.

Общество не вправе принимать решение о выплате (объявлении) дивидендов по акциям:

- до полной оплаты всего уставного капитала общества;
- до выкупа всех акций, которые должны быть выкуплены в соответствии с законом;
- если на момент выплаты дивидендов оно отвечает признакам несостоятельности (банкротства) в соответствии с правовыми актами Российской Федерации о несостоятельности (банкротстве) предприятий или указанные признаки появятся у общества в результате выплаты дивидендов;
- если стоимость чистых активов общества меньше его уставного капитала, и резервного фонда, и превышения над номинальной стоимостью определенной уставом ликвидационной стоимости размещенных привилегированных акций либо станет меньше их размера в результате выплаты дивидендов.

4.3. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ АКЦИЙ

По своим инвестиционным характеристикам акции могут быть проклассифицированы следующим образом:

1. *Первоклассные акции* — это обыкновенные акции, с достаточно высоким качеством, а прибыль и дивиденды имеют долгую и безукоризненную историю выплат. Их эмитируют крупные, давно известные компании с безупречной финансовой репутацией. Однако не все виды первоклассных акций похожи друг на друга. Одни гарантируют постоянно высокий дивидендный доход, в то время как другие в большей мере ориентированы на рост курсов. Первоклассные акции особенно привлекательны для инвесторов, стремящихся к надежным инвестициям со значительной текущей доходностью и небольшим потенциалом роста. Многие используют эти акции в целях долгосрочного инвестирования, а также из-за достаточно низкой степени риска как средство получения умеренной, но постоянной прибыли на вложенный капитал. Первоклассные акции популярны среди большей части инвесторов, в результате чего их курсы часто высоки, особенно когда рынок нестабилен и инвесторы обеспокоены качеством своих инвестиций.

2. *Доходные акции* привлекательны просто в силу своих хороших показателей текущей доходности. Доходные акции представляют выпуски с длительной историей и стабильными показателями регулярных выплат более высоких, чем в среднем, дивидендов. Доходные акции идеально подходят для людей, стремящихся к относительно безопасному и вместе с тем высокому уровню текущего дохода на свой инвестированный капитал. Если рассуждать о негативных сторонах, то самый серьезный недостаток обыкновенных акций состоит в том, что причина высоких дивидендов кроется в низком потенциале роста. По своей природе доходные акции не подвержены высокому предпринимательскому или финансовому риску, но вместо этого могут подвергаться достаточно высокому процентному риску.

3. *Акции роста* — акции эмитентов, которые уже добились и будут иметь в будущем высокие темпы роста сбыта и роста прибыли (акции быстрорастущих компаний). Такая акция может иметь продолжительный и стабильный темп роста прибыли. Как показывает практика, одни растущие акции относятся к первоклассным и гарантируют рост качества инвестиций, в то время как другие отличаются более высоким уровнем риска. По акциям роста, как правило, выплачиваются невысокие дивиденды или дивиденды по ним не выплачиваются совсем, а коэффициент дивидендных выплат редко превышает 25–30% прибыли, поскольку вся или большая часть прибыли инвестируется в развитие компании и используется, по меньшей мере, для частичного финансирования быстрого роста. Таким образом, в данном случае важнейшим источником прибыли для инвесторов является увеличение курса акций.

4. *Спекулятивные рискованные акции* — акции, не имеющие стабильного успеха на фондовом рынке, но тем не менее обладающие потенциалом существенного роста курсов. В сущности, прибыли этих компаний неопределенны и в высшей степени нестабильны; курсы этих акций подвержены большим колебаниям и по ним обычно выплачиваются незначительные дивиденды либо дивиденды не выплачиваются совсем. Спекулятивные акции представляют собой чрезвычайно рискованные ценные бумаги. Акции данного вида используются теми, кто ищет прироста капитала,

а инвесторы зачастую агрессивно скупают и продают эти ценные бумаги в зависимости от требований момента.

5. *Циклические акции* выпускаются компаниями, прибыли которых тесно связаны с общим уровнем экономической активности. Они, как правило, отражают общее состояние экономики, поэтому их курсы растут и падают по мере того, как экономический цикл проходит через пики и спады. По очевидным причинам эти акции наиболее привлекательны, когда перспективы экономического роста благоприятны, но их следует избегать инвесторам, когда состояние экономики ухудшается.

6. *Оборонительные акции* — акции, курсы которых стабильны или даже растут по мере того, как экономическая активность снижается. Их отличительная особенность заключается в меньшей восприимчивости к последствиям спада в экономическом цикле в сравнении со средними акциями прочих выпусков. Примерами оборонительных акций могут служить акции многих предприятий коммунального обслуживания, а также компаний по производству промышленной продукции и потребительских товаров, которые относятся к категории массового спроса.

4.4. ФИНАНСОВЫЕ РАСЧЕТЫ ПО АКЦИЯМ

Дивидендная доходность акций

При определении дивидендной доходности акций различают историческую и перспективную дивидендную доходность.

Историческая дивидендная доходность ($Y_{ист}$):

$$Y_{ист} = \frac{div_{ист}}{P} \times 100\%, \quad (4.1)$$

где $div_{ист}$ — дивиденд за последний финансовый год;
 P — текущая рыночная цена акции.

Однако, поскольку этим способом можно измерить только то, что уже имело место, и необязательно, что это будет показателем будущих дивидендов, аналитики по инвестициям придают большее значение предполагаемым или указанным компанией дивидендам для получения более реалистичного расчета, который называется *перспективная дивидендная доходность* ($Y_{персп}$):

$$Y_{персп} = \frac{div_{ожид}}{P} \times 100\%, \quad (4.2)$$

где $div_{ожид}$ — прогнозируемый (или ожидаемый) размер дивиденда;
 P — текущая рыночная цена акции.

Пример 1

Условие. По результатам 2001 г. ОАО «Комбинат» выплатило дивиденды в размере 15 руб. на одну акцию. Прогнозируемый размер дивидендов в 2002 г. 17,5 руб. на одну акцию. Определить историческую и перспективную доходность при условии, что рыночная стоимость одной акции составляет 165 руб.

Решение.

- $Y_{ист} = \frac{div_{ист}}{P} \times 100\% = \frac{15 \text{ руб.}}{165 \text{ руб.}} \times 100\% = 9,09\%.$
- $Y_{персп} = \frac{div_{ожид}}{P} \times 100\% = \frac{17,5 \text{ руб.}}{165 \text{ руб.}} \times 100\% = 10,61\%.$

Рыночная дивидендная доходность может быть рассчитана путем оценки совокупного дивиденда по акциям на рынке, его деления на совокупную рыночную цену акций и сравнения результата с преобладающей доходностью рынка облигаций. Поскольку доходность облигаций практически всегда выше, чем акций, эта разница называется *обратной разницей в доходности*. Этот показатель особенно полезен для управляющих фондами, когда они принимают решение о распределении своих средств между акциями и облигациями.

Доход на акцию

Компании обычно не выплачивают всю свою годовую прибыль в виде дивидендов своим акционерам. Прибыль компании, оставшаяся после выплаты дивидендов, может быть использована на развитие, маркетинг или замену активов компании и т.д. Следовательно, для инвестора важно суметь оценить, насколько прибыльна компания сверх того, что она выплачивает в виде дивидендов своим акционерам. Этой цели служит показатель *величина дохода на акцию* (EPS):

$$EPS = \frac{ЧП - (div_{\text{прив}} \times n_{\text{прив}})}{n_{\text{обык}}}, \quad (4.3)$$

где ЧП — прибыль после уплаты налогов;

$div_{\text{прив}}$ — размер дивиденда на одну привилегированную акцию;

$n_{\text{прив}}$ — количество привилегированных акций;

$n_{\text{обык}}$ — количество обыкновенных акций.

EPS — это реальная цифра, а не процент и, следовательно, ее можно напрямую сравнить с дивидендом на акцию. Разницу составляет величина нераспределенной прибыли на акцию.

Пример 2

Условие. По результатам 2001 г. прибыль ОАО «Комбинат» после уплаты налогов составила 5000000 руб. Уставный капитал компании состоит из 200000 обыкновенных и 40000 привилегированных акций. По обыкновенным акциям выплачен дивиденд в размере 15 руб., по привилегированным — 10 руб. Определить доход на одну акцию и размер нераспределенной прибыли на одну акцию.

Решение. $EPS = \frac{ЧП - (div_{\text{прив}} \times n_{\text{прив}})}{n_{\text{обык}}} = \frac{5000000 - (10 \times 40000)}{200000} = 23 \text{руб.}$

Нераспределенная прибыль на акцию = 23 – 15 = 8 руб.

Ответ. Прибыль на одну акцию (EPS) — 23 руб. Нераспределенная прибыль на одну акцию — 8 руб.

Отношение цены к доходу на акцию

Отношение цены к доходу на акцию характеризуется *коэффициентом P/E*. Главная цель это коэффициента — дать возможность для сравнения стоимости сопоставимых ценных бумаг и установить ориентиры или рамки для конкретных отраслей. Это оценочный расчет, при котором предполагается постоянный уровень прибыли числа лет, которое потребуется компании, чтобы окупить цену своих акций.

$$P/E = \frac{P}{EPS}, \quad (4.4)$$

Пример 3

Используя цифры из примеров 1 и 2 получим:

$$P/E = \frac{P}{EPS} = \frac{165}{23} = 7,17,$$

т.е. при текущем отношении цены к доходу на акцию ОАО «Комбинат» окупит цену на свои акции за 7,17 года.

По той же причине, что разные отрасли находятся на разных стадиях своего экономического цикла, у разных отраслей также разные темпы оборота своей продукции, а также разные задачи в отношении денежных потоков. Строго говоря, обычно показатели P/E сравнимы только для компаний, работающих в одной отрасли. И хотя существуют сравнительные соотношения между P/E для разных отраслей, они не дают эффективного механизма даже для сравнения одинаковых отраслей в разных странах.

Несмотря на то, что компании могут прогнозировать будущие дивиденды, обычно они не прогнозируют будущую прибыль (кроме как для целей внутреннего бюджетирования). Однако инвестиционные аналитики часто оценивают будущие потоки прибыли для тех компаний, на которых они специализируются. Следовательно, можно получить потенциальные коэффициенты P/E с помощью их анализа.

При использовании коэффициентов P/E заслуживает внимания тот факт, что в этих показателях не учитываются риски, связанные с получением измеряемой прибыли. И действительно, высокий коэффициент P/E можно рассматривать как свидетельство высокого риска, поскольку цена акции спекулятивна по отношению к доходам, которые лежат в ее основе. Можно также предположить, что высокий коэффициент P/E указывает на то, что инвесторы либо уверены в способности компании повысить свой доход в будущем, либо цена завышена по сравнению с их реальной стоимостью.

Все коэффициенты такого рода следует воспринимать только как ориентиры для проведения дальнейших исследований.

Чистая стоимость активов

Цель расчета чистой стоимости активов на одну акцию (NAV) — определение базовой чистой стоимости компании на одну акцию, если бы активы компании были проданы за наличные и могли быть распределены между акционерами. NAV также можно определить как акционерный капитал компании плюс нераспределенные резервы, подлежащие распределению среди держателей обыкновенных акций:

$$NAV = \frac{A}{n_{\text{обык}}}, \quad (4.5)$$

где A — активы за вычетом всех долгов и издержек (чистые активы) и ликвидационной стоимости по привилегированным акциям.

Пример 4

Используя цифры из примеров 1, 2 и 3 и зная, что стоимость активов ОАО «Комбинат» после погашения всех долговых обязательств и выплаты ликвидационной стоимости по привилегированным акциям составляет 49000000 руб., получим:

$$NAV = \frac{A}{n_{\text{обык}}} = \frac{49000000}{200000} = 245 \text{ руб.},$$

т.е. на одну акцию приходится 245 руб. чистых активов ОАО «Комбинат».

Соотношение между NAV и рыночной ценой акции значительно различается для разных типов предприятий. Например, для паевого фонда NAV равняется цене пая, для других инвестиционных фондов NAV близка к цене акции фонда, для промышленной компании NAV может составлять около половины или одной трети, или меньшую долю от цены акции, но для компании из сферы услуг NAV, скорее всего, составит крошечную долю от цены акции, поскольку активом этого последнего типа предприятия являются его сотрудники.

Изменчивость цены на акцию

В целях инвестиционного анализа изменчивость акции сравнивается с ее отношением к рынку (или индексу, представляющему рынок или его часть). Этот фактор называется «коэффициентом бета». Он служит мерой эластичности процентного изменения цены акции по отношению к одновременному процентному изменению рынка (или индекса). Величину коэффициента бета можно рассчитать только путем оценки зарегистрированных изменений стоимости во времени по сравнению с изменениями рынка за тот же период. Очевидно, что чем больше имеется для этого данных, тем надежнее результат.

Коэффициент бета рынка (или индекса) принимается за 1 (или 100), поскольку она используется как базовый показатель. Поэтому логично, что совокупная сумма всех значений беты также должна быть равна 1 (или 100). Соответственно, если бета акции выше 1, это означает,

что при 10%-ном повышении (или снижении) цен на рынке цена на эту акцию поднимется (или упадет) больше, чем на 10%, и наоборот, цена на акцию с бетой от 0 до 1 поднимется (или упадет) меньше, чем на 10%. Отрицательные значения беты встречаются очень редко, т.е. это беты акций, цена которых меняется в направлении, обратном общему изменению рынка.

В действительности ценные бумаги с отрицательной бетой — первые кандидаты для формирования хорошо диверсифицированного портфеля, снижения риска без снижения доходности, но, как уже говорилось, они встречаются очень редко. Большинство значений бета находится в диапазоне от 0,5 до 1,5, причем среднее значение (по определению) составляет 1,0.

4.5. ИНДЕКСЫ ЦЕН НА АКЦИИ

На рынке ценных бумаг одновременно обращается значительное число акций различных эмитентов. Для качественной оценки состояния рынка ценных бумаг и грубой количественной оценки его динамики используют одномерный параметр, называемый *индексом цен на акции*.

Индексы представляют собой инструмент оценки поведения рынка ценных бумаг, который отражает происходящие макроэкономические процессы. При депрессивных явлениях в экономике индексы падают. Когда в стране намечается экономический рост, индексы растут.

Фондовые индексы (индексы цен на акции) подсчитываются и публикуются различными источниками, в качестве которых, как правило, выступают информационные агентства и фондовые биржи.

Большая часть фондовых индексов относится к одной из двух групп: капитализационные и ценовые индексы.

Капитализационные индексы. Данный тип индексов измеряет общую капитализацию предприятий, ценные бумаги которых исполняются для расчета индекса. Вычисленное значение индекса нормируется на некоторую базовую дату. Напомним, что под капитализацией предприятия понимается произведение текущей рыночной стоимости выпущенных предприятием ценных бумаг на их количество, находящееся в обращении. К капитализационным индексам относятся индексы Standard and Poor's (S&P-500, S&P-400), сводный индекс Нью-Йоркской фондовой биржи и т.п., большинство индексов на западных фондовых рынках являются капитализационными.

Ценовые индексы, или индексы с весом, равным цене. Индексы данного типа вычисляются как среднее арифметическое стоимости акций компаний, входящих в базовый список индекса.

К данному типу индексов относятся: наиболее известный — промышленный индекс Доу Джонса (Dow Jones), другие индексы Доу Джонса, индекс Токийской фондовой биржи — Nikkei-225, основной индекс Американской фондовой биржи — AMEX и т.д.

Индексы используются в качестве исходных данных для *расчета параметров* в ряде экономических моделей. Например, в модели оценки капитальных активов, позволяющих оценить поведение индивидуальных акций по отношению к поведению рынка акций в целом, индекс рассматривается как одномерный параметр, характеризующий наилучшую оценку рыночного портфеля.

Показатель стратегии инвестирования. Индексы можно рассматривать как инструмент для реализации стратегии инвестирования. Одна из них состоит в том, чтобы, купив ценные бумаги, держать их до тех пор, пока стоимость:

- не возрастет до уровня, обеспечивающего приемлемый уровень эффективности;
- не упадет до уровня, при котором финансовые потери будут выше допустимого уровня.

Вторая стратегия инвестирования состоит в том, чтобы, выбрав фондовый индекс или разработав методику расчета фондового индекса, соответствующего выбранной стратегии инвестирования, постоянно поддерживать инвестиционный портфель в соответствии со структурой выборки фондового индекса.

Отметим, что рассмотрение капитализационных индексов как стратегии поведения возможно, однако на практике малоперспективно. Такая стратегия инвестирования требует приобретения ценных бумаг предприятий в разных долях. Однако при наличии в инвестиционном портфеле несколько десятков видов акций поддержание подобного портфеля в соответствии с выбранным капитализационным индексом требует значительных накладных расходов. Как говорят в таких случаях, велики трансакционные издержки.

Базисный актив финансовых инструментов. Интерес к фондовым индексам в значительной степени обусловлен также и тем, что они используются в качестве базисного актива для производных финансовых инструментов (фьючерсов на индекс, опционов на индекс, опционов на фьючерсы на индекс), которые предоставляют возможность участникам фондового рынка реализовать различные инвестиционные стратегии, осуществлять страхование сделок на фондовом рынке (хеджировать сделки), активно участвовать в спекулятивной игре и т.п.

Необходимо отметить, что не все индексы используются в качестве базового актива для производных финансовых инструментов. В частности, компания «Dow Jones & Co» запрещает использовать промышленный индекс Доу Джонса в качестве основы для фьючерсов и опционов.

В настоящее время существуют различные методики расчета индексов:

- 1) невзвешенный среднеарифметический индекс (Доу Джонс);
- 2) взвешенный среднеарифметический индекс (S&P-500);
- 3) невзвешенный среднегеометрический индекс (FT-30);
- 4) взвешенный среднегеометрический индекс (Value Line Composite Average).

Контрольные вопросы

1. Какие категории акций может размещать акционерное общество?
2. Какие акции называются размещенными (объявленными)?
3. В чем принципиальное отличие обыкновенных и привилегированных акций?
4. В каких случаях привилегированные акции удостоверяют право голоса?
5. Какие типы привилегированных акций может размещать акционерное общество?
6. Проведите классификацию обыкновенных акций по их инвестиционным характеристикам.
7. Что понимается под дивидендом?
8. Кто и в каком порядке принимает решение о выплате дивидендов?
9. Кто имеет право на получение дивидендов?
10. При каких обстоятельствах общество не имеет права выплачивать дивиденды?
11. Что показывает EPS?
12. Какова главная цель коэффициента P/E?
13. На какие две группы можно разделить индексы цен на акции?
14. В каких целях можно использовать индексы цен на акции?

ТЕМА 5. РЫНКИ ДОЛГОВЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Долговые ценные бумаги удостоверяют отношения займа между инвестором (кредитором) и эмитентом (должником или заемщиком). Эти отношения включаются в понятие «**секьюритизация**» — трансформация долговых обязательств в ценные бумаги с целью их свободного обращения на рынке.

К долговым ценным бумагам относятся облигации, векселя, депозитные и сберегательные сертификаты.

Среди всех ценных бумаг, обращающихся как на национальных, так и на международных рынках, наибольший объем составляют облигации.

Облигация — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от этой стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может предусматривать иные имущественные права ее держателя, если это не противоречит законодательству Российской Федерации.

В зависимости от эмитента облигации делятся на государственные и корпоративные.

Государственные облигации, в свою очередь, делятся на:

- ценные бумаги федерального правительства;
- муниципальные ценные бумаги;
- ценные бумаги государственных учреждений;
- ценные бумаги, которым придан статус государственных.

Корпоративные облигации. Виды корпоративных облигаций в порядке уменьшения ранга, т.е. приоритетности выплаты процентов и основной суммы долга:

- обеспеченные или ипотечные облигации могут быть выпущены компанией только в том случае, если у нее есть какие-то конкретные высококачественные активы. Обычно это только земля или здания, но может быть и другое имущество, которое может использоваться в качестве фиксированного залога по облигации и которое компания планирует использовать в течение длительного периода времени (например, 10–25 лет);

- облигации, которые не имеют фиксированного залога, относятся к следующей категории и могут обеспечиваться плавающим залогом. Обеспечением могут быть материальные или нематериальные активы, включая торговые марки и долгосрочные контракты, или гарантии третьих лиц;

- необеспеченные облигации будут выпускаться только в тех случаях, когда компания имеет активы (или будет их иметь в результате получения займа), достаточные для погашения основной суммы займа. Конечно, кредиторы потребуют от компании наличия сильного баланса и счета резервов по текущим доходам, которые могли бы содействовать погашению займа. Этот вид соответствует еще более низкому уровню качества и поэтому представляет более серьезный риск для инвесторов. Следовательно, заемщик должен ожидать, что ему придется заплатить более высокую процентную ставку, чем по предыдущим видам облигаций.

Существует простой ориентир для инвесторов для сопоставления корпоративных облигаций — это сравнение их с государственными облигациями с теми же сроками погашения.

По сфере обращения: национальные облигации и зарубежные.

Следует различать облигации, выпускаемые на национальных рынках капитала, и зарубежные (например, *еврооблигации*). Внутренний выпуск облигаций осуществляется инвестором, являющимся резидентом страны выпуска, проводится в валюте этой страны и, как правило, размещается в стране выпуска.

Внутренний выпуск может быть размещен в иностранном государстве, но все равно в валюте страны эмитента, и большая часть будет размещена опять-таки в стране эмитента. Напротив, еврооблигации выпускаются в валюте, отличной от валюты страны, резидентом которой является эмитент, и облигации будут размещаться среди международных инвесторов из разных стран.

Следует помнить, что название «евро» возникло только благодаря месту расположения двух ведущих клирингово-расчетных палат (EUROCLEAR — расположена в Бельгии и CEDEL — расположена в Люксембурге), занимающихся этими выпусками, и это не значит, что они ограничены только европейскими инвесторами и эмитентами. Расчеты и клиринг по большинству еврооблигаций осуществляются этими организациями.

Большинство облигаций выпускается в долларах США. Причина состоит в том, что в США находятся крупнейшие международные инвесторы, вторая крупная группа инвесторов, находящаяся в Японии, всегда готова работать с основными мировыми валютами.

Для международных инвесторов доходы по еврооблигациям приближаются к показателям, присущим внутренним международным рынкам с самой низкой доходностью, т.е. Японии или США. Следовательно, несмотря на то, что эмитент будет сталкиваться с валютным риском по своим заимствованиям, все-таки это позволяет ему привлекать средства по более низким ставкам, чем в целом на внутреннем рынке.

По возможности конвертации: неконвертируемые облигации и конвертируемые облигации.

Конвертируемую облигацию можно рассматривать как обычную облигацию с бесплатной возможностью ее замены на заранее определенное количество акций (в случае с корпоративными облигациями) или на эквивалентное количество других облигаций (в случае с государственными облигациями). Следует заметить, что это право или возможность не может быть использовано эмитентом, и конвертация может быть произведена эмитентом только по просьбе владельца облигации.

По срокам заимствования:

- краткосрочные, выпускаемые на срок до 1 года;
- среднесрочные, со сроком обращения от 1 года до 5–10 лет;
- долгосрочные, со сроком обращения от 10–15 до 30 лет.

Необходимо рассмотреть еще один термин — *бессрочные облигации*. Эти облигации не имеют конкретной даты погашения, но у эмитента есть право выкупить эти облигации и соответственно погасить выпуск.

Названия по срокам заимствования дал соответствующим инструментам рынок, и они могут быть разными в разных странах. В Великобритании эти термины используются для описания периода *с настоящего времени до момента погашения облигаций* правительством независимо от того, сколько времени прошло с момента выпуска инструментов, в США, наоборот, — для обозначения времени, оставшегося до погашения облигации правительством, поскольку в США, если облигация была выпущена на период 25 лет, то она остается долгосрочной, даже если будет погашена через 2 года.

По видам процентов: кредиторы будут ожидать не только возврат своих средств, но также и плату за использование их денег. Поскольку по кредитам такие платежи называются процентными, методы, которые эмитент может использовать для выплаты этих процентов, называются «видами процентов». Такими методами (видами процента) могут быть дисконтирование, купонные платежи, индексация.

Дисконтирование. Один из таких методов называется дисконтированием. По этому виду заемщик включает все начисляемые на заимствование проценты и выплачивает вместе с основной суммой долга. Соответственно первоначальная сумма, предоставляемая в кредит эмитенту, будет меньше той суммы, которую он выплачивает в конце срока. Традиционно этот метод применяется практически для всех краткосрочных бумаг, но в последние годы он также стал популярен для более долгосрочных инструментов.

Купонные платежи. Следующий метод называется «купонными платежами». При этом методе заемщик устанавливает фиксированную годовую процентную ставку (купон), который выплачивается кредиторам либо раз в год, либо раз в полгода. В этом случае та сумма, которую эмитент заимствует в начале периода, будет равняться той сумме, которую он выплатит в конце периода.

Индексация. Облигации, номинальная стоимость которых возрастает, например, на индекс инфляции.

Доходность облигаций

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

Во-первых, в форме процентной ставки (купона) по займу, который в большинстве случаев представляет собой фиксированную годовую сумму, выплачиваемую либо раз в полгода, либо один раз в конце года.

Во-вторых, можно добиться прироста капитала, который выражается разницей между ценой покупки облигации и ценой, по которой инвестор продает облигацию (которая может представлять собой сумму погашения датированной облигации).

Специфической чертой, которую необходимо учитывать, определяя потенциальный доход от облигации, является то, что процентные ставки (основной компонент оценки облигации) и цены облигаций меняются в противоположных направлениях. Следовательно, общее правило таково: *цены облигаций растут по мере падения процентных ставок и падают по мере роста процентных ставок*.

Следующей важной чертой является влияние уровня инфляции. Если уровень инфляции высок, то это снизит покупательную силу валюты в будущем, т.е. на момент погашения займа на полученные деньги нельзя будет купить такое же количество товаров и услуг, как сейчас.

Прежде чем перейти к расчетам доходности по облигациям, отметим, что для таких расчетов рыночная цена облигации (выраженная в денежных единицах, например руб.), должна быть преобразована в рыночный курс облигации (выраженный в процентах от номинальной стоимости). Под *рыночным курсом облигации* будем понимать отношение рыночной цены облигации к ее номинальной стоимости, выраженное в процентах (см. формулу 5.1):

$$C = \frac{P}{N} \times 100\%, \quad (5.1)$$

где P — рыночная цена облигации;
N — номинал облигации.

Пример 1

Условие. Рыночная стоимость облигации составляет 220 руб., номинал 250 руб. Определите рыночный курс облигации.

Решение.
$$C = \frac{P}{N} \times 100\% = \frac{220 \text{ руб.}}{250 \text{ руб.}} \times 100\% = 88\%.$$

Текущая доходность

Инвестор, вкладывающий деньги в облигации, должен определить текущую доходность, которую ему приносит купон в денежном выражении. Это можно определять, рассматривая купон как часть текущей цены. Используется именно текущая цена, а не та цена, которая была заплачена за облигацию инвестором. Теперь необходимо решить, оставить эту облигацию или продать и использовать вырученные средства для вложения в другие инвестиции. Реальное сравнение можно провести только с доходами, получаемыми в настоящий момент по другим инвестициям. Для того чтобы определить доход, нужно провести следующие расчеты.

Текущую доходность облигации можно определить по формуле 5.2:

$$Y_{\text{тек}} = \frac{K}{C} \times 100\%, \quad (5.2)$$

где K — купон;
 C — рыночный курс облигации.

Пример 2

Условие. Рыночная стоимость облигации составляет 430 руб., номинал 500 руб. Купонная ставка 15%. Определите текущую доходность облигации.

Решение.
$$C = \frac{P}{N} \times 100\% = \frac{430 \text{ руб.}}{500 \text{ руб.}} \times 100\% = 86\%.$$

$$Y_{\text{тек}} = \frac{K}{C} = \frac{15\%}{86\%} \times 100\% = 17,44\%.$$

Номинальная стоимость облигации на практике выполняет несколько функций. Во-первых, обычно это сумма, которая выплачивается при погашении, а во-вторых, эта та сумма, на основе которой рассчитывается купон. Для бессрочных облигаций эти расчеты будут иметь смысл только для того, чтобы определить прирост капитала, так как погашения здесь не существует и никаких условий на конец срока не устанавливается.

Если облигация является датированной и фиксированная сумма должна быть выплачена при погашении, то существует еще один показатель доходности — доходность к погашению.

Доходность к погашению (полная доходность)

Доход к погашению означает общую сумму доходов, получаемых за период держания облигации как в форме купонных платежей, так и в форме прироста или уменьшения капитала по основной сумме за период с сегодняшнего дня (или с даты покупки) до конца срока действия облигации при предположении, что все полученные купонные платежи были реинвестированы с той же нормой прибыли.

Существует несколько методов расчета дохода к погашению. В рамках данной работы рассматривается только самый простой способ. В принципе при этом методе к текущему доходу добавляется прирост капитала (или потеря) к погашению, и это рассчитывается как процент от текущей цены (формула 5.3):

$$Y_{\text{полн}} = \frac{K + \left(\frac{100\% - C}{n} \right)}{C} \times 100\%, \quad (5.3)$$

где К — купон;
 С — рыночный курс облигации;
 n — число лет до конца срока обращения облигации (до момента погашения).

Пример 3

Расчеты проведем, используя данные примера 2, добавив к этим данным срок, оставшийся до погашения — 4 года. Тогда доходность к погашению (полная доходность) составит:

$$Y_{\text{полн}} = \frac{K + \left(\frac{100 - C}{n}\right)}{C} \times 100\% = \frac{15\% + \left(\frac{100\% - 86\%}{4}\right)}{86\%} \times 100\%.$$

$$Y_{\text{полн}} = \frac{15\% + 3,5\%}{86\%} \times 100\% = 21,51\%.$$

Чувствительность или изменчивость облигаций

Очень важно принимать во внимание, насколько изменится цена по отношению к изменениям в процентных ставках. Не все цены облигаций будут одинаково реагировать на изменения процентных ставок. Размер изменений будет зависеть от размера купона и периода времени, оставшегося до погашения. Некоторые облигации бывают более чувствительными к изменениям процентных ставок. Общий принцип таких взаимоотношений может быть выражен следующим образом:

- долгосрочные облигации более чувствительны, чем краткосрочные;
- облигации с низким купоном более чувствительны, чем облигации с высоким купоном.

Причина состоит в том, что в основном большая часть дохода состоит из выплаты номинальной стоимости. Логика такова: когда процентные ставки падают, владелец краткосрочной облигации будет получать меньший доход только в течение короткого периода времени, до момента погашения основной суммы долга (а эти средства могут быть затем реинвестированы).

С другой стороны, владелец долгосрочной облигации не должен предпринимать каких-либо немедленных действий и, следовательно, может больше выиграть на росте цены облигаций для того, чтобы компенсировать падение ставок. Необходимо также понимать, что по мере падения процентных ставок облигации с высоким купоном будут получать доход быстрее, чем облигации с низким купоном, и следовательно, для того чтобы сбалансировать общую сумму доходов, цена облигации с низким купоном будет расти быстрее.

Существует количественная оценка чувствительности цен облигаций к сроку действия облигации и размеру купона — **дюрация (дюрация Маколи)**. Дюрация Маколи — это критерий измерения (в годах) чувствительности цен облигаций к сроку действия облигации и размеру купона. В принципе это показывает влияние купона на срок действия облигации.

Облигация без купона будет иметь дюрацию, равную сроку действия облигации, но чем выше купон, тем меньше будет дюрация по отношению к сроку погашения. Облигации с меньшей дюрацией будут менее чувствительны к изменению процентных ставок, чем облигации с большей дюрацией.

Одним из наименее сложных способов оценки чувствительности облигации является критерий «**одна восьмая**», который показывает величину, на которую должны измениться процентные ставки для того, чтобы привести к изменению цены на 1/8 денежной единицы. Чем больше величина, тем менее чувствительна облигация, поскольку значительные изменения процентных ставок приведут к изменению цены лишь на 1/8. Зная значение критерия 1/8 по конкретной облигации, можно определить новый рыночный курс облигации после изменения рыночных процентных ставок (см. формулу 5.4):

$$C_{\text{нов}} = C_{\text{исх}} - \left(\frac{i_{\text{нов}} - i_{\text{стар}}}{G}\right) \times \frac{1}{8}, \quad (5.4)$$

где $C_{\text{нов}}$ — новый рыночный курс облигации;
 $C_{\text{исх}}$ — текущий рыночный курс облигации;
 $i_{\text{нов}}$ — новая процентная ставка;
 $i_{\text{стар}}$ — старая процентная ставка;
 G — величина критерия «1/8».

Пример 4

В данном примере будем использовать данные примеров 1 и 2. Дополнительные данные: при размещении облигаций купон 15% соответствовал рыночной процентной ставке. Критерий 1/8 равен 0,2 (т.е. на каждую 0,2% изменения процентных ставок цена облигации будет меняться на 1/8). Определить «справедливый» рыночный курс облигации в случае, если процентные ставки вырастут до 16%.

$$C_{\text{нов}} = C_{\text{исх}} - \left(\frac{i_{\text{нов}} - i_{\text{стар}}}{G} \right) \times \frac{1}{8} = 86 - \frac{16 - 15}{0,2} \times \frac{1}{8} = 86 - 5 \times \frac{1}{8} = 86 - \frac{5}{8} = 85 \frac{3}{8}.$$

Данный пример наглядно демонстрирует приведенное выше правило, что при росте процентных ставок цены облигаций (а в нашем случае рыночный курс облигации) снижаются.

Контрольные вопросы

1. Какие финансовые инструменты относятся к долговым?
2. Дайте определение облигации.
3. В чем заключается отличие в «видах процентов»?
4. Что подразумевается под бессрочной облигацией?
5. Как рассчитывается доходность облигации?
6. Какой принцип описывает чувствительность облигаций?
7. Что означает термин «дюрация».

ТЕМА 6. ВИДЫ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ В РОССИИ

В настоящей теме рассмотрим основные виды государственных ценных бумаг.

Облигации республиканского внутреннего займа РФ 1991 г. Государственный республиканский внутренний заем РФ 1991 г. — первый в России свободно обращающийся заем, котируемый Центральным банком России. Он выпущен общим объемом 80 млрд руб. в виде облигаций достоинством 100 тыс. руб. каждая сроком на 30 лет (с 1 июля 1991 г. по 30 июня 2021 г.).

Заем выпускался 16 отдельными разрядами по 5 млрд руб. каждый. Эти разряды объединялись в 4 группы (1–4 «Апрель», 5–8 «Июль», 9–12 «Октябрь», 13–16 «Январь»). На сегодняшний день осталось две группы: «Апрель» и «Октябрь».

Держателям облигаций в безналичном порядке один раз в год по купону выплачивается годовой доход в размере 15% от номинальной стоимости облигации. Обслуживание займа и торговля облигациями возложены на Главные территориальные управления ЦБ. Облигации обращаются исключительно среди юридических лиц.

По первому требованию инвесторов учреждения ЦБ продают облигации желающим купить их и выкупают их обратно у желающих продать по объявленным ЦБ котировкам. Котировки выставляются один раз в неделю, по вторникам, и фиксируются на всю неделю. Техника купли-продажи для облигаций всех групп разрядов одинакова.

Главные территориальные управления ЦБ реализуют и выкупают облигации в течение всего года, кроме одной рабочей недели, «особой». Для серии «Апрель» — вторая неделя апреля каждого года; для серии «Октябрь» — вторая неделя октября каждого года. В эту неделю обычный порядок определения цены не действует. Сделки на этой неделе происходят по котировкам предшествующего месяца предшествующего года, т.е. за 13 месяцев до ее наступления. Это дает возможность инвесторам четко ориентироваться в ценовой динамике облигационного займа, а также планировать общую доходность по ним из расчета более чем на год.

Облигации государственного валютного займа 1991 г. В 1992 г. принято решение о выпуске внутреннего валютного займа, облигации которого предусматривалось передать юридическим лицам — клиентам Внешэкономбанка (ВЭБ) в соответствии с величиной средств, замороженных на счетах в результате банкротства ВЭБ.

Основные параметры займа:

- валюта займа — доллары США;
- ежегодные купонные выплаты — 3%;
- общая сумма займа — 7,885 млрд долл.;
- номинал: 1000, 10 000 и 100 000 долл.;
- дата выпуска — 14 мая 1993 г.;
- погашение по пяти сериям со сроком обращения 1, 3, 6, 10, 15 лет;
- выпуск в наличной бумажной форме в виде ценных бумаг на предъявителя.

Государственные краткосрочные облигации (ГКО) и облигации федерального займа (ОФЗ). По таким характеристикам, как объем в обращении, емкость рынка, ликвидность и динамичность развития, ведущее место среди государственных ценных бумаг занимают ГКО и ОФЗ.

В мае 1993 г. начались торги по ГКО, а в июне 1995 г. на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ) состоялся первый аукцион по размещению облигаций федерального займа.

Наличие свойств, общих для ГКО и ОФЗ, несмотря на некоторые различия в эмиссионных характеристиках, позволяет говорить о существовании единого рынка ГКО–ОФЗ. Среди таких общих свойств можно отметить следующие:

- технология размещения, вторичного обращения и погашения через систему организованного рынка ценных бумаг (ОРЦБ);
- круг участников рынка, в первую очередь — общий институт дилеров;
- схожие инвестиционные качества.

Эмитентом ГКО и ОФЗ выступает Министерство финансов России, которое принимает решение об осуществлении отдельных выпусков ГКО и ОФЗ и определяет их параметры.

Параметры выпуска государственных краткосрочных облигаций (ГКО):

- номинальная стоимость облигации — 10 руб.;
- срок обращения 3 месяца, 6 месяцев и 1 год (в настоящее время годовые облигации не эмитируются);
- облигации бескупонные, т.е. доходом по ним является разница между ценой покупки и погашения;
- эмиссия облигаций осуществляется в форме отдельных выпусков (траншей);
- владельцами облигаций могут быть как юридические, так и физические лица, в том числе и нерезиденты;
- облигации именные;
- форма выпуска — безбумажная.

Основные отличия ОФЗ от ГКО:

- срок обращения — 3 месяца, 6 месяцев, 1 год, 2 года и 3 года;
- облигации купонные.

Генеральный агент эмитента — Центральный банк России — выполняет функции платежного агента Минфина, проводит размещение, обслуживание и гарантирует своевременное погашение облигаций. Облигации выпускаются с обязательным централизованным хранением, выпуски этих ценных бумаг оформляются глобальными сертификатами, которые хранятся в Минфине и Национальном депозитарном центре. Вследствие того, что ключевые характеристики для этих рынков общие, происходило параллельное развитие нормативной базы и инфраструктуры рынков ОФЗ и ГКО.

Первичное размещение ведется по принципу *американского аукциона*. Претенденты подают два типа заявок: конкурентные и неконкурентные. Стоимость бумаг, приобретаемых по неконкурентным заявкам, равна средневзвешенной цене удовлетворенных конкурентных заявок. Конкурентные заявки подаются участниками торгов с указанием цены, по которой они готовы приобрести облигации.

После регистрации по уровню предложения цены, начиная с максимальной, заявки участвуют в безличном конкурсе, где определяется цена отсечения (если объем облигаций меньше спроса). Заявки, преодолевшие линию отсечения, удовлетворяются по цене, указанной в заявке. Расчеты производятся в день аукциона.

Выпуски ГКО и ОФЗ считаются состоявшимися, если в период размещения было продано не менее 20% от количества предполагавшихся к выпуску облигаций.

Ликвидность ГКО/ОФЗ обеспечивается наличием постоянно функционирующей торговой системы в рамках ММВБ и технологичным регламентом.

В настоящее время объем рынка ГКО/ОФЗ оценивается в 190 млрд руб., а доходность упала со 120% годовых с момента восстановления торгов в 1999 г. до 15%.

Облигации государственного сберегательного займа РФ. В сентябре 1995 г. на российском финансовом рынке появились облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ), выпуск которых был осуществлен в соответствии с указом Президента РФ.

Выпуск этих бумаг рассчитан на мелких частных инвесторов. Принципиальных отличий ОГСЗ от ценных бумаг типа ГКО/ОФЗ два:

- документарный (бумажный) выпуск;
- предъявительский характер этих ценных бумаг.

В июле 2000 г. был погашен последний выпуск «докризисных» ОГСЗ и возобновлена эмиссия ОГСЗ с изменением механизма определения купонного дохода. Доход по каждому из двух полугодических купонов стал определяться эмитентом и индексироваться по инфляции. Он равняется официально объявленному Госкомстатом России уровню инфляции за полных 6 месяцев, предшествующих дате объявления купонного дохода, увеличенному на 1,5 процентных пункта.

Контрольные вопросы

1. Проанализируйте основные характеристики облигаций внутреннего займа и облигаций государственного валютного займа.
2. Какой процентный доход предусмотрен условиями выпуска и обращения ОВВЗ?
3. Как рассчитывается стоимость ГКО, приобретаемых участниками аукциона по неконкурентным заявкам?
4. Как определяется процентный доход по купону ОГСЗ?
5. К каким видам по срокам заимствования можно отнести государственные ценные бумаги?

ТЕМА 7. ЭМИССИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ

Основным документом, регулирующим процедуру эмиссии ценных бумаг в России, является Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

В общем случае процедура эмиссии эмиссионных ценных бумаг включает следующие этапы:

- принятие эмитентом решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг;
- регистрацию выпуска эмиссионных ценных бумаг;
- для документарной формы выпуска — изготовление сертификатов ценных бумаг;
- размещение эмиссионных ценных бумаг;
- регистрацию отчета об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг.

Разберем перечисленные этапы более детально.

Решение о *выпуске ценных бумаг* — документ, содержащий данные, достаточные для установления объема прав, закрепленных ценной бумагой. Например, описание в решении о выпуске акций прав, предоставляемых по каждой акции, должно соответствовать уставу акционерного общества. Решение о выпуске ценных бумаг утверждается на основании и в соответствии с решением об их размещении. Решение о размещении ценных бумаг — это одно из следующих решений:

- об учреждении акционерного общества;
- об увеличении уставного капитала путем размещения дополнительных акций;
- об увеличении уставного капитала путем увеличения номинальной стоимости акций;

- об увеличении номинальной стоимости акций за счет погашения акций с сохранением размера уставного капитала;
- о размещении акций определенной категории (определенного типа) путем конвертации в них конвертируемых акций другой категории (другого типа);
- об уменьшении уставного капитала путем уменьшения номинальной стоимости акций;
- о внесении изменений в устав общества, касающихся предоставляемых по акциям прав;
- о консолидации акций;
- о дроблении акций;
- о размещении облигаций.

Размещение ценных бумаг (за исключением распределения акций среди учредителей акционерного общества при его учреждении) до государственной регистрации их выпуска запрещается. Государственная регистрация выпуска ценных бумаг — присвоение выпуску ценных бумаг государственного регистрационного номера. Регистрирующий орган — орган, включенный Федеральной комиссией в перечень органов, осуществляющих государственную регистрацию выпусков ценных бумаг. При государственной регистрации выпуска уплачивается налог на операции с ценными бумагами. Объектом налогообложения является номинальная сумма выпуска ценных бумаг, заявленная эмитентом. Однако есть несколько исключений. Например, объектом обложения данным видом налога не является: номинальная сумма выпуска ценных бумаг акционерных обществ, осуществляющих первичную эмиссию ценных бумаг; номинальная сумма выпуска ценных бумаг акционерных обществ, осуществляющих увеличение уставного капитала на величину переоценок основных фондов, производимых по решению Правительства Российской Федерации и т.д. Налог на операции с ценными бумагами взимается в размере 0,8% номинальной суммы выпуска. В случае отказа в регистрации эмиссии налог не возвращается. Плательщик исчисляет сумму налога самостоятельно, исходя из номинальной суммы выпуска и соответствующей налоговой ставки. Сумма налога уплачивается плательщиком одновременно с представлением документов на регистрацию эмиссии и перечисляется в федеральный бюджет.

Одновременно с государственной регистрацией выпуска ценных бумаг осуществляется регистрация решения о выпуске ценных бумаг и их проспекта эмиссии.

Размещение акций осуществляется путем:

- а) распределения среди учредителей акционерного общества при его учреждении;
- б) распределения среди акционеров акционерного общества;
- в) подписки;
- г) конвертации.

Размещение облигаций осуществляется путем:

- а) подписки;
- б) конвертации.

Подписка — размещение ценных бумаг на основании договоров (в том числе договоров купли-продажи, мены), при этом размещение ценных бумаг путем открытой подписки (публичное размещение, публичная эмиссия) — это размещение ценных бумаг среди неограниченного заранее круга лиц, размещение ценных бумаг путем закрытой подписки (частное размещение) — это размещение ценных бумаг среди заранее известного круга лиц.

Следует обратить внимание, что размещение дополнительных (в том числе конвертируемых) акций акционерного общества путем распределения их среди своих акционеров, а также увеличение уставного капитала акционерного общества путем увеличения номинальной стоимости акций возможно только за счет: средств, полученных акционерным обществом — эмитентом от продажи своих акций сверх их номинальной стоимости (эмиссионного дохода); остатков фондов специального назначения (фонда накопления, фонда потребления, фонда социальной сферы) акционерного общества — эмитента по итогам предыдущего года; нераспределенной прибыли акционерного общества — эмитента; средств от переоценки основных фондов акционерного общества — эмитента. При этом дополнительные взносы и иные платежи за ценные бумаги, размещаемые путем конвертации, а также связанные с такой конвертацией, не допускаются.

Распределение дополнительных акций среди акционеров возможно только в том случае, если оно осуществляется всем акционерам — владельцам акций всех категорий (типов), и при этом одновременно выполняются следующие условия:

- количество распределяемых дополнительных (в том числе конвертируемых) акций каждой категории (каждого типа) пропорционально количеству акций этой категории (типа), находящихся в обращении;
- каждому акционеру — владельцу акций определенной категории (определенного типа) распределяется целое число акций этой категории (этого типа), пропорциональное числу принадлежащих ему акций этой категории (этого типа).

Согласно Закону «Об акционерных обществах» уставный капитал общества может быть увеличен путем увеличения номинальной стоимости акций или размещения дополнительных акций. Дополнительные акции могут быть размещены обществом только в пределах количества объявленных акций, установленного уставом общества. Если решение вопроса об увеличении уставного капитала путем размещения дополнительных акций находится в компетенции общего собрания акционеров, то решение об увеличении уставного капитала общества путем размещения дополнительных акций может быть принято общим собранием акционеров одновременно с решением об увеличении количества объявленных акций. Решение об увеличении уставного капитала путем размещения дополнительных акций в пределах количества объявленных акций может быть принято советом директоров (наблюдательным советом) общества, если в соответствии с уставом общества или решением общего собрания акционеров ему принадлежит право принятия такого решения.

Решение о размещении посредством закрытой подписки акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, принимается только общим собранием акционеров тремя четвертями голосов, если необходимость большего числа голосов для принятия этого решения не предусмотрена уставом акционерного общества. Акционерное общество по требованию акционеров, голосовавших против или не принимавших участия в голосовании при решении указанного вопроса, обязано выкупить у них акции. Указанные требования не распространяются на размещение посредством закрытой подписки только среди акционеров акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, если акционеры имеют возможность приобрести размещаемые акции и ценные бумаги, конвертируемые в акции, пропорционально количеству принадлежащих им акций.

Принимать обязательство о передаче либо отчуждении ценных бумаг до государственной регистрации их выпуска запрещается. Размещение ценных бумаг путем подписки осуществляется в течение срока, указанного в зарегистрированном решении о выпуске ценных бумаг, который не может превышать одного года со дня утверждения решения о выпуске ценных бумаг. Дополнительные акции, размещаемые путем подписки, должны размещаться по рыночной цене (за исключением случаев, предусмотренных законодательством Российской Федерации), но не ниже их номинальной стоимости.

Эмитент представляет в регистрирующий орган отчет об итогах выпуска ценных бумаг, размещаемых путем подписки, не позднее 30 дней после истечения срока размещения ценных бумаг, указанного в зарегистрированном решении о выпуске ценных бумаг, а в случае, если все ценные бумаги были размещены до истечения этого срока, — не позднее 30 дней после размещения последней ценной бумаги этого выпуска. В течение срока размещения ценных бумаг может быть размещено меньшее количество ценных бумаг, чем предусмотрено решением об их выпуске. В этом случае количество ценных бумаг этого выпуска уменьшается регистрирующим органом на число неразмещенных ценных бумаг на основании данных отчета об итогах их выпуска. После регистрации отчета об итогах выпуска дополнительных акций, размещенных путем подписки, в устав акционерного общества вносятся изменения, связанные с увеличением уставного капитала на номинальную стоимость размещенных дополнительных акций, увеличением числа размещенных акций и уменьшением числа объявленных акций соответствующих категорий (типов). Внесение в устав акционерного общества таких изменений и их государственная регистрация осуществляются на основании решения об увеличении уставного капитала путем размещения дополнительных акций и зарегистрированного отчета об итогах выпуска дополнительных акций.

Согласно Закону от 5 марта 1999 г. №46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» на рынке ценных бумаг запрещаются публичное размещение, реклама и предложение в любой иной форме неограниченному кругу лиц ценных бумаг, выпуск которых не прошел государственную регистрацию, ценных бумаг, публичное размещение которых запрещено

или не предусмотрено федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации, а также документов, удостоверяющих денежные и иные обязательства, но при этом не являющихся ценными бумагами в соответствии с законодательством Российской Федерации. Совершение владельцем ценных бумаг любых сделок с принадлежащими ему ценными бумагами до их полной оплаты и регистрации отчета об итогах их выпуска запрещается.

При эмиссии ценных бумаг регистрация проспекта эмиссии производится при размещении эмиссионных ценных бумаг среди неограниченного круга владельцев или заранее известного круга владельцев, число которых превышает 500, а также в случае, когда общий объем эмиссии превышает 50 тыс. минимальных размеров оплаты труда.

При регистрации проспекта эмиссии ценных бумаг процедура эмиссии дополняется следующими этапами:

- подготовкой проспекта эмиссии эмиссионных ценных бумаг;
- регистрацией проспекта эмиссии эмиссионных ценных бумаг;
- раскрытием всей информации, содержащейся в проспекте эмиссии;
- раскрытием всей информации, содержащейся в отчете об итогах выпуска.

Проспект эмиссии должен содержать:

- данные об эмитенте;
- данные о финансовом положении эмитента. Эти сведения не указываются в проспекте эмиссии при создании акционерного общества, за исключением случаев преобразования в него юридических лиц иной организационно-правовой формы;
- сведения о предстоящем выпуске эмиссионных ценных бумаг.

Проспект эмиссии ценных бумаг может быть подготовлен в отношении одного или нескольких выпусков привилегированных акций разных типов, размещаемых одновременно, или в отношении одного или нескольких выпусков облигаций разных серий, размещаемых одновременно. Не может быть одновременно осуществлена государственная регистрация: выпуска обыкновенных и привилегированных акций, размещаемых путем подписки; двух и более выпусков обыкновенных акций или двух и более выпусков привилегированных акций одного типа; двух и более выпусков облигаций одной серии.

Лица, подписавшие проспект эмиссии ценных бумаг, несут солидарно субсидиарную ответственность за ущерб, причиненный эмитентом инвестору вследствие содержащейся в указанном проспекте недостоверной и (или) вводящей в заблуждение инвестора информации. Независимый оценщик и аудитор, подписавшие проспект эмиссии ценных бумаг, несут солидарно с иными лицами, подписавшими проспект эмиссии ценных бумаг, субсидиарную с эмитентом ответственность за ущерб, причиненный инвестору эмитентом вследствие содержащейся в указанном проспекте недостоверной и (или) вводящей в заблуждение инвестора информации и подтвержденной ими. Иск о возмещении ущерба по указанным основаниям может быть предъявлен в суд в течение одного года со дня обнаружения нарушения, но не позднее трех лет со дня начала размещения ценных бумаг.

В случае открытой (публичной) эмиссии, требующей регистрации проспекта эмиссии, эмитент обязан обеспечить доступ к информации, содержащейся в проспекте эмиссии, и опубликовать уведомление о порядке раскрытия информации в периодическом печатном издании с тиражом не менее 50 тыс. экземпляров. Эмитент, а также профессиональные участники рынка ценных бумаг, осуществляющие размещение эмиссионных ценных бумаг, обязаны обеспечить любым потенциальным владельцам возможность доступа к раскрываемой информации до приобретения ценных бумаг.

В тех случаях, когда хотя бы один выпуск эмиссионных ценных бумаг эмитента сопровождался регистрацией проспекта эмиссии, эмитент обязан раскрыть информацию о своих ценных бумагах и своей финансово-хозяйственной деятельности в следующих формах:

- ежеквартальный отчет эмитента;
- сообщения о существенных фактах, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента.

Ежеквартальный отчет эмитента должен содержать следующие данные: коды, присвоенные регистрирующим органом сообщениям о раскрытых в отчетном квартале существенных фактах,

затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента; данные о финансово-хозяйственной деятельности эмитента: бухгалтерский баланс, счета прибылей и убытков на конец отчетного квартала; факты, повлекшие увеличение чистой прибыли или убытков эмитента более чем на 20% в течение отчетного квартала по сравнению с предыдущим кварталом; данные о формировании и использовании резервного и других специальных фондов эмитента. Ежеквартальный отчет составляется по итогам каждого завершенного квартала не позднее 30 календарных дней после его окончания. Ежеквартальный отчет должен быть утвержден уполномоченным органом эмитента.

Сообщениями о существенных фактах, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента, признаются сведения: об изменениях в списке лиц, входящих в органы управления эмитента (за исключением общего собрания участников в обществах с ограниченной ответственностью и общего собрания акционеров в акционерных обществах); об изменениях в размере участия лиц, входящих в органы управления эмитента, в уставном капитале эмитента, а также его дочерних и зависимых обществ и об участии этих лиц в капитале других юридических лиц, если они владеют более чем 20% указанного капитала; об изменениях в списке владельцев (акционеров) эмитента, владеющих 20% и более уставного капитала эмитента; об изменениях в списке юридических лиц, в которых данный эмитент владеет 20% и более уставного капитала; о реорганизации эмитента, его дочерних и зависимых обществ; о начисленных и (или) выплачиваемых доходах по ценным бумагам эмитента; о погашении ценных бумаг; о выпусках ценных бумаг, приостановленных или признанных несостоявшимися; о появлении в реестре эмитента лица, владеющего более чем 25% его эмиссионных ценных бумаг любого отдельного вида. Сообщения о существенных фактах, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента, должны направляться эмитентом в порядке раскрытия в регистрирующий орган для обеспечения доступности в срок не более пяти рабочих дней с момента появления факта.

Запрещается размещение ценных бумаг нового выпуска ранее чем через две недели после обеспечения всем потенциальным владельцам возможности доступа к информации о выпуске, которая должна быть раскрыта в соответствии с законом. Информация о цене размещения ценных бумаг может раскрываться в день начала размещения ценных бумаг.

Акции общества при его учреждении должны быть полностью оплачены в течение срока, определенного уставом общества, при этом не менее 50% уставного капитала общества должно быть оплачено в течение трех месяцев с момента регистрации общества, а оставшаяся часть — в течение года с момента его регистрации. Дополнительные акции общества должны быть оплачены в течение срока, определенного в соответствии с решением об их размещении, но не позднее одного года с момента их приобретения (размещения). Оплата акций может осуществляться деньгами, ценными бумагами, другими вещами или имущественными правами либо иными правами, имеющими денежную оценку. Форма оплаты акций общества при его учреждении определяется договором о создании общества или уставом общества, а дополнительных акций и иных ценных бумаг — решением об их размещении. Акция не предоставляет права голоса до момента ее полной оплаты, за исключением акций, приобретаемых учредителями при создании общества, если это предусмотрено его уставом.

В случае неполной оплаты акции в установленные сроки акция поступает в распоряжение общества, о чем в реестре акционеров общества делается соответствующая запись. Уставом общества может быть предусмотрена уплата штрафа или пени.

Номинальная стоимость всех выпущенных обществом облигаций не должна превышать размер уставного капитала общества либо величину обеспечения, предоставленного обществу третьими лицами для цели выпуска облигаций. Выпуск облигаций обществом допускается после полной оплаты уставного капитала общества. Общество может выпускать облигации с единовременным сроком погашения или со сроком погашения по сериям в определенные сроки. Погашение облигаций может осуществляться в денежной форме или иным имуществом в соответствии с решением об их выпуске. Общество вправе выпускать облигации, обеспеченные залогом определенного имущества общества, либо облигации под обеспечение, предоставленное обществу для целей выпуска облигаций третьими лицами, и облигации без обеспечения. Выпуск облигаций без обеспечения допускается не ранее третьего года существования общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов общества. Облигации

могут быть именными или на предъявителя. При выпуске именных облигаций общество обязано вести реестр их владельцев. Утерянная именная облигация возобновляется обществом за разумную плату. Права владельца утерянной облигации на предъявителя восстанавливаются судом в порядке, установленном процессуальным законодательством Российской Федерации. Общество вправе обусловить возможность досрочного погашения облигаций по желанию их владельцев. При этом в решении о выпуске облигаций должны быть определены стоимость погашения и срок, не ранее которого они могут быть предъявлены к досрочному погашению.

Решение о выпуске облигаций (за исключением конвертируемых облигаций), размещаемых путем подписки, может предусматривать их размещение частями в течение нескольких сроков (траншами), но не позднее одного года со дня утверждения решения об их выпуске. В решении о выпуске облигаций, размещаемых траншами, указываются количество облигаций в каждом транше или порядок его определения, сроки размещения каждого транша или порядок их определения, порядок идентификации облигаций каждого транша, а также то, что их погашение и выплата процентов по ним (если решение о выпуске облигаций предусматривает выплату по ним процентов) осуществляется только денежными средствами. Оплата облигаций, размещаемых траншами, должна осуществляться только денежными средствами. Размещение облигаций, размещаемых траншами, должно осуществляться при условии их полной оплаты.

Рыночной стоимостью имущества, включая стоимость акций или иных ценных бумаг общества, является цена, по которой продавец, имеющий полную информацию о стоимости имущества и не обязанный его продать, а покупатель, имеющий полную информацию о стоимости имущества и не обязанный его приобрести, согласен был бы приобрести. Рыночная стоимость имущества определяется решением совета директоров (наблюдательного совета) общества, за исключением случаев, когда в соответствии с законом рыночная стоимость определяется судом или иным органом. В случае, если имущество, стоимость которого требуется определить, является акциями или иными ценными бумагами, цена покупки или цена спроса и цена предложения которых регулярно публикуются в печати, для определения рыночной стоимости указанного имущества должна быть принята во внимание эта цена покупки или цена спроса и цена предложения. В случае, если имущество, стоимость которого требуется определить, является обыкновенными акциями общества, для определения рыночной стоимости указанного имущества могут быть также приняты во внимание размер чистых активов общества.

Средневзвешенная цена — цена одной ценной бумаги определенного эмитента, вида, категории (типа) или финансового инструмента, определяемая как результат от деления общей суммы всех сделок с указанной ценной бумагой или финансовым инструментом, совершенных через организатора торговли за определенный период времени, на общее количество ценных бумаг или иных финансовых инструментов по указанным сделкам. Цена спроса — текущая цена одной ценной бумаги или иного финансового инструмента, по которой участник торгов выражает готовность к приобретению ценной бумаги или иного финансового инструмента и которая является одним из условий заявки. Цена предложения — текущая цена одной ценной бумаги или иного финансового инструмента, по которой участник торгов выражает готовность к отчуждению ценной бумаги или иного финансового инструмента и которая является одним из условий заявки. На основании обращений в ФКЦБ России профессиональных участников рынка ценных бумаг с вопросами о порядке расчета рыночной цены эмиссионных ценных бумаг ФКЦБ России рекомендует профессиональным участникам рынка ценных бумаг руководствоваться порядком расчета, установленным распоряжением ФКЦБ России от 5 октября 1998 г. №1087-р «Об утверждении порядка расчета рыночной цены эмиссионных ценных бумаг, допущенных к обращению на фондовой бирже или через организатора торговли на рынке ценных бумаг, и установлении предельной границы колебаний рыночной цены» (далее — распоряжение) в следующих случаях: при создании резерва под обесценение вложений в ценные бумаги; при переоценке вложений в ценные бумаги; при определении рыночной цены эмиссионных ценных бумаг в целях определения финансового результата от реализации (выбытия) ценных бумаг.

Рыночная цена ценных бумаг рассчитывается организатором торговли, имеющим соответствующую лицензию Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (далее — организатор торговли), в порядке, установленном указанным выше распоряжением:

- если в течение торгового дня на дату расчета рыночной цены по ценной бумаге было совершено десять и более сделок через организатора торговли, то рыночная цена рассчитывается как средневзвешенная цена (курс) одной ценной бумаги по сделкам, совершенным в течение торгового дня через организатора торговли;

- если в течение торгового дня по ценной бумаге на дату расчета рыночной цены было совершено менее десяти сделок через организатора торговли (в том числе отсутствие сделок), то рыночная цена рассчитывается как средневзвешенная цена (курс) одной ценной бумаги по последним десяти сделкам, совершенным в течение последних 90 торговых дней через организатора торговли;

- если по ценной бумаге в течение последних 90 торговых дней через организатора торговли было совершено менее десяти сделок, то рыночная цена не рассчитывается.

Если по одной и той же ценной бумаге на дату расчета рыночной цены сделки совершались через двух или более организаторов торговли, то предприятие, организация вправе самостоятельно выбрать организатора торговли для расчета рыночной цены с целью определения финансового результата от реализации (выбытия) ценных бумаг.

Контрольные вопросы

1. Назовите основные этапы эмиссии ценных бумаг.
2. В чем отличие решения о размещении и решения о выпуске ценных бумаг?
3. Когда, кем и по какой ставке уплачивается налог на операции с ценными бумагами?
4. Что понимается под государственной регистрацией выпуска ценных бумаг и в каких целях она осуществляется?
5. Перечислите пути размещения акций и облигаций.
6. Какие ограничения введены законом на размещение ценных бумаг путем подписки?
7. Какие возможности имеет акционерное общество при размещении облигаций?
8. При каких условиях регистрация выпуска ценных бумаг должна сопровождаться регистрацией проспекта эмиссии?
9. Перечислите и охарактеризуйте основные разделы проспекта эмиссии.
10. В какой форме и в какие сроки должны быть оплачены ценные бумаги при их размещении?
11. Назовите основные критерии определения рыночной стоимости ценных бумаг.

ТЕМА 8. ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Под **инфраструктурой рынка ценных бумаг** понимается совокупность технологий, используемых на рынке для заключения и исполнения сделок, материализованная в различных технических средствах, институтах (организациях), нормах и правилах.

Развитие инфраструктуры идет параллельно с развитием самого рынка, с ростом оборотов на нем. Пока число сделок невелико и обороты рынка малы, содержание инфраструктуры обходится дорого, поэтому она остается слабо развитой. По мере роста оборотов выполнение отдельных этапов купли-продажи ценных бумаг становится самостоятельным видом бизнеса. Критическим моментом является возможность за счет стандартизации данного этапа сделки и перехода к «массовому производству» снизить относительные транзакционные издержки настолько, чтобы данный вид бизнеса оказался способным финансировать себя за счет отчислений сторон сделки.

В издержки сторон необходимо включать не только прямые затраты (на поиск партнера, оформление документов и др.), но и косвенные, реализующиеся в рисках. Иными словами, в затраты нужно (с некоторым весом) включать потери, которые могут произойти в результате неисполнения обязательств по сделке (например, в случае отказа от поставки после платежа или поставки фальшивых бумаг и пр.).

Каждый участник рынка ценных бумаг должен принимать на себя риски в тех рамках, которые он сочтет нужными, пресекая при этом попытки переложить свой риск на партнера или контрагента по сделке, не заплатив ему за это или не заручившись его согласием.

Для организации такого рынка создаются структуры, торгуя в рамках которых, участники освобождаются от определенных видов риска. Эти риски принимает на себя инфраструктура рынка.

За это, собственно, ее и приходится содержать, что подтверждает мнение, что снижение риска по операциям с ценными бумагами влечет снижение их доходности.

Задачи инфраструктуры рынка ценных бумаг:

- управление рисками на рынке ценных бумаг;
- снижение удельной стоимости проведения операций.

Роль инфраструктуры в управлении риском:

- отделить разные виды риска друг от друга и позволить переложить определенные виды рисков на инфраструктуру;
- определять лицо, ответственное за реализацию риска, и возлагать на него ответственность за причиненные ими убытки.

Рынок ценных бумаг можно условно разделить на несколько сегментов, которые тоже называются рынками. Они характеризуются специфическими условиями, участниками торговли, ценными бумагами, обращающимися на них. Классификация рынка ценных бумаг *по уровню организации торговли*, включая требования к участникам торговли, обращающимся инструментам, разделяет рынок ценных бумаг на биржевой рынок и внебиржевой рынок.

Наиболее развитым является **биржевой рынок**. Он характеризуется большими оборотами, которые позволяют создать высокоэффективную инфраструктуру, способную принять на себя большую часть рисков и существенно ускорить сделки. Платой за это является строгая стандартизация сделки, жесткие ограничения на деятельность участников рынка, повышенные обязательства в отношении поддержания ликвидности и надежности участников торговли.

В случае, когда объем сделок небольшой, невыгодно исполнять их через крупные специализированные торговые системы. В таком случае покупатель обращается непосредственно к дилеру и покупает бумаги прямо у него. Этот сегмент рынка ценных бумаг называется **внебиржевым рынком**.

Иногда на внебиржевом рынке совершаются достаточно крупные сделки, например, купля-продажа контрольного пакета, но, как правило, внебиржевой рынок — это рынок индивидуальных, не стандартизированных сделок.

Существует пять основных элементов инфраструктуры рынка ценных бумаг (рис.8.1).



Рис.8.1. Элементы инфраструктуры рынка ценных бумаг

Торговая система. Главная задача торговой системы как элемента инфраструктуры рынка ценных бумаг заключается в обеспечении возможности для того, чтобы продавец и покупатель ценных бумаг встретились. При этом торговая система принимает на себя и ряд рисков. Торговая система включает в себя биржи и внебиржевые рынки.

Правила торговли на бирже предусматривают определенный механизм установления цены на ценные бумаги. Наиболее распространены следующие механизмы:

- 1) аукционы;
- 2) система с котировками и маркет-мейкерами;
- 3) система, основанная на заявках;
- 4) система со специалистами.

Аукционная система наиболее известна и применяется чаще всего для первичного размещения ценных бумаг. Она предполагает сбор заявок с последующим их сравнением и выбором

наиболее привлекательных для контрагента. Есть несколько ее вариантов, различающихся условиями подачи заявок и заключения сделок:

- *голландский аукцион* предполагает, что продавец, назначив заведомо завышенную стартовую цену, начинает ее снижать, пока не найдется покупатель;
- *английский аукцион* предполагает прямую борьбу между покупателями, последовательно повышающими цену на предложенный лот. Покупателем оказывается тот, чье предложение останется последним;
- *закрытый аукцион* (тендер) предполагает предварительный сбор заявок с последующим выбором из них наиболее привлекательной.

Система с маркет-мейкерами обычно применяется для бумаг с ограниченной ликвидностью. Маркет-мейкеры принимают на себя обязательства покупать и продавать данные бумаги по объявленным ценам (котировкам). В обмен на такое обязательство остальные участники торгов (маркет-тейкеры) имеют право заключать сделки только с маркет-мейкерами. Очень условно можно сопоставить маркет-мейкеров с продавцами, постоянно стоящими на рынке, а маркет-тейкеров — с покупателями, которые приходят туда и, сравнив предложения продавцов, выбирают наиболее выгодное, но покупают только у продавцов.

Система, основанная на заявках, предполагает подачу на торги одновременно заявок на покупку и продажу. Если цены двух заявок совпадают, сделка исполняется. Эта система используется для наиболее ликвидных бумаг, когда нет недостатка в заявках.

Система со специалистами предполагает наличие особых участников торговли — специалистов, которые служат посредниками между брокерами, подающими им свои заявки. Специалисты заключают сделки от своего имени со всеми участниками торгов. Их прибыль появляется в результате игры на мелких колебаниях курса, которые они в обмен обязаны сглаживать.

Технологически любая из систем может быть реализована как «на полу», так и посредством электронных сетей связи.

В случае биржевой торговли для ускорения и удешевления сделок широко применяется стандартизация сделок: в договоры о заключении сделок заранее включены все условия сделки, кроме имен участников и ценовых условий. Как правило, биржевые сделки заключаются на стандартные количества акций, именуемые *лотами*. Сроки поставки и платежа тоже строго оговорены. В настоящее время в ряде торговых систем это сроки сведены к одному дню, а три дня являются стандартом на достаточно развитом рынке. Ответственность сторон описана в правилах торговли, обязательных для исполнения всеми участниками торговли. Именно поэтому к участию в торговле допускаются не все желающие, но лишь те, кто связал себя достаточно жесткими обязательствами и доказал свою способность выполнять их.

Оформление всех документов принимает на себя биржа или специализированные отделы (бэк-офисы) брокерских фирм при заключении сделок на внебиржевом рынке.

Учетная система. Для уменьшения рисков участников торгов предпринимаются специальные меры, позволяющие бирже принять на себя существенную часть инфраструктурных рисков. Так, в ряде случаев для выставления ценных бумаг на торги биржа требует заранее передать продаваемые бумаги на хранение, т.е. обеспечить *предварительное депонирование ценных бумаг* в депозитарии. *Депозитарий* — это элемент системы регистрации прав собственности инфраструктуры рынка ценных бумаг, обеспечивающий безопасное (ответственное) хранение ценных бумаг, а также гарантирующий наличие и подлинность ценных бумаг, являющихся предметом сделки купли-продажи.

Другой элемент этой системы — *регистратор*. Регистратор выполняет функцию ведения реестра акционеров. *Реестр* — специальная база данных, в которой отражаются сведения о владельцах ценных бумаг, выпущенных эмитентом. На самом деле реестр — список лиц с указанием числа принадлежащих им ценных бумаг данного вида — является лишь отчетом, выдаваемым особой базой данных, *входящей в систему ведения реестра*. Кроме базы система ведения реестра предполагает наличие соответствующих технологий ее поддержания, хранения документов и другие организационные мероприятия. Она содержит все сведения, необходимые для удостоверения прав инвестора на ценные бумаги и обязанностей эмитента по отношению к инвестору. У регистратора хранится информация о ценных бумагах (проспект эмиссии, решение

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

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

Система клиринга. При больших оборотах на бирже контроль за каждой отдельной сделкой, даже стандартизированной, оказывается неэффективным с точки зрения стоимости и временных затрат. Для оптимизации функций контроля вводят *систему клиринга*, в задачи которой входит контроль за тем, чтобы все сделки, заключенные на бирже, правильно адресовались и исполнялись по параметрам, которые были зафиксированы при заключении сделок. Задачей клиринговой системы является установление и подтверждение параметров всех заключенных в данной системе сделок и иногда подведения итогов.

Существует несколько основных разновидностей клиринга:

- *непрерывный клиринг* осуществляется в режиме реального времени, т.е. каждая заключенная на бирже сделка немедленно поступает в обработку. Эта система применяется при небольших объемах сделок и требует мощного аппаратно-программного обеспечения;

- *периодический клиринг* производится регулярно через определенные периоды времени (каждый час, в конце торговой сессии, в конце недели). К этому моменту накапливается информация обо всех сделках, заключенных на бирже за период, а затем все сделки разом обрабатываются. Такая технология более производительна, однако существенно увеличивает сроки расчетов по сделкам. Реально периодический клиринг, как правило, проводится в конце каждой торговой сессии, что является компромиссом между стоимостью обработки и временем.

Кроме того, принято выделять двусторонний и многосторонний клиринг:

- *двусторонний клиринг* проводится таким образом, что в результате выясняется, кто из участников и какие сделки заключил. Иногда эти сделки рассматриваются самостоятельно, а иногда суммируются, так что в итоге выясняется *нетто-позиция* каждого из участников торгов в отношении каждого другого. Такой клиринг иногда называют *двусторонним неттингом* (выяснением взаимных нетто-позиций каждой пары торговцев);

- *многосторонний клиринг (неттинг)* является логическим продолжением двустороннего неттинга и суммирует все сделки каждого участника торгов с разными контрагентами. В результате каждый участник получает одну (по каждому виду ценных бумаг) позицию.

Система платежа. Система платежа — часть банковской системы, используемая для обеспечения денежных операций, связанных с торговыми сделками. Как правило, используется один банк, связанный с системой клиринга и биржей, в котором открывают счета все участники торгов: платеж при этом проходят просто проводками по этим счетам. Такой банк называется клиринговым. Иногда участники торгов не открывают счетов в одном банке, используя межбанковские корреспондентские счета. Эта система считается менее эффективной.

Система раскрытия информации. Для принятия инвестиционных решений, как впрочем и любых других решений, необходимо располагать как можно более подробной информацией относительно объекта. На рынке ценных бумаг решить эту задачу позволяет система раскрытия информации, включающая два блока: информация об эмитентах ценных бумаг и информация о состоянии рынка.

Система раскрытия информации об эмитентах ценных бумаг должна включать информацию о ценных бумагах эмитента (количество выпусков, количество ценных бумаг каждого выпуска, номинал и т.д.), финансово-хозяйственной деятельности эмитента, корпоративных событиях и т.п. Одним из наиболее ярких примеров системы раскрытия информации об эмитентах является американская система EDGAR. В России существует сервер раскрытия информации ФКЦБ, СКРИН «Эмитент» (система комплексного раскрытия информации об эмитентах), АК&М. Все перечисленные выше системы реализованы на базе современных интернет-технологий и доступны для всех пользователей INTERNET.

Контрольные вопросы

1. В чем заключается роль инфраструктуры рынка ценных бумаг?
2. Чем характеризуется биржевой рынок ценных бумаг?
3. Чем характеризуется внебиржевой рынок ценных бумаг?
4. Назовите элементы инфраструктуры рынка ценных бумаг.
5. Какие существуют виды аукциона?
6. Какова роль учетной системы в инфраструктуре рынка ценных бумаг?
7. Какие существуют виды клиринга?

ТЕМА 9. ВИДЫ ПРОФЕССИОНАЛЬНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ И ЕЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

Закон «О рынке ценных бумаг» устанавливает семь видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг:

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

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

Дилерская деятельность — совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и (или) продажи ценных бумаг с обязательством покупки и (или) продажи этих ценных бумаг по объявленным ценам. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий дилерскую деятельность, именуется *дилером*. Дилером может быть только юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией.

Деятельность по управлению ценными бумагами — осуществление юридическим лицом или индивидуальным предпринимателем от своего имени за вознаграждение в течение определенного срока доверительного управления переданными ему во владение и принадлежащими другому лицу в интересах этого лица или указанных этим лицом третьих лиц:

- ценными бумагами;
- денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги;
- денежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в процессе управления ценными бумагами.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по управлению ценными бумагами, именуется *управляющим*. Управляющий при осуществлении своей деятельности обязан указывать, что он действует в качестве управляющего.

Клиринговая деятельность — это деятельность по определению взаимных обязательств (сбор, сверка, корректировка информации по сделкам с ценными бумагами и подготовка бухгалтерских документов по ним) и их зачету по поставкам ценных бумаг и расчетам по ним.

Депозитарная деятельность — оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету и переходу прав на ценные бумаги. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий депозитарную деятельность, именуется *депозитарием*. Депозитарием может быть только юридическое лицо. Лицо, пользующееся услугами депозитария по хранению ценных бумаг и (или) учету прав на ценные бумаги, именуется *депонентом*.

Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг — сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг. Деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг имеют право заниматься

только юридические лица. Лица, осуществляющие деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг, именуется *держателями реестра (регистраторами)*.

Деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг — предоставление услуг, непосредственно способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами между участниками рынка ценных бумаг. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг, называется *организатором торговли на рынке ценных бумаг*.

Перечисленные выше виды профессиональной деятельности подлежат лицензированию. Лицензирование осуществляется ФКЦБ или другой орган на основании генеральной лицензии (лицензии на право лицензирования), выдаваемой ФКЦБ.

Законодательство предусматривает три вида лицензий:

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

Лицензирующий орган контролирует деятельность профессионального участника рынка ценных бумаг и может отозвать лицензию при нарушении законодательства РФ.

В целях защиты инвесторов и создания условий равной конкуренции запрещается совмещение некоторых видов деятельности. Ограничения на совмещение видов деятельности и операций с ценными бумагами устанавливаются ФКЦБ. Ограничения на совмещение профессиональных видов деятельности на рынке ценных бумаг представлены в табл.9.1.

В приведенной таблице «+» означает, что деятельность может совмещаться, «-» — не может совмещаться, «±» — что существуют особые условия совмещения (так, например, организатор торговли может по выбору совмещать свою деятельность либо с клиринговой, либо с депозитарной, но одновременно все три совмещать не может).

Таблица 9.1

Совмещение профессиональных видов деятельности на рынке ценных бумаг

	Брокерская	Дилерская	Управление ценными бумагами	Клиринговая	Депозитарная	По ведению реестра	Организация торговли
Брокерская		+	+	-	+	-	-
Дилерская	+		+	-	+	-	-
Управление ценными бумагами	+	+		-	+	-	-
Клиринговая	-	-	-		+	-	±
Депозитарная	+	+	+	+		-	±
По ведению реестра	-	-	-	-	-		-
Организация торговли	-	-	-	±	±	-	

Из таблицы видно, что деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг не может совмещаться с другими видами профессиональной деятельности. Депозитарная деятельность напротив, может совмещаться со всеми другими видами деятельности, кроме ведения реестра.

9.1. ОСОБЕННОСТИ ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ НЕКОТОРЫХ ВИДОВ ПРОФЕССИОНАЛЬНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Брокерская деятельность. Передоверие брокерами совершения сделок допускается только брокерам, при этом оно должно быть оговорено в договоре либо в случаях, когда брокер вынужден к этому силой обстоятельств для охраны интересов своего клиента с уведомлением последнего.

Брокер должен выполнять поручения клиентов добросовестно и в порядке их поступления, если иное не предусматривается договором с клиентом или его поручением. Сделки, осуществляемые по поручению клиентов, во всех случаях подлежат *приоритетному исполнению по сравнению с дилерскими операциями самого брокера* при совмещении им деятельности брокера и дилера.

В случае наличия у брокера интереса, препятствующего осуществлению поручения клиента на наиболее выгодных для клиента условиях, брокер обязан немедленно уведомить последнего о наличии у него такого интереса.

В случае если брокер действует в качестве комиссионера, договор комиссии может предусматривать обязательство хранить денежные средства, предназначенные для инвестирования в ценные бумаги или полученные в результате продажи ценных бумаг, у брокера на забалансовых счетах и право их использования брокером до момента возврата этих денежных средств клиенту в соответствии с условиями договора.

Часть прибыли, полученной от использования указанных средств, остающейся в распоряжении брокера, в соответствии с договором перечисляется клиенту. При этом брокер *не вправе гарантировать или давать обещания клиенту в отношении доходов от инвестирования хранимых им денежных средств.*

Дилерская деятельность. Кроме цены дилер имеет право объявить иные существенные условия договора купли-продажи ценных бумаг: минимальное и максимальное количество покупаемых и (или) продаваемых ценных бумаг, а также срок, в течение которого действуют объявленные цены. При отсутствии в объявлении указания на иные существенные условия дилер обязан заключить договор на существенных условиях, предложенных его клиентом. В случае уклонения дилера от заключения договора к нему может быть предъявлен иск о принудительном заключении такого договора и (или) о возмещении причиненных клиенту убытков.

Клиринговая деятельность. Организации, осуществляющие клиринг по ценным бумагам, в связи с расчетами по операциям с ценными бумагами принимают к исполнению подготовленные при определении взаимных обязательств бухгалтерские документы на основании их договоров с участниками рынка ценных бумаг, для которых производятся расчеты.

Клиринговая организация формирует специальные фонды для снижения рисков неисполнения сделок с ценными бумагами. Минимальный размер этих фондов устанавливается ФКЦБ по согласованию с Центральным банком РФ.

Депозитарная деятельность. Между депозитарием и депонентом заключается (в простой письменной форме) депозитарный договор (договор о счете депо), который регулирует их отношения в процессе депозитарной деятельности.

Депозитарий обязан утвердить условия осуществления им депозитарной деятельности, являющиеся неотъемлемой составной частью заключенного депозитарного договора. Заключение депозитарного договора не влечет за собой переход к депозитарию права собственности на ценные бумаги депонента.

Депозитарный договор должен содержать следующие существенные условия:

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

В обязанности депозитария входит:

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

Права депозитария:

- 1) на основании соглашений с другими депозитариями привлекать их к исполнению своих обязанностей (т.е. становится депонентом другого депозитария или принимать в качестве депонента другой депозитарий);
- 2) регистрироваться в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или у другого депозитария в качестве номинального держателя;

- 3) право на поступление на свой счет доходов по ценным бумагам, хранящимся с целью перечисления на счета депонентов.

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

9.2. ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ПО ВЕДЕНИЮ РЕЕСТРА ВЛАДЕЛЬЦЕВ ЦЕННЫХ БУМАГ

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

Система ведения реестра владельцев ценных бумаг для ценных бумаг на предъявителя не ведется.

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

Держателем реестра может быть эмитент (если число акционеров не превышает 50) или профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по ведению реестра на основании поручения эмитента. Договор на ведение реестра заключается только с одним юридическим лицом. Регистратор может вести реестры владельцев ценных бумаг неограниченного числа эмитентов.

Регистратор имеет право делегировать часть своих функций по сбору информации, входящей в систему ведения реестра, другим регистраторам, что не освобождает его от ответственности перед эмитентом.

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

Операции с ценными бумагами между владельцами ценных бумаг одного номинального держателя ценных бумаг не отражаются у держателя реестра или депозитария, клиентом которого он является (более подробно о номинальных держателях см.: ФЗ «О рынке ценных бумаг»).

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

Держатель реестра обязан по требованию владельца или лица, действующего от его имени, а также номинального держателя ценных бумаг предоставить выписку из системы ведения реестра по его лицевому счету в течение *пяти рабочих дней*.

Выписка из системы ведения реестра — документ, выдаваемый держателем реестра с указанием владельца лицевого счета, количества ценных бумаг каждого выпуска, числящихся на этом счете в момент выдачи выписки, фактов их обременения обязательствами, а также иной информации, относящейся к этим бумагам.

Выписка из системы ведения реестра должна содержать отметку о всех ограничениях или фактах обременения ценных бумаг, на которые выдается выписка, обязательствах, зафиксированных на дату составления в системе ведения реестра.

Права и обязанности держателя реестра, порядок осуществления деятельности по ведению реестра определяются действующим законодательством и договором, заключенным между регистратором и эмитентом.

Держатель реестра вносит изменения в систему ведения реестра на основании распоряжения владельца о передаче ценных бумаг или лица, действующего от его имени, или номинального держателя, и иных документов, подтверждающих переход права собственности на ценные бумаги в соответствии с гражданским законодательством РФ. При документальной форме эмиссионных ценных бумаг представляется также сертификат ценной бумаги.

Отказ от внесения записи в систему ведения реестра или уклонение от такой записи, в том числе в отношении добросовестного приобретателя, не допускается, за исключением случаев, предусмотренных федеральными законами.

Регистратор не вправе осуществлять сделки с ценными бумагами зарегистрированного в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг эмитента.

Контрольные вопросы

1. Перечислите разрешенные законодательством виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.
2. В чем различие между брокерской и дилерской деятельностью?
3. В чем различие между депозитарной деятельностью и деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг?
4. Дайте определение номинального держателя.
5. Какие ограничения существуют в законодательстве на совмещение некоторых видов деятельности?

ТЕМА 10. ОБРАЩЕНИЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Обращение ценных бумаг — сложный процесс, в котором принимают участие многие профессионалы фондового рынка. Для организации данного процесса необходимо существование развитой сети специализированных лицензированных институтов, совершенной нормативной базы, квалифицированных аттестованных специалистов.

Обращение ценных бумаг — это заключение гражданско-правовых сделок, влекущих переход прав собственности на ценные бумаги.

Именные эмиссионные ценные бумаги являются особым видом товара. В результате любой сделки происходит передача прав, которые они предоставляют своему владельцу. Так, ст.146 Гражданского кодекса Российской Федерации (ГК РФ) гласит, что права передаются в порядке уступки требований (цессии).

Существуют различные формы удостоверения права собственности на эмиссионные ценные бумаги. Эти формы, описанные в ст.28 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», можно представить графически (см. рис.10.1).



Рис.10.1. Формы удостоверения права собственности на эмиссионные ценные бумаги

Именные эмиссионные ценные бумаги в процессе своего обращения проходят через систему регистрации, в которой ведется учет всех владельцев ценных бумаг, а также операций (сделок), производимых на фондовом рынке. Основной проблемой, возникающей перед регистратором в процессе регистрации сделок, является определение момента перехода прав собственности. Сам факт заключения договора для ценных бумаг не является полным завершением сделки. Переход прав на ценные бумаги регламентирован в ст.29 Закона «О рынке ценных бумаг» и представлен на рис.10.2.

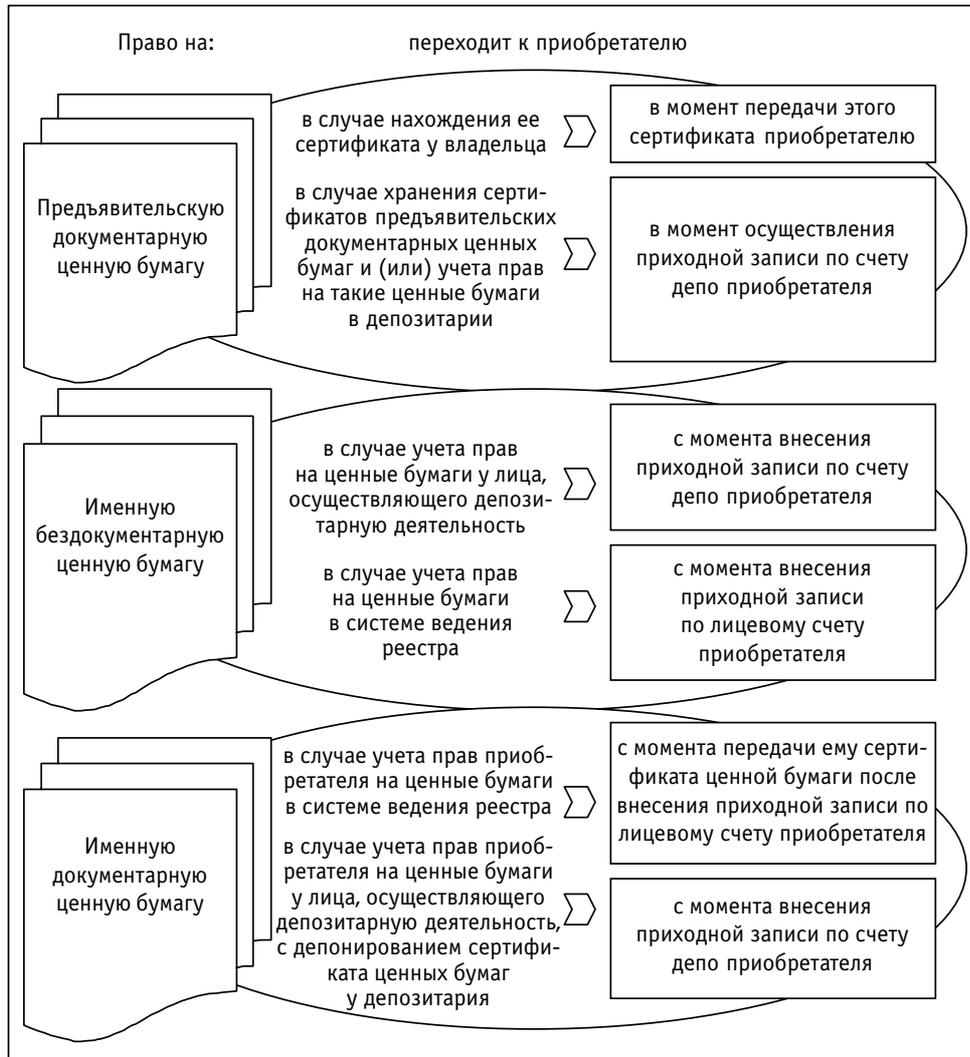


Рис.10.2. Переход прав собственности на различные ценные бумаги

Права, закрепленные эмиссионной ценной бумагой, переходят к их приобретателю с момента перехода прав на эту ценную бумагу. Переход прав, закрепленных именной эмиссионной ценной бумагой, должен сопровождаться уведомлением держателя реестра или депозитария, или номинального держателя ценных бумаг.

Осуществление прав по **предъявительским** эмиссионным ценным бумагам производится по предъявлении их владельцем либо его доверенным лицом.

Осуществление прав по **именным документарным** эмиссионным ценным бумагам производится по предъявлении владельцем либо его доверенным лицом сертификатов этих ценных бумаг эмитенту. При этом в случае наличия сертификатов таких ценных бумаг у владельца необходимо совпадение имени (наименования) владельца, указанного в сертификате, с именем (наименованием) владельца в реестре.

В случае хранения сертификатов документарных эмиссионных ценных бумаг в депозитариях права, закрепленные ценными бумагами, осуществляются на основании предъявленных этими депозитариями сертификатов по поручению, предоставляемому депозитарными договорами

владельцев, с приложением списка этих владельцев. Эмитент в этом случае обеспечивает реализацию прав по предъявительским ценным бумагам лица, указанного в этом списке.

Осуществление прав по **именным бездокументарным** эмиссионным ценным бумагам производится эмитентом в отношении лиц, указанных в системе ведения реестра.

Если данные о новом владельце такой ценной бумаги не были сообщены держателю реестра данного выпуска или номинальному держателю ценной бумаги к моменту закрытия реестра для исполнения обязательств эмитента, составляющих ценную бумагу (голосование, получение дохода и другие), исполнение обязательств по отношению к владельцу, зарегистрированному в реестре в момент его закрытия, признается надлежащим. Ответственность за своевременное уведомление лежит на приобретателе ценной бумаги.

Регистратор обязан вносить в реестр записи о переходе прав собственности на ценные бумаги при предоставлении передаточного распоряжения зарегистрированным лицом, передающим ценные бумаги, или лицом, на лицевой счет которого должны быть зачислены ценные бумаги, или уполномоченным представителем одного из этих лиц и (или) иных документов, предусмотренных законодательством Российской Федерации.

Если ценные бумаги принадлежат на праве общей долевой собственности, то передаточное распоряжение должно быть подписано всеми участниками общей долевой собственности. При отсутствии таких подписей должна быть предоставлена доверенность, выданная участниками общей долевой собственности лицу, подписавшему от их имени передаточное распоряжение.

При совершении сделок с ценными бумагами, принадлежащими малолетним (несовершеннолетние в возрасте до четырнадцати лет), распоряжение должно быть подписано их законными представителями — родителями, усыновителями или опекунами. При этом должно быть предоставлено письменное разрешение органов опеки и попечительства на совершение сделки с ценными бумагами, принадлежащими малолетнему.

После достижения несовершеннолетним четырнадцатилетнего возраста распоряжение должно быть подписано самим владельцем ценных бумаг. В случаях, предусмотренных законодательством Российской Федерации, должно быть предоставлено письменное согласие законных представителей несовершеннолетнего, достигшего четырнадцатилетнего возраста, на совершение сделки, а также разрешение органов опеки и попечительства на выдачу такого согласия законным представителям.

Передача ценных бумаг, обремененных обязательствами, осуществляется с письменного согласия лица, в интересах которого было осуществлено такое обременение.

Регистратор обязан по распоряжению зарегистрированного лица или его уполномоченного представителя предоставить выписку из реестра в течение 5 рабочих дней.

Передача прав собственности на ценные бумаги осуществляется:

- при купле-продаже;
- при мене;
- при дарении;
- в результате наследования;
- по решению суда;
- в процессе приватизации;
- при реорганизации общества.

Рассмотрим более подробно перечисленные выше случаи.

Купля-продажа. Основным способом передачи прав собственности на ценные бумаги является купля-продажа. По договору купли-продажи одна сторона (продавец) обязуется передать вещь (товар) в собственность другой стороне (покупателю), а покупатель обязуется принять этот товар и уплатить за него денежную сумму (цену).

В договоре обычно оговаривается цена за одну акцию. Предполагая, что передаются не сами акции, а права по ним, целесообразнее было бы указывать цену договора, так как торговля ведется не бумагами, а правами, которые они предоставляют их владельцу. Однако по сложившейся традиции имеют силу договоры, оформленные любым из возможных способов. Кроме того, во второй части ГК РФ допускается существование договоров, в которых цена не указывается. В таких случаях используется дополнительный документ, прилагаемый к договору.

Мена. При заключении договора мены каждая из сторон обязуется передать в собственность другой стороне один товар в обмен на другой. К договору мены применяются правила о купле-продаже. При этом каждая из сторон признается продавцом товара, который она обязуется передать (ст.567 ГК РФ), и покупателем товара, который она обязуется принять в обмен. Преимуществом данного типа договора является отсутствие необходимости в направлении встречных денежных потоков. Однако это возможно только в том случае, когда пакеты ценных бумаг, предназначенные для мены, признаны равноценными. Если это не так, то одна из сторон доплачивает сумму, оговоренную в договоре.

В случае мены необходимо производить оценку ценных бумаг, участвующих в сделке. Сумма сделки является основанием для определения величины налога с получаемого участниками сделки дохода. Сложностью в реализации мены является определение момента перехода права собственности, так как перерегистрация ценных бумаг происходит сразу в двух реестрах, иначе возможно возникновение ситуаций, при которых сделка будет отменена.

Дарение. В ст.574 ГК РФ установлена простая письменная форма договора дарения для дарения движимого имущества, к которому относятся ценные бумаги, указанный договор не требует нотариального заверения. Договор дарения и (или) передаточное распоряжение могут быть представлены как дарителем, так и одаряемым. В договоре дарения должно быть указано, какое количество ценных бумаг даритель передает одаряемому.

В соответствии со ст.573 ГК РФ одаряемый вправе в любое время до передачи ему дара от него отказаться. Поскольку моментом передачи дара (переходом права собственности на именные ценные бумаги) будет являться момент внесения регистратором приходной записи на лицевой счет одаряемого и передачи сертификата ценной бумаги (для документарных выпусков), регистратор после зачисления ценных бумаг на лицевой счет одаряемого не должен принимать отказ от принятия дара и проводить операции в реестре.

В соответствии с ГК РФ возможны случаи, когда даритель имеет право вернуть даримое, например, если одаряемый совершил определенные действия против дарителя.

Переход прав собственности в результате наследования. При решении вопросов наследования ценных бумаг регистратор вносит изменения в реестр на основании следующих первичных документов:

- документ удостоверяющий право на наследство;
- документ удостоверяющий права уполномоченного представителя;
- сертификаты ценных бумаг, принадлежащие прежнему владельцу, при документарной форме выпуска.

Свидетельство о смерти не является основанием для внесения изменений в реестр.

Переход прав собственности на ценные бумаги по решению суда. Если переход прав на ценные бумаги совершается по решению, распоряжению или приказу суда (исполнительный лист) и регистратору представляются копии этих документов, то они должны быть заверены соответствующим судом, арбитражным судом или иным установленным законодательством способом.

При передаче прав на ценные бумаги по решению суда регистратор вносит записи в реестр на основании следующих документов:

- копия решения суда, вступившего в законную силу, и исполнительный лист;
- сертификаты ценных бумаг, принадлежащие прежнему владельцу (в случае документарного выпуска).

Переход прав собственности на ценные бумаги в процессе приватизации. При переходе прав на ценные бумаги в процессе приватизации предоставляются следующие документы: протокол о результатах закрытой подписки; протокол об итогах инвестиционного или коммерческого конкурса или договора, заключенного с победителем по итогам конкурса, с подтверждением оплаты акций от фонда имущества; протокол об итогах денежного аукциона или договора, заключенного с победителем по итогам аукциона, с подтверждением оплаты акций от фонда имущества; протокол об итогах специализированного денежного или чекового аукциона; документ фонда имущества (или комитета по управлению имуществом) о внесении акций, находящихся в государственной собственности, в уставный капитал юридического лица; передаточное распоряжение.

Если получатель ценных бумаг не имеет счета в системе ведения реестра, он должен открыть счет. Во всех случаях регистратор вправе затребовать у соответствующего фонда имущества или эмитента предоставления заполненных анкет новых владельцев, получивших права на акции в процессе приватизации.

Переход прав собственности при реорганизации общества. В число документов, на основании которых вносятся изменения, входят: копия свидетельства о государственной регистрации вновь образованного юридического лица и выписки из передаточного акта о передаче ценных бумаг вновь образованному юридическому лицу (при слиянии и изменении организационно-правовой формы); выписка из передаточного акта о передаче ценных бумаг юридическому лицу, к которому присоединяется другое юридическое лицо (при присоединении); копия свидетельства о регистрации и выписки из разделительного баланса, свидетельствующей о передаче ценных бумаг одному или нескольким вновь образованным юридическим лицам (при разделении и выделении).

Если получатель ценных бумаг не имеет счета в системе ведения реестра, он должен открыть счет.

Контрольные вопросы

1. Каким образом происходит обращение ценных бумаг?
2. Какие существуют формы удостоверения права собственности на эмиссионные ценные бумаги?
3. Каким образом осуществляется переход прав собственности на предъявительские ценные бумаги?
4. Каким образом осуществляется переход прав собственности на именные бездокументарные ценные бумаги?
5. Каким образом осуществляется переход прав собственности на именные документарные ценные бумаги?
6. Какой способ передачи прав собственности на ценные бумаги является основным?

ТЕМА 11. СИСТЕМА РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Создаваемая государством система регулирования рынка ценных бумаг является главным инструментом государственной политики на рынке ценных бумаг, основные задачи которой сформулированы в «Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации», утвержденной Указом Президента России от 1 июля 1996 г. №1008.

Главной практической задачей государственного регулирования, от решения которой зависит само существование рынка, является обеспечение доверия инвесторов к рынку.

В задачи государственного регулирования входит также обеспечение развития рынка ценных бумаг как одной из важнейших отраслей сферы финансовых услуг и сохранение национального контроля за этой отраслью.

Решение указанных задач непосредственно связано с методами регулирования рынка ценных бумаг: технического, институционального и функционального.

Задачи *технического регулирования рынка* — поддержание оптимальных количественных и качественных параметров рынка. Мерами регулирования являются действия, направленные на обеспечение ликвидности ценных бумаг, сглаживание резких колебаний курсов ценных бумаг в результате спекулятивной игры (например, на основе ограничения возможностей дилеров привлекать заемные средства для финансирования спекулятивных операций). В ряду задач технического регулирования особое место занимает предотвращение системных кризисов, которые могут быть вызваны, например, сбоями в работе расчетных и клиринговых систем.

Методы институционального регулирования связаны прежде всего с регулированием финансового положения конкретных финансовых институтов и качеством управления ими. Институциональное регулирование, таким образом, направлено на предупреждение финансовой несостоятельности объектов регулирования, и по этой причине охватывает все аспекты деятельности конкретных организаций с точки зрения их влияния на финансовое положение объектов регулирования. К числу методов институционального регулирования относятся, например, установление требований к размеру собственных средств участников, регулирование

структуры активов и пассивов, ограничение или запрещение участия в рискованных операциях, которые могут привести к финансовой несостоятельности объекта регулирования.

Методы функционального регулирования связаны с установлением правил совершения определенных операций (т.е. выполнения определенных функций). Например, во многих странах действует законодательство, предусматривающее обязанность брокера в приоритетном порядке (по отношению к собственным операциям) исполнять заявки на покупку или продажу ценных бумаг, поступившие от клиентов. Требование вести учет клиентских ценных бумаг отдельно от своих собственных применяется в России по отношению ко всем финансовым институтам, принимающим на хранение и обслуживание ценные бумаги клиентов, и относится к методам функционального регулирования.

Поскольку в большинстве случаев для защиты интересов инвесторов на рынке ценных бумаг основной акцент делается именно на то, как профессиональные участники обслуживают клиентов, а не на финансовое состояние профессиональных участников, именно методы функционального регулирования составляют основу регулирования рынка ценных бумаг.

Прямое регулирование деятельности большинства участников рынка входит в компетенцию Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России).

Регулирование деятельности ряда участников рынка (например, коммерческих банков, страховых компаний или негосударственных пенсионных фондов) полностью или частично (в отдельных аспектах их деятельности) отнесено к компетенции других ведомств. В итоге совокупное регулирование рынка ценных бумаг в России осуществляется несколькими органами, в компетенцию которых входят разные аспекты. Этими органами помимо ФКЦБ являются: Центральный банк России (ЦБР), Министерство финансов России (Минфин), Антимонопольный комитет, Госналогслужба России и другие органы.

При этом нормативные акты по вопросам регулирования рынка ценных бумаг принимаются федеральными министерствами и иными федеральными органами исполнительной власти в пределах их компетенции по согласованию с Федеральной комиссией.

Функции и права ФКЦБ. Для обеспечения государственного регулирования на рынке ценных бумаг, а также отношений, складывающихся в процессе обращения ценных бумаг, пресечения злоупотреблений и нарушений прав акционеров Указом Президента РФ от 4 ноября 1994 г. №2063 «О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг в Российской Федерации» была создана Федеральная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ (ФКЦБ). Указом Президента от 27 февраля 1995 г. №202 статус ФКЦБ был приравнен к статусу федерального министерства.

В соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» (ст.40) Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг — это федеральный орган исполнительной власти по проведению государственной политики в области РЦБ, контролю за деятельностью профессиональных участников РЦБ через определение стандартов их деятельности и по определению стандартов эмиссии ценных бумаг. Ее полномочия не распространяются на процедуру эмиссии долговых обязательств Правительства РФ и ценных бумаг субъектов Федерации.

Развернутое описание функций и прав ФКЦБ России содержится в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» и Положении об ФКЦБ России, утвержденном Указом Президента Российской Федерации от 1 июля 1996 г. №1009 «О Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг».

Если обобщить указанные функции и выделить наиболее принципиальные, то к *ключевым функциям ФКЦБ* необходимо отнести следующие:

1. Обеспечение динамичного развития рынка ценных бумаг в соответствии с национальными интересами России.

Эта функция имеет особенно важное значение на современном этапе. Реализация этой функции обеспечивается на основе:

- разработки основных направлений развития рынка ценных бумаг;
- координации деятельности федеральных органов исполнительной власти по вопросам развития рынка ценных бумаг;
- проведения семинаров, конференций, использования других форм обучения и повышения профессиональной квалификации специалистов и персонала профессиональных участников рынка ценных бумаг, эмитентов и инвесторов.

2. Создание и развитие системы нормативных актов по вопросам профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, участие в разработке законодательной базы рынка ценных бумаг (комплекс функций, связанных с формированием законодательной и нормативной базы рынка):

- разработка и утверждение единых правил осуществления профессиональной деятельности с ценными бумагами, в том числе стандарты страхования и гарантий на рынке ценных бумаг;
- утверждение обязательных требований к операциям с ценными бумагами, в том числе обеспеченным недвижимым имуществом, нормы допуска ценных бумаг к их публичному размещению, обращению, котированию и листингу, расчетно-депозитарной деятельности;
- разработка проектов законодательных и иных нормативных актов, связанных с вопросами регулирования рынка ценных бумаг, лицензирования деятельности его профессиональных участников, саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг, контроля за соблюдением законодательных и нормативных актов о ценных бумагах, проведение их экспертизы;
- разработка методических рекомендаций по практике применения законодательства Российской Федерации о ценных бумагах.

3. Создание и обеспечение эффективного функционирования системы регулирования рынка ценных бумаг, системы лицензирования и надзора за деятельностью субъектов рынка (ФКЦБ является основным элементом системы регулирования рынка, включающей также ряд других министерств и ведомств, а также саморегулируемые организации):

- выдача генеральных лицензий на осуществление деятельности по лицензированию деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- утверждение порядка, осуществление лицензирования и ведение реестра саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- руководство региональными отделениями ФКЦБ России.

4. Выполнение основных функций по лицензированию и надзору за деятельностью субъектов рынка, пресечение незаконной деятельности на рынке ценных бумаг (ФКЦБ не только координирует деятельность всех элементов системы регулирования рынка, но также непосредственно выполняет основную часть работы по лицензированию и надзору за деятельностью субъектов рынка):

- осуществление контроля за соблюдением эмитентами, профессиональными участниками рынка ценных бумаг, саморегулируемыми организациями профессиональных участников рынка ценных бумаг требований законодательства Российской Федерации о ценных бумагах, стандартов и требований, утвержденных ФКЦБ России;
- обеспечение создания общедоступной системы раскрытия информации на рынке ценных бумаг;
- ведение реестра выданных, приостановленных и отозванных лицензий;
- обращение в арбитражный суд с исками о ликвидации юридического лица, нарушившего требования законодательства Российской Федерации о ценных бумагах и применении к нарушителям санкций, установленных законодательством Российской Федерации.

В частности, в соответствии со ст.44 Закона «О рынке ценных бумаг» ФКЦБ имеет право выдавать генеральные лицензии на осуществление лицензирования профессиональных участников рынка ценных бумаг. Это весьма важный момент в осуществлении непрямого регулирования рынка. ФКЦБ не обязательно сама лицензирует всех профессиональных участников рынка ценных бумаг. Она вправе доверить это другой организации — как государственной (например, ЦБ РФ), так и общественной (СРО).

Права регулирования даны и в отношении эмитентов, однако только в том, что относится к эмиссии ценных бумаг, в частности, право устанавливать нормативы, обязательные для соблюдения эмитентами ценных бумаг, и правила их применения.

На современных рынках постоянно идет создание и развитие новых видов ценных бумаг. Для того чтобы законодательные и нормативные документы не отставали от потребностей рынка, ФКЦБ дано право квалифицировать новые виды ценных бумаг и определять их виды в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Решения Федеральной комиссии принимаются в форме постановлений. Постановления Федеральной комиссии по вопросам, отнесенным к ее компетенции, обязательны для исполнения федеральными министерствами и иными федеральными органами исполнительной власти, органами исполнительной власти субъектов Российской Федерации и органами местного самоуправления, а также профессиональными участниками рынка ценных бумаг и саморегулируемыми организациями.

Региональные отделения ФКЦБ. Чтобы быть эффективным, федеральное регулирование рынка ценных бумаг должно сопровождаться системой реализации такого регулирования на всей территории России. В то же время ФКЦБ может в полной мере осуществлять регулирование, если она будет иметь необходимую информацию о развитии рынка в регионах. Таковую систему поддержки для ФКЦБ могут обеспечить региональные отделения ФКЦБ.

В соответствии со ст.47 Закона «О рынке ценных бумаг» региональные отделения ФКЦБ образуются решением ФКЦБ по согласованию с органами исполнительной власти субъектов РФ для обеспечения выполнения установленных законодательством норм, правил и условий функционирования фондового рынка, практической реализации принимаемых ФКЦБ решений и контроля за деятельностью профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Региональное отделение ФКЦБ действует на основании положения, утверждаемого ФКЦБ. Председатель регионального отделения утверждается ФКЦБ на основании совместного представления главы исполнительной власти субъекта Российской Федерации и председателя ФКЦБ.

Положение определяет функции и права регионального отделения. Основными функциями являются контроль за соблюдением законодательства на рынке ценных бумаг, регистрация выпусков ценных бумаг, организация и проведение квалификационных экзаменов специалистов рынка ценных бумаг.

Саморегулируемые организации (СРО). Помимо федерального и регионального уровней регулирования РЦБ важным элементом системы регулирования должны стать саморегулируемые организации профессиональных участников рынка ценных бумаг (СРО).

В соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» (ст.48) СРО — это добровольное объединение профессиональных участников РЦБ, действующее в соответствии с законом и функционирующее на принципах некоммерческой организации. СРО учреждается профессиональными участниками рынка ценных бумаг для обеспечения условий профессиональной деятельности участников рынка ценных бумаг, соблюдения стандартов профессиональной этики на рынке ценных бумаг, защиты интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся членами саморегулируемой организации, установления правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами, обеспечивающих эффективную деятельность на рынке ценных бумаг.

Поскольку СРО приобретает довольно значительные права, в отношении ее членом законом предусматривается строгий контроль за ней со стороны регулирующих государственных органов. В частности, статус СРО приобретается только на основании лицензии, выдаваемой ФКЦБ. ФКЦБ контролирует правила СРО с тем, чтобы не допустить дискриминации одних ее членом другими, обеспечить должный контроль за ними.

Так, согласно ст.50 Закона «О рынке ценных бумаг» предусмотрены следующие требования, предъявляемые к СРО:

- организация должна быть учреждена не менее чем десятью профессиональными участниками рынка ценных бумаг;
- для получения разрешения в ФКЦБ представляются заверенные копии документов о создании саморегулируемой организации, правила и положения организации, принятые ее членами и обязательные для исполнения всеми членами саморегулируемой организации.

Отзыв лицензии саморегулируемой организации производится в случае установления ФКЦБ нарушений законодательства РФ о ценных бумагах, требований и стандартов, установленных ФКЦБ, правил и положений саморегулируемой организации, предоставления недостоверной или неполной информации.

Таким образом, в настоящее время выстраивается *многоуровневая система контроля за деятельностью на рынке ценных бумаг*:

- ФКЦБ России и региональные отделения ФКЦБ России;
- регистрирующие органы (включенные в перечень органов, осуществляющих регистрацию выпусков ценных бумаг) и лицензирующие органы (имеющие генеральную лицензию на лицензирование отдельных видов профессиональной деятельности);
- саморегулируемые организации (СРО);
- структурные подразделения (должностные лица) профессиональных участников, осуществляющих внутренний контроль деятельности.

Контрольные вопросы

1. Какова основная задача создаваемой в России системы регулирования рынка ценных бумаг?
2. Опишите методы технического, институционального и функционального регулирования рынка.
3. Какие основные функции осуществляет ФКЦБ?
4. Перечислите основные права ФКЦБ на рынке ценных бумаг.
5. Какие функции выполняет региональное отделение на рынке ценных бумаг?
6. Перечислите основные требования к саморегулируемой организации в соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг».

ТЕМА 12. РЕГУЛИРОВАНИЕ ВЫПУСКА И ОБРАЩЕНИЯ ВЕКСЕЛЕЙ

Вексель — одна из первых ценных бумаг, появившаяся в Италии в XII–XIII вв. Слово «вексель» произошло от немецкого слова *wechsel* (обмен). Вексель имеет ряд важных особенностей. С одной стороны, это формализованная долговая расписка, подлежащая оплате в строго определенном порядке. С другой — вексель обладает примечательным свойством: им можно расплачиваться за товары и услуги (при условии согласия продавца). Таким образом, при соответствующей правовой культуре участников рынка вексель является одним из наиболее надежных способов оформления задолженности.

В нормально функционирующей рыночной экономике векселя выполняют функции ускорения товарных и финансовых оборотов и давно стали неотъемлемым элементом экономических операций.

Вексель как ценная бумага выполняет три основные функции:

- инструмент платежа;
- инструмент обращения;
- инструмент кредитования, повышающий ликвидность долга.

Вексель — это долговая ценная бумага, в тексте которой содержится безусловное, абстрактное и строго формальное обязательство или предложение уплатить определенную сумму, называемую вексельной суммой. Для того чтобы документ признавался векселем, он должен быть составлен в строго оговоренной форме, в частности содержать так называемую вексельную метку — наименование «вексель», включенное в текст документа, и ряд других строго перечисленных реквизитов. Особенности векселя представлены в табл.12.1.

Вексель — это *ордерная* ценная бумага. Ордерные бумаги передаются новым владельцам посредством специальной передаточной надписи, не требующей нотариального заверения — *индоссамент*, совершаемого предыдущим владельцем, и характеризуются тем, что промежуточные владельцы, как правило, остаются обязанными по ней, если обозначенный в векселе плательщик окажется неспособным оплатить по нему (т.е. по векселю предусмотрена солидарная ответственность). Такая форма обеспечивает возможность найти всех лиц, пользовавшихся данным векселем как средством платежа, и потребовать от них оплаты векселя, не соблюдая очередности индоссаментов.

Лицо, выдающее вексель, называется *векселедателем*, лицо, законно владеющее им, — *векселедержателем*.

Векселя можно классифицировать по различным признакам. Некоторые виды векселей представлены в табл.12.2.

Особенности векселя

Документарность	Документарность векселя означает, что он должен быть выполнен строго на бумажном носителе. Хотя в мировой практике и существуют исключения, в России, в силу Закона от 11 марта 1997 г. «О переводном и простом векселе», его документарность обязательна
Формальность	Формальность векселя означает, что он должен быть составлен в строго оговоренной законом форме и иметь обязательный набор реквизитов. Форма векселя позволяет учитывать только те обстоятельства, которые нашли отражение в этих реквизитах, т.е. записаны на нем
Абстрактность	Вексель есть абстрактное обязательство, т.е. возникнув в результате конкретной сделки, он может быть передан любому лицу, которое, не имея никакого отношения к условиям его возникновения, получает право требовать платежа по векселю, являясь его держателем
Безусловность	Безусловность векселя означает, что вексель представляет собой ничем не обусловленное обязательство. В векселе не может содержаться оговорка, ставящая обязанность совершить платеж в зависимость от каких-либо действий векселедержателей (кроме предъявления векселя к платежу) или от наступления иных внешних обстоятельств (кроме наступления срока платежа)
Денежное обязательство	Это означает, что предметом вексельного обязательства могут быть только деньги

Таблица 12.2

Виды векселей

Признак классификации	Виды векселей	Краткая характеристика
По эмитенту	Казначейские	Долговые обязательства, выпускаемые от лица государства Центробанком или Минфином РФ
	Муниципальные	Выпускаются местными органами власти
	Частные	Выпускаются корпорациями, коммерческими банками, физическими лицами
По экономической сущности	Коммерческие	В основе лежит конкретная товарная сделка. Сущность — отсрочка платежа
	Финансовые	В основе — выданная ссуда. Сущность — гарантия возврата полученной ссуды
	Фиктивные	В основе нет ни движения денег, ни движения товара
	Банковские (выпускаются только в РФ)	Суть — привлечение временно свободных денежных средств банками за определенное вознаграждение
По плательщику по векселю	Простые (соло)	Плательщик и векселедатель — одно лицо
	Переводные (тратта)	Плательщик и векселедатель — разные лица. Необходимо согласие плательщика оплатить по векселю векселедателя (акцепт)

Простой вексель — это письменный документ, содержащий простое и ничем не обусловленное обязательство векселедателя (должника) уплатить определенную сумму в установленный срок векселедержателю. На рис.12.1 представлена схема использования простого векселя.

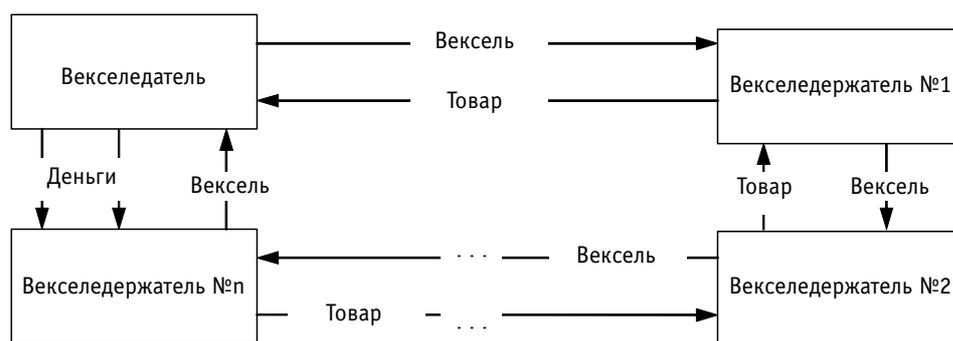


Рис.12.1. Схема простого векселя

Переводной вексель — это письменный документ, содержащий безусловный приказ векселедателя плательщику уплатить определенную сумму в установленный срок векселедержателю.

Векселедатель по переводному векселю называется *трассантом*, плательщик (должник векселедателя) — *трассатом*, а первый векселедержатель — *ремитентом*. Выдача переводного векселя ремитенту называется *трассированием*. На рис.12.2. представлена схема использования переводного векселя.

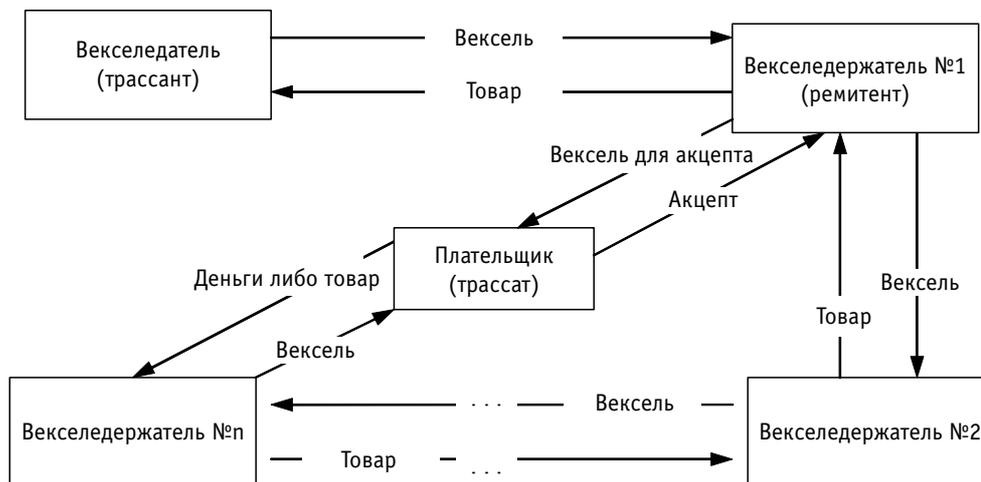


Рис.12.2. Схема переводного векселя

Переводной вексель, как правило, дается лицом, имеющим счет в банке (т.е. банк является должником векселедателя), с приказом банку уплатить с этого счета предъявителю векселя. В этом случае возникает проблема удостоверения того, что банк признает это приказание. Для удостоверения того, что банк-трассат действительно готов уплатить по данному векселю, он свидетельствует это, проставляя на векселе *акцепт* — свою подпись, удостоверяющую готовность платить по данному векселю. Если трассат не акцептовал вексель или не заплатил по нему, векселедатель-трассант должен платить сам. Векселедержатель переводного векселя должен сам позаботиться о том, чтобы вовремя предъявить его к акцепту.

Передача векселя (все равно, простого или переводного) от одного векселедержателя другому совершается путем проставления на нем законным векселедержателем специальной надписи — *индоссамента*, содержащей слова «платите приказу такого-то» или равносильную формулировку. Лицо, *индоссировавшее* (передавшее) вексель, называется *индоссант*, а лицо, его получившее таким образом, — *индоссат*.

Исторически эти записи проставлялись на оборотной стороне векселя — отсюда название «индоссамент», происходящее от латинского «на спине». В случае, когда таких записей оказывается слишком много, они могут быть продолжены на специальном листе — *аллонже*, прикрепляемом к векселю.

В результате последовательных индоссирований векселя на нем возникает цепочка записей, начинающаяся с векселедателя, указывающего первого векселедержателя, и перечисляющая в последовательном порядке всех временных держателей векселя. Каждый предыдущий векселедержатель называет следующего, удостоверяя это своей подписью. На основании непрерывности этой цепочки делается вывод о законности приобретения векселя.

Другой функцией цепочки индоссаментов является повышение надежности платежа последнему векселедержателю. Все индоссанты векселя являются ответственными по векселю лицами, причем, выполнив платеж по векселю, индоссант вправе предъявить иск векселедателю или плательщику.

В некоторых случаях векселедержатель не желает оказаться обязанным по векселю после его передачи. В этом случае он совершает на векселе *оговорку* (дополнительное условие, допускаемое законодательством к включению в текст векселя) «*без оборота на меня*», которая означает, что он отказывается признавать себя должным по векселю в случае неплатежа основным плательщиком. Это, конечно, снижает надежность векселя.

То же происходит, если кто-то приобретает вексель с так называемым *бланковым индоссаментом*. Бланковый индоссамент выдается так же, как и обычный, но индоссант не указывает имени следующего векселедержателя (по закону достаточно лишь поставить свою подпись). Векселедержатель, получивший вексель с бланковым индоссаментом, может поступить одним из трех способов:

- 1) проставить в индоссамент свое имя, превратив бланковый индоссамент в простой;
- 2) проставить имя следующего векселедержателя (при передаче векселя);
- 3) передать вексель следующему векселедержателю в том же виде, т.е. с бланковым индоссаментом.

В последних двух случаях он устраняет всякий след того, что побывал векселедержателем. Но в любом случае непрерывная цепочка индоссаментов не прерывается.

В случае отказа от платежа по векселю векселедержатель может предъявить в суде иск к векселедателю (акцептанту по переводному векселю). Перед подачей иска векселедержатель должен обязательно совершить протест — официально подтвердить у нотариуса факт отказа в акцепте или платеже по векселю. *Протест векселя* оформляется составлением акта протеста. Опротестованные векселя не принимаются банками к учету и в обеспечение выдаваемых кредитов, не могут служить средством платежа.

Акт протеста с приложенным опротестованным векселем является основанием для взыскания суммы платежа по векселю в судебном порядке. Если на векселе были сделаны индоссаменты, векселедержатель может предъявить иск к любому индоссанту (*регресс*). В зависимости от характера ответственности участников векселя для предъявления иска устанавливаются сроки вексельной давности: к акцептанту переводного векселя — три года; к векселедателю простого векселя или индоссанту переводного векселя — один год; для исковых требований индоссантов друг к другу — шесть месяцев.

Векселедатель может путем включения в вексель оговорки «без протеста» или «оборот без издержек» запретить держателю протестовать вексель, в случае же протеста при этом все затраты, связанные с протестом векселя, ложатся на векселедержателя.

Очередной индоссант может прервать обращение векселя, сделав при индоссировании оговорку «не приказу», запрещающую следующему векселедержателю индоссировать вексель. Вексель с такой отметкой называется *ректам-векселем*. Если такая оговорка совершена индоссантом, он освобождается от ответственности перед всеми лицами, которым вексель может быть впоследствии индоссирован. Если же ее совершил векселедатель, то вексель становится именованным и может быть предъявлен к оплате только тем лицом, которому он был выдан.

Следует, однако, отметить, что в этом случае векселедержатель может уступить свои права другому лицу посредством *цессии* — юридически оформленной уступки права требования. Эта процедура существенно сложнее индоссирования и включает в себя уведомление должника о перемене кредитора (векселедержателя) и другие юридические формальности. Собственно, сам механизм индоссаментов был выработан с целью упрощения передачи по сравнению с процедурой цессии.

Покупка векселей банками до срока платежа (обычно с дисконтом, приносящим банку прибыль) называется *учетом векселя*. Ставка процента, по которой он это делает, называется *учетной ставкой*.

Вексель может быть гарантирован третьим лицом, для чего ему достаточно расписаться на векселе. Такая гарантия называется *аваль*, а лицо, проставившее аваль — *авалист*. Авалист может гарантировать как всю сумму, так и часть ее, он может выдать гарантию за любое лицо, обязанное по векселю (векселедателя, плательщика, индоссанта).

Для того чтобы ценная бумага была признана векселем и попала под регулирование вексельного права, необходимо, чтобы она была составлена строго в соответствии с установленной формой и содержала необходимый набор реквизитов, представленный в табл.12.3.

Таблица 12.3

Реквизиты векселя

Переводной вексель	Простой вексель
Вексельная метка — наименование «вексель», включенное в текст документа и выраженное на том языке, на котором этот документ составлен	
Простое и ничем не обусловленное предложение уплатить определенную сумму	Простое и ничем не обусловленное обещание уплатить определенную сумму
Наименование того, кто должен платить (плательщика)	—
Указание срока платежа	
Указание места, в котором должен быть совершен платеж	
Наименование того, кому или приказу кого платеж должен быть совершен	
Указание даты и места составления векселя	
Подпись того, кто выдает вексель (векселедателя)	

Документ, в котором отсутствует какой-либо из указанных выше реквизитов, не имеет силы векселя, за исключением следующих случаев:

- вексель, срок платежа по которому не указан, рассматривается как подлежащий оплате по предъявлении;
- при отсутствии особого указания место, обозначенное рядом с наименованием плательщика, считается местом платежа и вместе с тем местом жительства плательщика (это условие действует только для переводного векселя);
- при отсутствии особого указания место составления документа считается местом платежа и вместе с тем местом жительства векселедателя (это условие действует только для простого векселя);
- вексель, в котором не указано место его составления, признается подписанным в месте, обозначенном рядом с наименованием векселедателя.

Если отсутствуют другие обязательные реквизиты, то эта ситуация называется *дефектом векселя*, вексель теряет *вексельную силу* (в частности, исчезают такие важные свойства векселя как безусловность и абстрактность) и вексель превращается в обычную долговую расписку.

Существуют определенные вексельным законодательством сроки платежа:

- по предъявлении;
- во столько-то времени от предъявления;
- во столько-то времени от составления;
- на определенный день.

Векселя, содержащие либо иное назначение срока, либо последовательные сроки платежа, недействительны.

Обычно вексель является обязательством уплатить вполне определенную сумму, которая называется *вексельная сумма*. При этом при досрочной продаже (учете) векселя с дисконтом покупатель может получить определенный доход. Размер его определяется соглашением сторон о величине дисконта. Однако, когда вексельный срок остается точно не определенным, выдаваемый таким образом кредит имеет неопределенную доходность. Для того чтобы устранить эту неопределенность в случае векселя с неопределенным точно сроком платежа (например, по предъявлении), на вексельную сумму могут начисляться проценты.

В векселе, который подлежит оплате сроком по предъявлении или во столько-то времени от предъявления, векселедатель может обусловить, что на вексельную сумму будут начисляться проценты. Во всяком другом переводном векселе такое условие считается ненаписанным.

Процентная ставка должна быть указана в векселе; при отсутствии такого указания условие считается ненаписанным.

Проценты начисляются со дня составления векселя, если не указана другая дата.

Системы вексельного законодательства. В настоящее время в мире существуют две основных системы вексельного законодательства:

- система, в основе которой лежат Женевские вексельные конвенции 1930 г. (Конвенция о единообразном законе о переводном и простом векселе, Конвенция о гербовом сборе в отношении переводного и простого векселей и Конвенция о разрешении некоторых коллизий законов о переводных и простых векселях). К Женевской конвенции присоединились Швейцария, Германия, Австрия, Испания, Франция, Нидерланды, Бельгия, Норвегия, Швеция, Финляндия, Дания, Бразилия, Перу, Япония и другие страны, в том числе СССР;

- система, основанная на английском законе о переводных векселях 1882 г. Эту систему используют США, Великобритания, Австралия, Канада, Израиль, Кипр, Филиппины, ЮАР и другие страны.

Кроме того, некоторые страны имеют собственное вексельное законодательство, не основывающееся на вышеперечисленных.

Сравнительная характеристика норм Женевской и англо-американской норм вексельного права представлена в табл.12.4.

Законодательной основой вексельного обращения в Российской Федерации в настоящее время является Федеральный закон от 11 марта 1997 г. №48-ФЗ «О переводном и простом векселе». Этот закон имеет в основном отсылочный характер и базируется на положениях Женевской

Сравнительная характеристика норм различных систем вексельного права

Критерии сравнения	Женевская система вексельного права	Англо-американская система вексельного права
1. Основные юридические источники	Конвенция №358, устанавливающая Единообразный закон о переводном и простом векселе; Конвенция №359, имеющая целью разрешение некоторых коллизий законов о переводных и простых векселях; Конвенция №360 «О гербовом сборе в отношении переводных и простых векселей»	Закон, кодифицирующий право, относящееся к переводным векселям, чекам и простым векселям (Великобритания, 18 августа 1882 г.); Единообразный торговый кодекс (США 1962 г.)
2. Основные виды векселя	Простой вексель; переводный вексель (ст.1, 75 ЕВЗ)	Простой вексель; оборотный вексель; внутренний вексель; переводный вексель; необоротный вексель; иностранный вексель (ст.3, 4, 8, 83, ЗПВ; ст.3–104, 3–110, 3–111 ЕТК)
3. Процентная оговорка	Допускается только в векселях платежом: по предъявлению; во столько-то времени от предъявления (ст.5 ЕВЗ)	Разрешает включение процентной оговорки в любой вексель (ст.9 ЗПВ; ст.3–106 ЕТК)
4. Акцепт переводного векселя	Совершает только плательщик; допускается квалифицированный акцепт (ограниченный частью вексельной суммы); может совершаться акцепт в порядке посредничества; возможен факультативный акцепт (ст.21, 26, 56–58 ЕВЗ)	Акцептовать могут, кроме плательщика, и другие лица, уполномоченные им на дачу акцепта; допускается квалифицированный акцепт; варианты квалифицированного акцепта: условный; ограниченный суммой; локальный; с изменением срока уплаты; акцепт векселя с одним или несколькими трассатами; предъявление к акцепту не является необходимым для возникновения ответственности обязанных по векселю лиц; обязательный характер акцепта (ст.39, 41, 44 ЗПВ)
5. Сроки платежа по векселю	Вексель может быть выдан со сроком платежа: по предъявлению; во столько-то времени от составления; на определенный день; указанный или определяемый срок платежа должен быть твердым: никакие грационные дни, ни по закону, ни судебные, не допускаются (ст.2, 33, 74 ЕВЗ)	Вексель выдается в те же сроки платежа; вексель выставляется с оплатой частями в последовательные сроки (ст.9, 11 ЗПВ; ст.3–109 ЕТК)
6. Протест в неплатеже по векселю	Протест в неплатеже является необходимым для того, чтобы держатель векселя мог осуществить свое право регресса против трассанта, индоссантов и авалистов; протест в неплатеже не является необходимым против акцептанта или векселедателя простого векселя; совершение протеста в неплатеже не требуется, если вексель был ранее опротестован в неакцепте (ст.44, 46, 53 ЕВЗ)	Протест в неплатеже не обязателен и служит необходимым условием наступления ответственности трассанта или индоссантов только в случае «иностранных векселей» (ст.51 ЗПВ, ст.3–501 ЕТК)

Конвенции от 7 июня 1930 г., устанавливающей Единообразный закон о переводном и простом векселях (ЕВЗ). СССР присоединился к Конвенции в 1937 г., что было зафиксировано в Постановлении ЦИК и СНК СССР от 7 августа 1937 г. №104/1341 «О введении в действие Положения о переводном и простом векселе».

Контрольные вопросы

1. Что такое вексель?
2. В чем состоят функции векселя?
3. Какие виды векселей выделяют и чем они характеризуются?
4. Каковы особенности векселя? Охарактеризуйте их.
5. В чем состоит различие между простым и переводным векселем?
6. В чем назначение и особенности авая?
7. Каким образом осуществляется передача векселей?
8. Какие оговорки возможны при совершении индоссамента, что они означают?
9. Опишите назначение и порядок совершения протеста по векселям.
10. В чем отличия женевской и англо-американской систем вексельного права?

ТЕМА 13. ОСНОВЫ ФИНАНСОВЫХ ВЫЧИСЛЕНИЙ

Проценты (процентные деньги) — абсолютная величина дохода от предоставления денег в долг в любой его форме: выдача ссуды, продажа товара в кредит, помещение денег на депозитный счет, учет векселя, покупка сберегательного сертификата или облигации и т.д. Процентная ставка — относительная величина дохода за фиксированный отрезок времени, т.е. отношение дохода (процентных денег) к сумме долга за единицу времени (процентная ставка измеряется в процентах). Процентная ставка — величина, характеризующая интенсивность начисления процентов. Период начисления — промежуток времени, в течение которого начисляются проценты. Период начисления может разбиваться на интервалы начисления. Интервал начисления — минимальный промежуток времени, по истечении которого происходит начисление процентов.

Пусть PV (present value) — текущая стоимость (первоначальная сумма на момент инвестирования). Процесс увеличения первоначальной суммы денег в связи с присоединением к ней процентов называют *наращением*, или ростом, этой суммы. Будущей стоимостью или наращенной суммой (долга, депозита, инвестированных денег и т.д.) называется первоначальная сумма с начисленными к концу периода (интервала) начисления процентами. Пусть FV (future value) — будущая стоимость. Будущая стоимость определяется умножением первоначальной суммы на множитель (коэффициент) наращенной суммы, который показывает, во сколько раз наращенная сумма больше первоначальной:

$$FV = k_H \times PV,$$

где k_H — коэффициент наращенной суммы.

Конкретная расчетная формула зависит от вида применяемой процентной ставки и условий наращенной суммы.

Проценты различаются по базе для их начисления. Простые проценты начисляются на одну и ту же сумму в течение всего периода начисления. Сложные проценты начисляются на суммы, наращенные по итогам предшествующих интервалов начисления (иначе говоря, проценты начисляются на проценты).

Формула наращенной суммы по простым процентам имеет вид:

$$FV = PV(1 + nr), \quad (1)$$

где $r = r\% / 100\%$ — годовая процентная ставка;

n — продолжительность периода начисления в годах;

$k_H = 1 + nr$ — коэффициент наращенной суммы.

Формула наращенной суммы по сложным процентам имеет вид:

$$FV = PV(1 + r)^n, \quad (2)$$

где $r = r\% / 100\%$ — годовая ставка наращенной суммы;

n — продолжительность периода начисления в годах (n — целое);

$k_H = (1 + r)^n$ — коэффициент наращенной суммы.

Если ставка начисления процентов меняется и в течение n_1 лет равна r_1 , в течение n_2 лет равна r_2 и т.д., то формулы (1) и (2) могут быть записаны в следующем виде:

- из (1) следует:

$$FV = PV(1 + n_1r_1 + n_2r_2 + \dots); \quad (3)$$

- из (2) следует:

$$FV = PV(1 + r_1)^{n_1} \times (1 + r_2)^{n_2} \times \dots \quad (4)$$

В современных условиях проценты начисляются обычно не один, а несколько раз в году — по полугодиям, кварталам и т.д. При начислении сложных процентов несколько раз в году можно воспользоваться формулой (2), в которой параметр n будет обозначать общее число интервалов начисления, а ставка r — процентную ставку за соответствующий период. Однако на практике указывается не квартальная или месячная процентная ставка, а годовая ставка, которая называется *номинальной*. Если номинальную ставку обозначать j ($j = j\% / 100\%$), а количество интервалов начисления процентов в году m , то $r = j / m$ и формулу (2) можно записать в следующем виде:

$$FV = PV(1 + \frac{j}{m})^{N}, \quad (5)$$

где $N = mn$ — общее количество интервалов начисления.

Действительная, или эффективная, ставка процента измеряет тот реальный относительный доход, который получают в целом за год от начисления процентов. Иначе говоря, *эффективная ставка* — это годовая ставка сложных процентов, которая дает тот же результат, что и m -разовое начисление процентов в году по ставке j/m . Обозначим эффективную ставку r_{ef} . По определению коэффициенты наращенения по двум видам ставок (эффективной и номинальной при m -разовом начислении) должны быть равны друг другу:

$$(1 + r_{ef})^n = \left(1 + \frac{j}{m}\right)^{mn},$$

откуда

$$r_{ef} = \left(1 + \frac{j}{m}\right)^m - 1. \quad (6)$$

Из формулы (6) можно выразить номинальную ставку j через эффективную r_{ef} . Получим:

$$j = m \left(\sqrt[m]{r_{ef} + 1} - 1\right). \quad (7)$$

Обе ставки — r_{ef} и j — эквивалентны в финансовом отношении.

В финансовой практике часто сталкиваются с задачей, обратной наращению процентов: по заданной сумме FV , которую следует уплатить через некоторое время n , необходимо определить PV . (В частности расчет PV по FV необходим, когда проценты с суммы FV удерживаются вперед.) В таких случаях говорят, что сумма FV дисконтируется или учитывается, сам процесс начисления процентов и их удержание называют *учетом*, а удержанные проценты — *дисконтом*. Необходимость дисконтирования возникает, например, при покупке краткосрочных обязательств, оплата которых должником произойдет в будущем.

Термин «дисконтирование» употребляется и в более широком смысле — как средство определения любой стоимостной величины, относящейся к будущему, на некоторый, более ранний момент времени. Величину PV , найденную с помощью дисконтирования, называют современной величиной суммы FV .

В зависимости от вида процентной ставки применяют два вида дисконтирования — математическое дисконтирование и банковское дисконтирование (банковский учет). В первом случае используется ставка наращенения, во втором — учетная ставка.

При математическом дисконтировании решается задача, обратная определению наращенной суммы.

Формула математического дисконтирования по простой ставке наращенения легко получается из формулы (1) и имеет вид:

$$PV = \frac{FV}{1 + nr}. \quad (8)$$

Формула математического дисконтирования по сложной ставке наращенения может быть получена из формулы (2) и имеет вид:

$$PV = \frac{FV}{(1 + r)^n}. \quad (9)$$

Величины $\frac{1}{1 + nr}$ и $\frac{1}{(1 + r)^n}$ называют коэффициентами дисконтирования.

Аналогичным способом (выражая PV через FV) можно получить формулы дисконтирования из формул (3), (4) и (5).

Современные финансово-банковские операции часто предполагают совершение не отдельных платежей, а некоторой их последовательности во времени (например, погашение задолженности в рассрочку, периодическое поступление доходов от инвестиций и т.д.). Каждую такую последовательность называют потоком платежей, а ее отдельные элементы — членами потока.

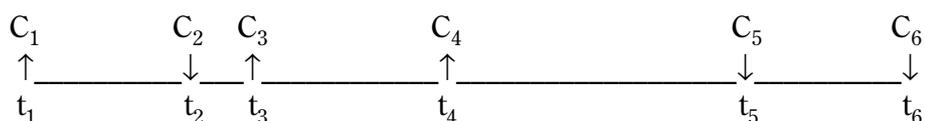
Потоки платежей могут быть регулярными и нерегулярными. В нерегулярном потоке членами являются как положительные (поступления), так и отрицательные величины (выплаты), а соответствующие платежи могут производиться через разные интервалы времени. Члены

регулярного потока — либо только поступления средств, либо только их выплаты, причем сами платежи довольно часто (но не всегда) поступают через равные промежутки времени.

Современная (настоящая) стоимость потока платежей — сумма всех его членов, уменьшенная (дисконтированная) на величину процентной ставки на определенный момент времени, совпадающий с началом потока платежей, или предшествующий ему. Нарощенная (будущая) стоимость потока платежей — сумма всех членов потока платежей с начисленными на них процентами на конец срока, т.е. на дату последней выплаты.

Финансовая операция может предусматривать неоднократные и разновременные переходы денежных сумм от одного владельца к другому. Рассматривая поток платежей с позиций одного из них, можно считать все поступления к нему положительными величинами, а все его выплаты — отрицательными. Для оценки финансовой операции в целом используется чистая приведенная величина (net present value, NPV), вычисляемая как сумма всех членов потока, дисконтированная на величину процентной ставки на начальный момент времени.

Представим поток платежей в виде графической схемы:



Здесь C_i — платежи;
 \uparrow — выбытие денежных средств;
 \downarrow — их поступление;
 t_i — моменты времени.

Тогда чистая приведенная величина может быть найдена по формуле:

$$NPV = -C_1 + \frac{C_2}{(1+r)^{t_2}} - \frac{C_3}{(1+r)^{t_3}} - \frac{C_4}{(1+r)^{t_4}} + \frac{C_5}{(1+r)^{t_5}} + \frac{C_6}{(1+r)^{t_6}}. \quad (10)$$

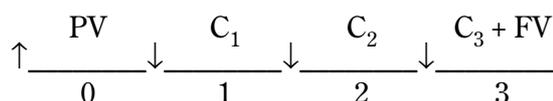
Заметим, что требование положительности NPV является обязательным при принятии решения о реализации финансовой операции кредитором. Вместе с тем вычисление NPV не может определить степень рациональности такой операции, что следует учитывать при наличии альтернативной возможности вложения капитала. С этой целью вводится понятие эффективной ставки операции (внутренней ставки доходности) как значения ставки процента, при которой NPV окажется равной нулю. Эффективная ставка r_{ef} вычисляется как корень уравнения:

$$0 = -C_1 + \frac{C_2}{(1+r_{ef})^{t_2}} - \frac{C_3}{(1+r_{ef})^{t_3}} - \frac{C_4}{(1+r_{ef})^{t_4}} + \frac{C_5}{(1+r_{ef})^{t_5}} + \frac{C_6}{(1+r_{ef})^{t_6}}. \quad (11)$$

При этом начало операции (первая выплата) принимается за начало отсчета времени. Выбирая между различными вариантами возможных финансовых операций, инвестор всегда ориентируется на операцию с высшей внутренней ставкой доходности.

Рассмотрим конкретную ситуацию. Пусть предложено приобрести облигацию номинальной стоимостью FV, срок до погашения которой — три года, размер ежегодно выплачиваемого купона — C (купон выплачивается один раз в год). Предлагаемая цена приобретения — PV. Определим внутреннюю ставку доходности описанной финансовой операции.

Представим поток платежей в виде графической схемы:



Тогда формула для расчета внутренней ставки доходности будет выглядеть следующим образом:

$$0 = -PV + \frac{C_1}{1+r_{ef}} + \frac{C_2}{(1+r_{ef})^2} + \frac{C_3}{(1+r_{ef})^3} + \frac{FV}{(1+r_{ef})^3}$$

или

$$PV = \frac{C_1}{1+r_{ef}} + \frac{C_2}{(1+r_{ef})^2} + \frac{C_3}{(1+r_{ef})^3} + \frac{FV}{(1+r_{ef})^3}. \quad (12)$$

Решив данное уравнение относительно r_{ef} , найдем внутреннюю ставку доходности.

Формула (12) применяется также при решении задач определения ориентировочной рыночной стоимости облигаций. Под оценкой обычно понимается процесс определения рыночной стоимости ценной бумаги. Оценка облигации основана на представлении ее в виде потока платежей, как это было сделано ранее. Согласно определению облигации, источниками получения дохода по этой ценной бумаге могут быть:

- периодически выплачиваемые проценты (купонный, или текущий, доход);
- рост (падение) рыночной стоимости облигации за соответствующий период (прирост капитала);
- доход от реинвестирования полученных по облигации процентов.

Размер годового купонного дохода (купона) по облигации, который будем далее обозначать C , рассчитывается исходя из номинальной стоимости облигации N и годовой купонной ставки r , устанавливаемой, как правило, при выпуске ее в обращение:

$$C = r \times N.$$

Пусть n — срок до погашения облигации (в годах), $k = k\% / 100\%$ — ставка доходности альтернативного вложения средств.

Тогда расчетная рыночная стоимость облигации может быть найдена по формуле:

$$\bar{P}_0 = \frac{C}{1+k} + \frac{C}{(1+k)^2} + \dots + \frac{C}{(1+k)^n} + \frac{N}{(1+k)^n}. \quad (13)$$

В качестве ставки доходности альтернативного вложения k рассматривают обычно ставку по банковским депозитам как наиболее надежному варианту осуществления инвестиций. В частности, именно эту ставку используют при решении задач. На самом же деле формирование ставки доходности альтернативного вложения — процесс гораздо более сложный, а уровень этой ставки зависит от ряда факторов. Поскольку конкретные инвесторы в зависимости от степени склонности к риску, налоговых условий, собственных ожиданий и предпочтений и т.д. по-разному формируют для себя уровень требуемой доходности от инвестиции в облигацию, постольку и расчетные рыночные стоимости облигации, определенные ими, могут отличаться, и довольно значительно. По этой причине расчетная рыночная стоимость в большинстве случаев не совпадает с реальной, но служит инвестору ориентиром в принятии инвестиционного решения.

Итак, расчетная рыночная стоимость облигации — сумма всех дисконтированных платежей, которые будут по ней произведены.

На практике чаще всего цены облигаций выражают в процентах к их номинальной стоимости, поэтому при использовании формулы (13) не обязательно производить предварительный расчет годового купона в рублях, вместо C можно просто подставлять годовую купонную ставку, тогда номинальная стоимость облигации принимается за 100%.

Из формулы (13) следует, что при росте k рыночная цена облигации падает, и наоборот.

Контрольные вопросы

1. В чем состоит принципиальное отличие простых и сложных процентов?
2. Какими действиями вкладчика генерируется простой, а какими — сложный процент?
3. Какая схема — простых или сложных процентов — при прочих равных условиях приводит к большему результату при наращении и почему?
4. Объясните понятия номинальной и эффективной ставки процентов.
5. В чем состоит смысл коэффициентов наращения и дисконтирования?
6. В чем принципиальное отличие банковского и математического дисконтирования?
7. Как изменяются формулы наращения и дисконтирования в случае изменения ставки во времени?
8. Что такое поток платежей, члены потока?
9. Как рассчитывается и зачем применяется чистая приведенная стоимость потока платежей?
10. Как рассчитывается и зачем применяется ставка внутренней доходности потока платежей?
11. Как теория потоков платежей применяется при оценке ценных бумаг?

ТЕМА 14. ПРОИЗВОДНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ (ФИНАНСОВЫЕ ДЕРИВАТИВЫ)

Определение **производных финансовых инструментов** звучит по-разному в различных источниках. Так, согласно Базовому курсу ФКЦБ, «к производным инструментам относятся любые ценные бумаги, цена которых внутренне зависит от цены другой ценной бумаги». Сам этот термин предполагает, во-первых, что цена этих продуктов является производной от цены других инструментов, а во-вторых, что они не могли бы существовать в отсутствие базового актива, т.е. если прекратится торговля базовым инструментом, то прекратится и обращение производного от него. Далее уточняется, что большинство производных инструментов относится к срочным контрактам. Роберт Колб в книге «Финансовые деривативы» дает такое определение: «производные финансовые инструменты, или *финансовые деривативы* (дериватив — вторичный, производный), — это инструменты, в основе которых лежат другие, более простые финансовые инструменты, как следствие, стоимость производного инструмента является производной величиной от стоимости лежащего в его основе инструмента». Хотелось бы отметить, что данное определение более корректно, так как далеко не все производные инструменты относятся к ценным бумагам.

Инструментом (активом), лежащим в основе какого-либо производного инструмента, могут являться денежные средства, товары, ценные бумаги, имущество, права, индексы, а также рыночные механизмы.

Перечень инструментов, относимых различными авторами к финансовым деривативам, очень широк. К ним, в частности, относят:

- фьючерсные контракты (фьючерсы);
- форвардные контракты (форварды);
- опционные контракты (опционы);
- своповые контракты (свопы);
- варранты;
- подписные права;
- депозитарные расписки;
- конвертируемые облигации и иные ценные бумаги;
- синтетические инструменты.

Многие из производных инструментов являются срочными контрактами. **Срочные контракты** — это заключаемые между сторонами контракты, требующие выполнения определенных действий в более поздний срок, при этом условия их выполнения оговариваются в момент заключения контракта. Виды срочных контрактов представлены в табл.14.1.

Таблица 14.1

Виды срочных контрактов

Признак	Виды	Контракты
По виду договора	На поставку	Фьючерсы, форварды, опционы
	На обмен	Свопы
По характеру обязательств	Твердые	Фьючерсы, форварды, свопы
	Условные	Опционы
По стандартизации	Биржевые	Фьючерсы, биржевые опционы и свопы
	Небиржевые	Форварды, небиржевые опционы и свопы

Форвардный контракт — это договор купли-продажи (поставки) какого-либо актива через определенный срок в будущем, все условия которого оговариваются сторонами сделки в момент его заключения.

Форвардный контракт заключается, как правило, с целью осуществления реальной сделки с базовым активом, в том числе для страхования одной из сторон от возможного неблагоприятного изменения цены базового актива в будущем. Заключение контракта не требует от сторон каких-либо расходов. Форвардный контракт не является стандартизированным, он заключается вне биржи, поэтому его относят к небиржевым срочным контрактам. В связи с этим вторичный рынок для него очень узок. Форвардный контракт является твердым, т.е. обязательным для исполнения. Отказаться от выполнения обязательств по форвардному контракту одна из сторон может лишь с согласия контрагента.

Форвардные контракты делятся на два класса: *обыкновенные* и *ликвидные*. Обыкновенные форвардные контракты включают *товарные* форварды и форварды *на ценные бумаги*. К ликвидным относятся *валютные* и *процентные* форварды.

Фьючерсный контракт — это форма форвардного контракта, разрешенного к заключению на бирже; это стандартный биржевой договор купли-продажи (поставки) биржевого актива через определенный срок в будущем по цене, согласованной сторонами сделки в момент ее заключения.

Фьючерсный контракт заключается на бирже, которая самостоятельно разрабатывает его условия. Гарантом исполнения контрактов является сама биржа. В связи с этим фьючерсные контракты достаточно ликвидны, для них существует емкий вторичный рынок, поскольку по своим условиям они одинаковы для всех его участников. Фьючерсный контракт является твердым, т.е. обязательным для исполнения.

Заключение фьючерсного контракта на условиях его покупателя называется «покупкой» контракта, а на условиях продавца — «продажей» контракта. Принятие обязательства по контракту называется «*открытием позиции*». Выполнение обязательств по контракту называется «*ликвидацией позиции*».

Фьючерсные контракты делятся на два класса: *товарные* и *финансовые* фьючерсы.

Товарные фьючерсы классифицируются по группам биржевых товаров: *сельскохозяйственное сырье* и *полуфабрикаты*, *лес* и *пиломатериалы*, *металлы* и *нефтегазовое сырье*. Финансовые фьючерсы делятся на четыре основные группы: *валютные* (базовый актив — конвертируемая валюта), *фондовые* (базовый актив — акции), *процентные* (контракты на изменение процентных ставок или на куплю-продажу облигаций) и *индексные* (контракты на изменение значений фондовых индексов).

Фьючерсная (форвардная) цена — это цена, которая фиксируется при заключении контракта. Она отражает ожидания сторон относительно будущей рыночной цены базового актива. Ситуация, когда фьючерсная цена выше текущей (в момент заключения контракта) рыночной цены базового актива (*цены «спот»*), называется *контанго* (премия), когда же фьючерсная цена ниже цены спот — то *бэквордейшн* (скидка). Разница между ценой спот и фьючерсной (форвардной) ценой на данный актив называется *базисом*. В зависимости от того, выше цена контракта цены спот или ниже, базис может быть положительным и отрицательным. Поскольку к моменту истечения срока контракта фьючерсная и спот цены равны, то базис становится равным нулю.

Опционный контракт — это договор купли-продажи актива, в соответствии с которым одна сторона получает право на покупку (либо продажу) базового актива через определенный срок в будущем по определенной в момент заключения цене. Соответственно, вторая сторона опциона обязуется продать (либо купить) базовый актив в будущем. За получение этого права первая сторона (покупатель опциона) уплачивает второй (продавцу) определенную сумму денег, называемую *премией*.

Поскольку покупатель опциона приобретает право, а не обязанность, опционные контракты относят к условным (необязательным для исполнения) сделкам.

Опционный контракт на покупку актива называется *опционом «колл»*, а на продажу — *опционом «пут»*.

Актив, который лежит в основе опциона, всегда имеет две цены: текущую рыночную цену (*цену «спот»*) и цену исполнения (*цену «страйк»*), зафиксированную в опционе, по который последний может быть исполнен.

Ценой самого опциона является его премия, а не цена актива, лежащая в основе опциона.

Если покупатель опциона может воспользоваться своим правом покупки или продажи базового актива в любое время до оговоренной в контракте даты (*даты «экспирации»*), то такой опцион называется *американским*. Если такое право предоставляется покупателю только на определенную дату в будущем — то *европейским*.

Опционы могут заключаться как на бирже (тогда условия договора стандартизированы), либо вне биржи.

Биржевые опционные контракты по механизму своего действия почти полностью аналогичны фьючерсным контрактам, они заключаются на те же активы, что и фьючерсные контракты. Небиржевые опционы по механизму своего обращения аналогичны ликвидным форвардным контрактам.

Небиржевые опционы делятся на *краткосрочные* (срок действия до одного года) и *долгосрочные*. К краткосрочным небиржевым опционам относятся опционы на долгосрочные опционы (например, *кэпционы*) и опционы на другие небиржевые срочные контракты, например, опционы на свопы (*свопционы*).

Долгосрочные опционы делятся на *однопериодные* и *многопериодные*. Однопериодные опционы — это опционы, момент расчета (или отказа от расчета) либо исполнения по которым совпадает с окончанием срока действия. Многопериодные опционы — это опционы, в течение срока действия которых существует несколько дат расчета (исполнения) опциона.

Своповый контракт — это договор мены, по которому стороны обмениваются своими обязательствами: активами и (или) связанными с этими активами выплатами в течение фиксированного периода.

Своп может состоять из единственного обмена на протяжении всего срока действия, но обычно он состоит из серии обменов и платежей через установленные промежутки времени. В этом смысле своп относят к *многопериодным* производным инструментам.

Существуют различные классификации своповых контрактов. Некоторые из них приведены в табл.14.2.

Таблица 14.2

Классификации своповых контрактов

Признак классификации	Виды контрактов
Базовый актив	Процентные, валютные, товарные, индексные, ипотечные, др.
Сроки	Спотовые, форвардные
Ставки	Простые, базисные
Суммы	Неизменные, амортизируемые, с увеличивающейся основной суммой
Комбинации	Свопционы, колларовые свопы, др.

В общем виде своп можно рассматривать как портфель форвардных контрактов, заключенных между двумя сторонами. Например, *процентный* своп состоит в обмене долгового обязательства с фиксированной процентной ставкой на обязательство с плавающей ставкой. При этом участвующие в свопе лица обмениваются только процентными платежами, но не базовыми активами. Платежи осуществляются в единой валюте. Лицо, которое осуществляет фиксированные выплаты по свопу, обычно называют *покупателем свопа*, лицо, осуществляющее платежи по плавающей ставке — *продавцом свопа*. С помощью свопа участвующие стороны получают возможность обменять свои обязательства с твердой процентной ставкой на обязательства с плавающей ставкой, и наоборот. Поскольку различные участники экономических отношений по-разному оценивают будущую рыночную конъюнктуру, то возникают и возможности осуществления таких обменов.

Соглашение о форвардной ставке (FRA) — соглашение между двумя сторонами, в соответствии с которыми они берут на себя обязательства обменяться на определенную дату в будущем платежами на основе краткосрочных процентных ставок, одна из которых является твердой, а вторая — плавающей. Соглашение о форвардной ставке относят к процентным своповым контрактам. Платежи по нему рассчитываются на основе контрактного номинала. Сторона, обязующаяся произвести платеж на основе фиксированной ставки, — покупатель, другая сторона — продавец соглашения. Осуществление сделки сводится к перечислению одним из контрагентов другой стороне суммы дисконтированной стоимости, исчисленной от номинала контракта, разности между ставкой, зафиксированной в соглашении, и спотовой ставки в момент истечения срока соглашения. В качестве ставки дисконтирования принимается спотовая процентная ставка, а период дисконтирования равен времени, на которое была рассчитана форвардная ставка, т.е. ставка, зафиксированная в контракте. В рамках соглашения осуществляется только один платеж в размере указанной суммы по окончании срока соглашения. Заключив соглашение, покупатель обеспечивает себе для соответствующего периода в будущем твердую процентную ставку, а продавец — плавающую. Если ставка спот превысит согласованную в контракте ставку, то продавец уплатит покупателю указанную выше сумму, в противном случае платеж будет производиться покупателем продавцу. Соглашение, как правило, заключается с банком и котируется на основе ставки LIBOR.

Варранты также относят к производным инструментам. Варрант очень похож на опцион колл, он дает покупателю право, но не обязанность приобрести определенный базовый инструмент (как правило, ценные бумаги какой-либо компании) по установленной цене (в этом случае она называется «*ценой подписки*» в отличие от терминов «цена исполнения» или «страйк» для опционов) в определенные сроки до даты экспирации или в эту дату.

Основная разница между варрантом и опционом колл состоит в том, что варранты технически выпускаются компанией — эмитентом ценных бумаг, в то время как опционы создаются решением сторон сделки. Кроме того, варранты обычно действуют примерно до пяти лет, а опционы — в течение более короткого времени (до двух лет).

Необходимо учитывать, что термин «варрант» используется как в международной, так и в российской практике, в зависимости от этого он означает разные инструменты. Варрант как право на покупку ценных бумаг — это термин международной практики.

Депозитарная расписка — это документ, подтверждающий право вкладчика на ценности (денежные средства, ценные бумаги и пр.), находящиеся на хранении в банке депозитории.

Существуют два основных вида депозитарных расписок: американские депозитарные расписки (далее АДР) и глобальные депозитарные расписки (далее ГДР). На практике единственным различием между АДР и ГДР является предназначенный для их размещения рынок: АДР выпускаются и размещаются на рынке США, ГДР — на рынках двух и более стран за пределами страны эмитента акций.

Депозитарные расписки представляют собой свободно обращаемые сертификаты, которые:

- выпускаются *банком-депозитарием*;
- подтверждают права собственности владельцев этих сертификатов на определенное количество акций иностранных эмитентов;
- сами акции депонируются (находятся на хранении) в банке депозитории или *банке-кастоди*.

Владельцы АДР и ГДР имеют те же права, что и владельцы акций, лежащих в их основе:

- 1) право получать дивиденды;
- 2) право участвовать в собраниях акционеров или передавать право голоса по доверенности;
- 3) право получать годовые отчеты и другую важную информацию.

Далее более подробно остановимся на АДР. АДР выпускаются американским банком депозитарием, имеют номинал в долларах США и разрешены к обращению на американском рынке. Выпуск и обращение АДР регулируются Комиссией по ценным бумагам и биржам США (SEC).

В зависимости от участия эмитента акций, лежащих в основе АДР, различают *спонсируемые* и *неспонсируемые* АДР. Неспонсируемые АДР не требуют согласия или участия эмитента акций и могут быть выпущены банком-депозитарием только на акции, уже находящиеся в обращении. Инициаторами выпуска неспонсируемых АДР являются держатели крупных пакетов акций или сам банк депозитарий, ожидающий спрос на такие расписки со стороны инвесторов.

Выпуск спонсируемых АДР производится по инициативе самого эмитента акций, лежащих в их основе. Существуют четыре типа программ по выпуску спонсируемых АДР. Они различаются уровнем допуска АДР к размещению и обращению среди американских инвесторов и соответственно уровнем требований со стороны SEC:

1. АДР I уровня.
2. АДР II уровня.
3. АДР III уровня.
4. АДР частного размещения, выпускаемые по правилу 144-А.

Сравнительная характеристика уровней АДР приведена в табл.14.3.

К производным также относятся **синтетические инструменты**. Это такие инструменты, которые создаются путем комбинирования других инструментов так, чтобы воспроизвести совокупность денежных потоков, создаваемую реальными инструментами. Наиболее очевидная причина создания синтетических инструментов состоит в том, что они более эффективны по затратам, нежели реальные инструменты.

Рассмотрим более подробно схему торговли фьючерсными контрактами.

Сравнительная характеристика уровней АДР

	АДР I уровня	АДР II уровня	АДР III уровня	АДР по правилу 144-А
Базовый актив	Существующие акции		Акции новых эмиссий	
Привлечение капитала	Не обеспечивают		Обеспечивают	
Дополнительные требования к раскрытию информации	—		+	
Организатор торговли	ОТС (Внебиржевой рынок)	Биржевой рынок, листинг на любой бирже США		ОТС (Внебиржевой рынок)
Тип инвесторов	Уполномоченные международные инвесторы	Любые институциональные и индивидуальные инвесторы		Крупные профессиональные и неамериканские

Основным участниками фьючерсного рынка являются хеджеры и спекулянты. *Хеджеры* — производители и поставщики, продающие и покупающие фьючерсные контракты, чтобы исключить рискованную позицию на спотовом рынке. Осуществляя свой обычный бизнес, они или производят, или потребляют базовый актив. Таким образом, хеджирование имеет своей целью уменьшение рыночного риска неблагоприятного изменения цены базового актива. *Спекулянты* покупают и продают фьючерсы только с целью получения выигрыша, закрывая свои позиции по лучшей цене по сравнению с первоначальной. Они не потребляют и не производят базовый актив, осуществляя свой обычный бизнес.

Торговля фьючерсами осуществляется на фьючерсных биржах, члены которых выступают в качестве биржевых брокеров. Каждая фьючерсная биржа имеет ассоциированную с ней расчетную палату, которая после совершения сделки становится продавцом для покупателя и покупателем для продавца.

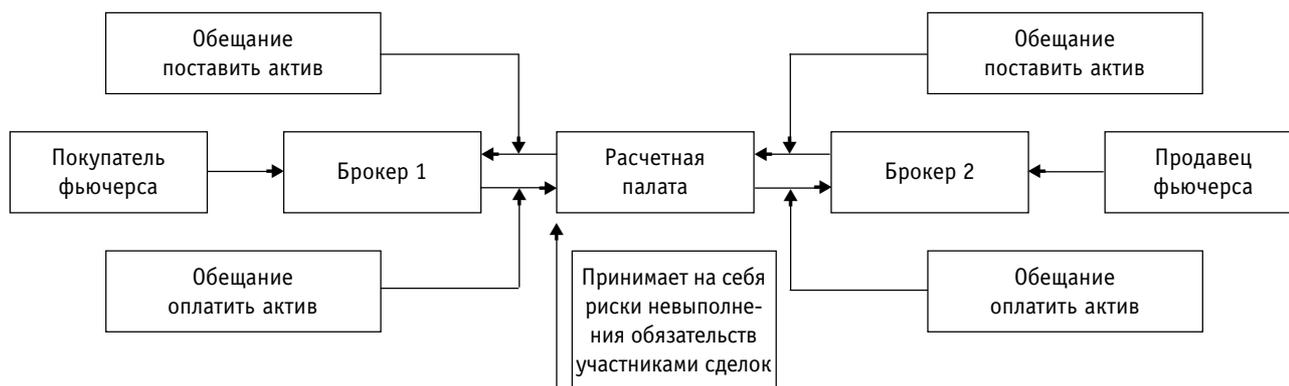


Рис. 14.1. Схема торговли фьючерсными контрактами

В целях защиты расчетной палаты от потенциальных потерь:

- 1) брокеры требуют, чтобы покупателями и продавцами были внесены первоначальные гарантийные взносы — операционная маржа (составляет обычно 5–15% стоимости контракта);
- 2) осуществляется ежедневный клиринг счетов покупателей и продавцов. Клиринг — процедура изменения суммы на счете инвестора с целью отражения изменения рыночной цены фьючерса;
- 3) расчетная палата и брокеры требуют поддержания каждый день покупателями и продавцами определенной маржи.

Итак, при открытии позиции инвестору открывается счет в брокерской фирме, на который вносится первоначальная маржа. В результате проведения клиринга сумма, находящаяся на счете инвестора, может уменьшаться, что потребует ее пополнения до определенного уровня. Поддерживающая маржа — минимальная сумма, которая должна находиться на счете инвестора (определяется как некоторая доля первоначальной маржи) в течение времени действия контракта (обычно 65–75% от первоначальной маржи). Если сумма, находящаяся на счете инвестора, становится меньше данного уровня, то инвестор получает от брокера требование сделать дополнительный взнос, т.е. внести вариационную маржу. При невыполнении инвестором этого требования брокер может закрыть его позицию с помощью противоположной сделки.

Таким образом, фьючерсный контракт заменяется каждый день посредством:

- изменения суммы на счете инвестора;
- составления нового контракта, цена которого равна текущей рыночной цене.

Направления использования фьючерсов:

- для создания механизма хеджирования для производителей товаров и их клиентов;
- распределение средств по классам активов;
- арбитраж.

Хедж производителя (длинный хедж). Если производитель уже владеет каким-либо активом, но желает продать его в какое-то время в будущем или защитить его стоимость от падения цены, он может продать фьючерсный контракт.

Хедж потребителя (короткий хедж). Если кому-либо необходимо приобрести базовый актив, но требуемых для покупки средств сейчас не имеется или потребителю не нужна поставка этого актива ранее некоторого срока, основным поводом для беспокойства покупателя будет возможность повышения цены базового актива к тому времени, когда он будет действительно готов к принятию поставки. В этом случае он может купить фьючерсный контракт.

Длинный хедж предполагает длинную позицию по базовому активу, а не длинную позицию по фьючерсу (которая возникает в случае короткого хеджа), а короткий хедж предполагает длинную позицию по фьючерсу и (соответственно технически) короткую позицию по базовому активу.

Арбитражные операции могут проводиться путем заключения сделок на базовый актив и фьючерс, когда считается, что цена одного из этих инструментов завышена по отношению к другому.

В заключение рассмотрим вопросы ценообразования производных финансовых инструментов.

Ценообразование фьючерсов. Пусть цена спот актива $P_{\text{спот}}$. Владелец актива продает фьючерсный контракт по цене $P_{\text{фьюч}}$. Как соотносятся эти две цены?

1. Если рыночная ставка $r\%$, то деньги, полученные при продаже актива, могли бы принести $rP_{\text{спот}}$ дополнительно, поэтому:

$$P_{\text{фьюч}} = P_{\text{спот}} + rP_{\text{спот}}$$

2. Если затраты на хранение, страхование и т.п. актива составляют $k\%$, то:

$$P_{\text{фьюч}} = P_{\text{спот}} + rP_{\text{спот}} + kP_{\text{спот}} \text{ (для товарных фьючерсов).}$$

3. Если актив приносит доход в размере $m\%$, то:

$$P_{\text{фьюч}} = P_{\text{спот}} + rP_{\text{спот}} - mP_{\text{спот}} \text{ (для финансовых фьючерсов).}$$

4. В общем случае:

$$P_{\text{фьюч}} = P_{\text{спот}} + rP_{\text{спот}} + kP_{\text{спот}} - mP_{\text{спот}}$$

Особо можно рассмотреть валютные фьючерсы. Они оцениваются исходя из принципа паритета процентных ставок и валютного курса. Пусть рассматриваются две альтернативы:

- 1) инвестировать в рубли под процентную ставку r_1 ;
- 2) инвестировать в доллары под процентную ставку r_2 .

Пусть обменный курс K руб./\$. Инвестируя 1 руб. в случае (1), получим 1 руб. $\times (1 + r_1)$, в случае (2) 1 руб. / $K \times (1 + r_2)$. Тогда цена фьючерсного контракта на поставку доллара (в руб./\$) связана следующим соотношением:

$$1 \text{ руб.} \cdot (1 + r_1) = \frac{1 \text{ руб.}}{K} (1 + r_2) P_{\text{фьюч}}, P_{\text{фьюч}} = K \frac{1 + r_1}{1 + r_2}$$

Ценообразование опционов. Четыре фактора (а для опционов на акции и облигации пять факторов), лежащих в основе цены опционов: процентные ставки; дивиденды; внутренняя стоимость; время до окончания действия; изменчивость базового актива. Премия по опциону состоит из двух частей: внутренней стоимости и временной стоимости. Внутренняя стоимость — любая реальная стоимость (т.е., если бы опцион был исполнен сегодня, это был бы размер прибыли от разницы между ценой страйк и рыночной ценой базовой ценной бумаги), включенная в премию по опциону. Если опцион имеет внутреннюю стоимость, говорят, что он «при деньгах», но если он

не имеет внутренней стоимости (т.е. это отрицательная величина), то говорят, что он «без денег». Временная стоимость — часть премии, остающаяся после вычитания из нее внутренней стоимости. Временная стоимость отражает готовность инвестора заплатить премию за остаток риска того, что опцион приобретет внутреннюю стоимость с текущего момента до момента экспирации.

Ценообразование варрантов. Варранты, по сути, то же самое, что и опционы, и, следовательно, для расчета их цены применяются те же модели. Варрант «глубоко при деньгах» (с очень высокой внутренней стоимостью) может иметь очень маленькую или нулевую временную стоимость, и, следовательно, его цена будет меняться пункт в пункт с изменением цены базового инструмента, в то время как в начале его существования между ценами этих двух инструментов была незначительная корреляция. Такое явление называется *эффектом финансового рычага*. Эффект финансового рычага уменьшается по мере увеличения внутренней стоимости, и наоборот.

Контрольные вопросы

1. Сформулируйте определение производных финансовых инструментов.
2. Сформулируйте определение срочного контракта.
3. Какие виды срочных контрактов Вам известны?
4. Проведите сравнительный анализ форвардов и фьючерсов.
5. Опишите основные принципы организации фьючерсной торговли.
6. Что такое начальная, поддерживающая, вариационная маржа?
7. Сформулируйте определения опциона, варранта.
8. В чем состоит основная разница между опционами и варрантами.
9. Назовите и охарактеризуйте основных участников рынка срочных контрактов.
10. Укажите направления использования производных финансовых инструментов.
11. Опишите модели ценообразования товарных, финансовых и валютных фьючерсов.
12. Сформулируйте базовые принципы ценообразования опционов и варрантов.
13. Что представляют собой депозитарные расписки?
14. Какими правами наделены владельцы депозитарных расписок?
15. Какие существуют уровни АДР и в чем их отличие?

ТЕМА 15. РИСК, ХЕДЖИРОВАНИЕ И ДИВЕРСИФИКАЦИЯ

Инвестирование на рынке ценных бумаг не может не сопровождаться риском. Каждому виду инвестиции присущ собственный уровень риска. Известно большое число определений понятия «риск». Это говорит об объективной сложности и многогранности характеризуемого явления.

Риск определяют как:

- потенциальную вариацию последствий принимаемых решений;
- возможность отклонения реального результата от желаемого;
- возможность ущерба.

Для рынка ценных бумаг больше подходит определение риска как вероятности уровня потерь того или иного вида. Для понимания сущности риска необходимо знать его виды. На рынке ценных бумаг существуют два основных вида рисков: системные и несистемные.

Системный риск — риск, который зависит от системы фондового рынка. Величину данного риска нельзя изменить, применяя тактику диверсификации, т.е. вложения в различные виды ценных бумаг. Поскольку системный риск как риск падения рынка ценных бумаг в целом присущ всем обращающимся на нем фондовым ценностям, то он является недиверсифицируемым, т.е. не снижается при изменении или расширении направления вложений.

Системный риск имеет следующие разновидности:

1. **Инфляционный риск.** Покупая ценные бумаги, инвестор испытывает воздействие инфляции. В результате доходы, получаемые инвесторами от ценных бумаг, обесцениваются с точки зрения реальной покупательной способности и инвестор несет потери. Примером инфляционного риска может служить ситуация на рынке ГКО/ОФЗ в 2000 г., когда годовой темп инфляции превысил доходность по некоторым выпускам облигаций и реальные ставки стали отрицательными.

2. **Риск законодательных изменений.** В обществе всегда существует возможность радикального изменения курса, особенно при избрании нового Президента, Думы, Правительства. Следовательно, возникает возможность отказа Правительства выполнять ранее принятые обязательства по определенным фондовым инструментам или задержка в выполнении этих, перерегистрации выпусков ценных бумаг; изменения инвестиционного климата при введении новых налоговых, торговых и иных правил. Это риск, появляющийся при внесении изменений в законодательную базу, а также курса реформ. Яркие примеры возникновения данного риска можно найти на протяжении всей истории России: Декрет ВЦИК от 3 февраля 1918 г. «Об аннулировании государственных займов», который гласит: «...Все государственные займы, заключенные правительствами российских помещиков и российской буржуазии, перечисленные в особо публикуемом списке, аннулируются (уничтожаются)...». Также в 1922–1957 гг. В СССР было выпущено около 60 облигационных займов, в 1957–1990 гг. — 5. Практически по всем займам для населения, выпущенным за этот период, была произведена конверсия в облигации с более длительным сроком погашения и меньшими процентными ставками (например, вместо 10 лет — 20, вместо 6% — 3% и т.п.).

3. **Процентный риск.** Финансовый рынок характеризуется колебанием движения рыночной цены, т.е. изменением процента. Таким образом, оперируя на рынке ценных бумаг, нельзя не испытывать влияние кредитного, валютного и иных секторов финансового рынка, которые определяют общий процент по вложенным в финансовые активы средствам. Примером возникновения данного вида риска могут служить разрывы в сроках активов и пассивов Центрального банка при фиксированных ставках и т.д.

4. **Риск на рынке «быков» и «медведей»** является неотъемлемой чертой фондового рынка и возникает при чередовании периода повышательного тренда фондового рынка (рынка «быка») и понижительного тренда (рынка «медведя»). Появление потерь, связанных с изменением тенденции в движении рынка, представляет собой составляющую часть рыночного риска, т.е. риска потерь от снижения стоимости ценной бумаги в связи с общим падением рынка.

5. **Риск военных конфликтов** определяется военными действиями, проводимыми на той или иной территории и приводящими к нарушению функционирования организованных рынков, в том числе и фондовых. Как правило, государство приостанавливает работу бирж, запрещает сделки с ценными бумагами и т.д.

Несистемный риск — диверсифицируемый. Он связан с особенностями каждой конкретной ценной бумаги, квалификацией операторов, работающих с ценными бумагами, применяемой системой расчетов.

Составляющие несистемного риска более сложные. В нем выделяют:

1. **Риск объектов инвестирования.** В основном зависит от эмитента и определяется уровнем его доходности и способности к выплате дохода по ценной бумаге. Таким образом, риск объекта инвестирования зависит от возможности наступления события случайного характера и потерь от вложений в ценные бумаги данного эмитента.

Бизнес-риск возникает в связи с отклонением от ожидаемых результатов деятельности предприятия и связан с активной частью баланса. Этот риск на уровне отдельно взятой фирмы оценивается при экспертном анализе финансового состояния компании — эмитента ценных бумаг, организованных условий и позиций инвестора на рынке. При проведении исследований на уровне отдельных фирм крупнейшие рейтинговые агентства ориентируются на следующие показатели в расчете на одну акцию: объем продаж, общий доход, амортизация, уплаченные налоги, зарплата работников, рабочий капитал и капиталовложения. Кроме того, ими учитываются такие показатели, как отношение цены к прибыли, дивиденды в процентах к сумме продаж, прирост дивидендов, прирост прибыли к активам.

Финансовый риск возникает по результатам вложений предприятия-эмитента, т.е. связан с эффективностью управления пассивом баланса.

Риск невыплаты дивидендов является частным случаем общего вида. Риск, связанный с индивидуальным положением инвестора в компании, анализируется на основе изучения прав, предоставляемых инвестору (уровень дивидендов, количество выплат, имеет ли инвестор право голоса при решении важнейших вопросов стратегии, приоритетность его требований по отношению к держателям других ценных бумаг данной компании); рыночная позиция данной акции (ее

популярность, объем выпуска, дополнительные и последующие выпуски, история обращения на рынке). Как правило, невыплата дивидендов связана не с отсутствием прибыли, а с нежеланием администрации их выплачивать и с невозможностью для отдельного акционера потребовать прибыли.

Риск предприятия связан с типом стратегии поведения предприятия на рынке. Данное предприятие может быть консервативного типа (т.е. оно не придерживается стратегии расширения и универсализации, а использует выгоду от максимальной специализации своих работ, качества предоставляемой продукции, сотрудничества со стабильной клиентурой). Предприятию агрессивного типа (выбравшего путь расширения и универсализации, освоения новых типов и продуктов) присущ другой тип риска. Предприятие умеренного типа сочетает в себе консервативный и агрессивный типы риска. Управленческий риск определяется квалификацией менеджеров, осуществляющих управление предприятием. Ошибки, допущенные бизнес-менеджером, могут привести к ущербу тех, кто вложил средства в ценные бумаги данного эмитента.

Риск ликвидности связан с возможностью потерь при реализации ценной бумаги из-за изменения оценки ее качества. Снижение предполагаемой цены реализации ценной бумаги или изменение размера комиссионных за его реализацию представляют собой источник риска ликвидности. Неликвидные активы, как правило, не являются высокодоходными и требуют существенного снижения цены при реализации.

Кредитный риск — риск того, что выпустивший ценные бумаги окажется не в состоянии платить по ним. Предварительный анализ кредитоспособности клиента существенно снижает кредитный риск.

Валютный риск связан с вложением в ценные бумаги, деноминированные в иностранной валюте, и возникает при изменении курса валюты.

Конвертируемый риск появляется при переводе облигаций или привилегированных акций в обыкновенные акции.

Промышленный риск представляет собой риск, при котором различные компании, конкурирующие между собой с целью изыскания новых рынков сбыта для однородных товаров, при завоевании рынка затрачивают дополнительные финансовые ресурсы, что снижает доходность инвестиций: при расширении сектора продаж эти затраты окупаются, в противном случае появляется источник инвестиционного риска.

Катастрофический риск, приводящий к банкротству, потере инвестиций или даже имущества предпринимателя, является результатом крупных ошибок предпринимателей и редко рассматривается в качестве инвестиционных решений.

2. Риски, связанные с направлением инвестирования. К этой группе рисков относятся следующие.

Страновой риск — риск вложений в ценные бумаги стран с неустойчивым фондовым положением. Страновой риск анализируется при инвестициях в фондовые ценности иностранных государств. При этом оцениваются риски: политические, социальные, экономические, регистрации прибыли, а также налоговый климат и т.д.

Политический риск возникает и усиливается из-за эксплуатации сильной политической группы по сравнению с более слабой. Внешние инвесторы сталкиваются с международным политическим риском в том случае, если происходит изъятие из обращения активов и одновременное контролирование валютного обмена, в связи с чем иностранные инвесторы не могут забрать свой капитал. Их также отпугивают несоразмерные налоги, пошлины, требования, которые местные власти им выдвигают, риск вложения средств в ценные бумаги эмитентов, находящихся под юрисдикцией страны с неустойчивым социальным и экономическим положением. Поэтому большое значение в развитии экономики и особенно законодательства страны играет гарантия самого государства. Страновые риски наиболее очевидны при кредитовании банком зарубежных правительств и их ведомств, поскольку возврат таких кредитов обычно ничем не обеспечен.

Региональный риск возникает не только в связи с различным экономическим положением районов, уровнем развития фондового рынка, технологией торговли ценными бумагами, взаимосвязью с центральными фондовыми рынками, но и с особенностями налогового климата, действий местной администрации и т.д. В частности, к немаловажным факторам риска можно отнести экологическое положение в регионе: возможность аварий, экологических катастроф.

Отраслевой риск связан с особенностями отдельных отраслей. Анализ отраслевого риска состоит из трех частей:

- определение стадии жизненного цикла отрасли. Здесь выделяют отрасли, подверженные циклическим колебаниям, менее подверженные циклическим колебаниям отрасли, стабильно работающие отрасли, быстро растущие молодые отрасли;
- установление позиции отрасли в отношении делового цикла и макроэкономических условий;
- качественный анализ и прогнозирование перспектив развития отрасли.

Оценка цикличности развития отрасли основана на сравнении ее динамики развития с общеэкономическими тенденциями. Данный анализ позволяет предвидеть дальнейшие события в зависимости от прогнозирования роста процентных ставок и общеэкономической конъюнктуры. По указанным материалам делаются выводы о перспективности вложения средств в предприятия данной отрасли и о риске, который несет инвестор, вкладывая свои средства в корпорации, занимающиеся данным видом деятельности. Отраслевые риски проявляются в изменениях инвестиционного качества и курсовой стоимости ценных бумаг, соответствующих потерях для инвестора, в зависимости от принадлежности отрасли к тому или иному типу и правильности оценки инвесторами данных факторов.

Селективные риски — это риски, связанные с деятельностью оператора на рынке ценных бумаг, который неверно осуществляет селекцию или выбор ценных бумаг во временном или качественном аспекте.

3. Особого внимания заслуживает **портфельный риск**. Комбинация ценных бумаг в портфеле должна оптимальным образом обеспечивать цель портфельного инвестирования. Наилучший результат может дать только определенный подбор ценных бумаг. Всегда существует риск, при котором оператор, менеджер портфеля не обеспечат его качественного формирования.

4. **Временной риск** — это риск выпуска, покупки или продажи ценной бумаги в неоптимальное время, что обуславливает вероятность определенных потерь. Приближение к максимальному значению курсов служит сигналом к продажам, а минимальному — к покупкам.

5. **Технический риск** связан с сервисным обслуживанием операций с ценными бумагами. Он включает следующие разновидности.

Риск поставки — невыполнение обязательств по поставке ценной бумаги, поставка не принадлежащей продавцу ценной бумаги. Поскольку акции многих эмитентов размещены в бездокументарной форме, то весьма распространенной разновидностью риска поставки является невключение в реестр держателей ценных бумаг.

Риск платежа — это оборотная сторона риска поставки. Действующая система расчетов позволяет не платить в течение определенного периода времени за приобретение фондовых ценностей.

Клиринговый риск представляет собой риск, возникающий в связи с ошибками в исчислении чистой позиции; переводе денег и т.д., т.е. при функционировании клиринговой системы.

Операционный риск в современных условиях в основном связан с непрофессионализмом технического персонала, осуществляющего поручения с допускаемыми нарушениями в технологии операций с ценными бумагами; возможен и риск потерь в результате сбоя в работе компьютерных систем.

Риск перевода определяется возможностью страны перевести средства в конвертируемой валюте.

Для оценки рисков используются следующие методы:

- расчет фактических показателей рисков;
- экспертные оценки рисков, основанные на опросах экспертов (качественный анализ) и анализе финансово-хозяйственной деятельности субъектов, риски которых оцениваются (количественный анализ — системы раннего предупреждения, рейтинговые шкалы, бальные и др.). К этому же методу относится оценка концентраций риска;
- статистические методы и математические модели.

Существует большое количество различных математических моделей, с помощью которых можно оценивать риск. Рассмотрим некоторые из них.

1. **Рыночная модель** описывает изменение доходности ценной бумаги в зависимости от влияния рыночного индекса, такого например, как широко известный S&P500.

2. **Модель Марковица.** Основная идея модели заключается в том, чтобы статистически рассматривать будущий доход, приносимый финансовым инструментом, как случайную переменную. Тогда, если неким образом определить по каждому инвестиционному объекту вполне определенные вероятности наступления событий, можно получить распределение вероятностей получения дохода по каждой альтернативе вложения средств. Для упрощения эта модель предполагает, что вероятности распределены нормально. С помощью данной модели определяются показатели, характеризующие объем и риск инвестиций, что позволяет сравнивать между собой различные альтернативы вложения капитала с точки зрения поставленных целей и тем самым создать масштаб для оценки различных комбинаций. С методологической точки зрения модель Марковица можно определить как практически-нормативную, что, конечно, не означает навязывание инвестору определенного стиля поведения на рынке ценных бумаг. Задача модели заключается в том, чтобы показать, как поставленные цели достижимы на практике. Диверсификация — стратегия, предполагающая включение в портфель относительно большого числа различных активов с целью снизить чувствительность портфельного дохода к изменениям доходности отдельных активов. Причина диверсификации — в попытке распределить риск по портфелю, поскольку с каждой ценной бумагой и с каждой отраслью связаны свои риски. Диверсификация портфеля снижает риск, поскольку общая сумма рисков по каждой ценной бумаге в портфеле не равна риску по портфелю в целом. Основные тезисы теории Марковица: 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 означает и снижение доходности; при снижении риска доходы от портфеля должны быть оптимизированы.

3. **Индексная модель Шарпа.** На практике, при сравнении большого числа ценных бумаг применить модель Марковита трудно, поэтому Шарпом предложена индексная модель. Он не разработал нового метода составления портфеля, а упростил проблему таким образом, что приближенное решение может быть найдено со значительно меньшими усилиями. Шарп ввел так называемый В-фактор, который играет особую роль в современной теории портфеля В индексной теории Шарпа используется тесная корреляция между изменениями курсов отдельных акций и при помощи прогнозной оценки значения индекса можно определить ожидаемый курс акций и совокупный риск каждой акции в форме совокупной дисперсии.

4. **Модель оценки финансовых активов (САРМ).** Это описательная модель формирования цен. Наиболее важная черта этой модели заключается в том, что ожидаемая доходность актива увязывается со степенью рискованности этого актива, измеряемой коэффициентом «бета». В САРМ рассматривается предельный случай — все инвесторы обладают одной и той же информацией и по-одинаковому оценивают перспективы ценных бумаг. Рынки ценных бумаг являются совершенными рынками в том смысле, что в них нет факторов, которые бы препятствовали инвестициям. Такие потенциальные препятствия, как ограниченная делимость, налоги, операционные издержки, и различия между ставками безрискового заимствования и кредитования считаются отсутствующими. Это позволяет сместить фокус рассмотрения с того, как следует инвестору размещать свои средства, на то, что произойдет с курсами ценных бумаг, если все инвесторы будут поступать одинаково. Исследуя коллективное поведение всех инвесторов на рынке, можно выявить характер конечной равновесной зависимости между риском и доходностью каждой ценной бумаги. Инвесторы различаются лишь размерами осуществляемого ими безрискового заимствования или кредитования. Общий для всех инвесторов портфель (рыночный портфель) включает все ценные бумаги, причем доля каждой ценной бумаги равна отношению ее рыночной стоимости к суммарной рыночной стоимости всех ценных бумаг. Согласно САРМ, подходящей мерой риска ценной бумаги является ее ковариация с рыночным портфелем. Альтернативной мерой риска, вносимого ценной бумагой в рыночный портфель, является коэффициент «бета» этой бумаги.

Значительная часть процессов, происходящих в рыночной экономике, не поддается заведомому суждению о будущих результатах. Единственный способ научного предвидения в этих случаях заключается в статистическом анализе рынка, дающем возможность на основании прошлых результатов обнаружить устойчивые тенденции и количественные взаимосвязи

отдельных рыночных звеньев и элементов. Суть статистического метода заключается в том, что изучается статистика потерь и прибылей, имевших место при данном и аналогичном инвестиционных решениях, устанавливается величина и частота получения той или иной экономической отдачи, а затем проводится вероятный анализ и составляется прогноз для будущего инвестиционного проекта.

Хеджирование — процесс, направленный на снижение риска по основной инвестиции. Принципиальное отличие между хеджированием и диверсификацией состоит в том, что последняя снижает чувствительность портфельного дохода к специфическому риску, а хеджирование снижает чувствительность к систематическому риску. С точки зрения Марковица, полный хедж создается тогда, когда позиции по двум инструментам приводят к противоположной корреляции и соответственно, с точки зрения цены, движутся в противоположных направлениях. Все производные инструменты являются естественными продуктами для использования при хеджировании. К альтернативным инструментам хеджирования относятся различные ценные бумаги сходного качества, цены на которые меняются более или менее согласованно, но необязательно с одинаковой скоростью. Продажу акций одного эмитента с одновременной покупкой акций другого эмитента сходного качества можно считать частичным хеджированием.

Основы управления портфелем ценных бумаг. Существуют два основных подхода к формированию портфеля инвестора: «сверху вниз» и «снизу вверх». Первый из них начинается с рассмотрения потенциала эффективности валюты и в конечном итоге заканчивается отбором конкретных инвестиций, а второй заключается в отборе отдельных ценных бумаг для заключения сделок до рассмотрения всех прочих соображений.

Если следовать подходу «сверху вниз», все начинается с изучения макроэкономических вопросов. При проведении экономических исследований изучается огромное количество информации и статистики и путем моделирования результатов и выдвижения предположений по поводу моделей роста делается попытка оценить уровень инфляции в стране, изменения в денежном обращении, вероятные потребности государства в финансировании, потенциальные ограничения и направление изменения процентных ставок, а также вероятное воздействие на международные валютные курсы. В результате этого исследования выдвигаются предположения по поводу вероятного изменения цен на облигации и определяется потенциал изменения цен на акции в сравнении с возможной доходностью.

Поскольку на деле каждый рынок капитала конкурирует со всеми остальными рынками капитала, следующая стадия — анализ стран. При этом экономисты делают сравнительный анализ данных по другим странам, поскольку международные инвесторы стремятся к наивысшей доходности своих инвестиций в пересчете на свою национальную валюту.

После того как при помощи исследования выявлены различные элементы риска на уровне стран, необходимо уделить внимание анализу отраслей в рамках каждой страны.

В связи с этим предметом инвестиционных исследований здесь будет этап, на котором та или иная отрасль находится в данный момент, и потенциал роста для отраслей. Кроме того, у разных отраслей циклы имеют разную продолжительность и приносят разный доход и прибыль на задействованный капитал. Также рассматриваются действия правительства, например налоги, субсидии и т.д., альтернативные продукты, затраты на финансирование, денежные потоки и наличие нового капитала.

После проработки всех этих моментов следующий уровень исследований — это анализ компаний, при котором изучаются не только все вышеупомянутые факторы, но также и финансовые аспекты и финансовая и будущая коммерческая жизнеспособность самой компании. Пожалуй, самый важный элемент в этом анализе — это результаты деятельности компании в прошлом и качество руководства, а также прогнозы на будущее по поводу деятельности компании и качества руководства. Как видно из предыдущих замечаний, этот уровень является отправной точкой для подхода «снизу вверх».

Что касается анализа продуктов для инвестирования, считается, что в целом имеются два четких подхода к конкретному отбору: **технический и фундаментальный анализ**. Последний проводится на основе уже упомянутых факторов. Доступные подробные финансовые показатели используются для расчета широкого спектра коэффициентов. Исходя из этих коэффициентов аналитик определяет ряд норм прибыли и роста и может оценить в цифрах будущую доходность компании.

В техническом анализе используются графический и математический подходы к анализу изменения цен в прошлом. Этот анализ основывается на базовом предположении, что модели изменения цены повторяются и различимы. Здесь требуется сбор и изучение огромного объема данных. Затем цены изображаются графически с использованием графика с осями *x* и *y* для характеристик цены и времени. По сути, технические аналитики занимаются поиском тенденций («трендов») и поворотных моментов в этих трендах. Также важно изучить степень изменчивости (крайние значения изменения цены за определенные промежутки времени) и то, что известно под названием «среднее скользящее значение» (т.е. придание более поздним ценам большего веса по сравнению с более ранними).

Существенные различия в этих двух подходах заключаются в следующем: технический анализ исходит из того, что история цен имеет важнейшее значение для определения вероятных будущих цен, в то время как фундаментальный анализ основывается на расчете будущей стоимости (и ее дисконтировании до текущей стоимости), исходя из убеждения, что то, что происходило раньше, не оказывает влияния на вероятные будущие цены. И хотя эти подходы диаметрально противоположны, в практике торговли фундаментальный анализ, как правило, используется для принятия долгосрочных инвестиционных решений, а технический — для определения времени осуществления инвестиции (покупки или продажи).

Структура портфеля. Структура портфеля полностью зависит от требований к инвестициям выгодоприобретателя (бенефициара) портфеля. Подход к созданию портфеля и консультированию по вопросам инвестиций формируется с учетом потребностей, целей и требований бенефициара.

Наиболее важные факты, которые необходимо определить с самого начала, это: хочет ли или нуждается ли клиент в регулярном доходе от портфеля; хочет ли он, возможно, по соображениям личного налогообложения, иметь только прирост капитала и не иметь других доходов; хочет ли он прироста капитала в краткосрочном или долгосрочном плане; есть ли у него или собирается ли он иметь какие-либо краткосрочные капитальные обязательства (этим может определяться объем близких к наличности активов в портфеле); хочет ли он иметь сочетание дохода и прироста капитала или, возможно, небольшой постоянный доход от портфеля; и будут ли установлены какие-либо инвестиционные лимиты или ограничения по странам, валютам, секторам, типам компаний, типам продуктов и т.д., которые необходимо учесть. Наконец, управляющий должен выяснить отношение клиента к риску, например, хочет ли он портфель с низкой, средней или высокой степенью риска.

При любом портфеле почти наверняка будет необходимость в некоторой сумме денег на депозите. Этим преследуются две цели: если клиенту срочно потребуются средства, управляющему его инвестициями не понадобится продавать ценные бумаги, особенно если на рынке в данный момент не очень благоприятная ситуация и если управляющий найдет ценную бумагу, которую он особенно хотел бы приобрести (возможно, новый выпуск), опять же ему не придется продавать другие бумаги.

Далее, в качестве своего рода защитного механизма в портфель, скорее всего, войдут облигации. Это будет часть портфеля с низкой степенью риска, которая также будет приносить доход и, возможно, небольшой прирост капитала в долгосрочном плане.

В более крупных портфелях может также находиться недвижимость (т.е. здания). Этот актив может приносить определенный доход (т.е. арендную плату), а также средне- и долгосрочный прирост капитала.

Если двигаться вверх по шкале риска, следующая часть портфеля, возможно, будет состоять из долевых ценных бумаг (обыкновенных акций). Здесь может иметься ряд различных компаний из разных отраслей, что должно обеспечить разнообразную смесь из качественных бумаг, приносящих долгосрочный доход, и более рискованных акций, выпущенных для оздоровления компании, и акций новых выпусков.

Производные инструменты также нередко используются в портфеле. В некоторых случаях — для снижения риска, т.е. покупка опционов пут; продажа опционов колл (для получения дополнительного дохода); или использование фьючерсов для защиты позиций (вместо того чтобы продавать акции и платить налоги), или для переключения с одного класса активов на другой (также называется распределением средств по классам активов).

Производные инструменты могут также включаться для повышения степени риска за счет эффекта финансового рычага для части инвестиционного портфеля.

В целом, хотя результат во многом зависит от целей клиента, типичный портфель может выглядеть следующим образом (табл.15.1).

Таблица 15.1

Пример типичного портфеля инвестора

Актив	Доля, %
Денежные средства на депозите	4
Облигации с фиксированным доходом (включая конвертируемые)	20
Недвижимость (здания)	10
Акции национальных компаний	40
Акции зарубежных компаний	26
Итого	100

Примечание. Производные инструменты включены в соответствующие разделы

Контрольные вопросы

1. Как можно определить термин «риск»?
2. В чем принципиальное различие между системным и несистемным рисками?
3. Какие разновидности системного риска можно выделить?
4. Из каких составляющих формируется несистемный риск?
5. В чем состоит понятие и цель диверсификации?
6. Какие Вам известны модели оценки рисков?
7. В чем состоят основные тезисы теории Марковица?
8. На каких предпосылках основана модель оценки финансовых активов?
9. В чем принципиальное различие диверсификации и хеджирования?
10. Назовите основные инструменты хеджирования.
11. Что означает подход к инвестированию «сверху вниз»?
12. Опишите основные различия между техническим и фундаментальным анализом.
13. Опишите простую структуру инвестиционного портфеля.

СЛОВАРЬ ТЕРМИНОВ

Акционерное общество — коммерческая организация, уставный капитал которой разделен на определенное число акций, удостоверяющих обязательственные права участников общества (акционеров) по отношению к обществу.

Акционерный инвестиционный фонд — открытое акционерное общество, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты.

Акция — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации.

Бездокументарная форма эмиссионных ценных бумаг — форма эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основании записи в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или, в случае депонирования ценных бумаг, на основании записи по счету депо.

Баррант — производная ценная бумага, дающая право на покупку ценных бумаг компании-эмитента по определенной цене в какой-то конкретный момент в будущем.

Вексель — ценная бумага, в тексте которой содержится безусловное, абстрактное и строго формальное обязательство или предложение уплатить определенную сумму, называемую вексельной суммой.

Выпуск ценных бумаг — совокупность ценных бумаг одного эмитента, обеспечивающих одинаковый объем прав владельцам и имеющих одинаковые условия эмиссии (первичного размещения).

Диверсификация — стратегия, предполагающая включение в портфель относительно большого числа различных активов с целью снизить чувствительность портфельного дохода к изменениям доходности отдельных активов.

Дивиденд — часть чистой прибыли акционерного общества, подлежащая распределению среди акционеров, приходящаяся на одну обыкновенную или привилегированную акцию.

Документарная форма эмиссионных ценных бумаг — форма эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основании предъявления оформленного надлежащим образом сертификата ценной бумаги или, в случае депонирования такового, на основании записи по счету депо.

Долговая ценная бумага — ценная бумага, удостоверяющая отношения займа между инвестором (кредитором) и эмитентом (должником или заемщиком).

Дюрация — критерий измерения (в годах) чувствительности цен облигаций к сроку действия облигации и размеру купона.

Закладная — это именная ценная бумага, удостоверяющая следующие права ее законного владельца: право на получение исполнения по денежному обязательству, обеспеченному ипотекой имущества, указанного в договоре об ипотеке, без представления других доказательств существования этого обязательства; право залога на указанное в договоре об ипотеке имущество.

Именные эмиссионные ценные бумаги — ценные бумаги, информация о владельцах которых должна быть доступна эмитенту в форме реестра владельцев ценных бумаг, переход прав на которые и осуществление закрепленных ими прав требуют обязательной идентификации владельца.

Инвестиции — денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта.

Инвестиционный пай является именной ценной бумагой, удостоверяющей долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее ПИФ, право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления ПИФом, право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления ПИФом со всеми владельцами инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда (прекращении паевого инвестиционного фонда).

Инвестор — юридическое или физическое лицо, вкладывающее собственные, заемные или привлеченные средства в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта.

Индоссамент — передаточная надпись, посредством которой передаются права по ордерной ценной бумаге (вексель).

Инфраструктура — совокупность технологий, используемых на рынке для заключения и исполнения сделок, материализованная в различных технических средствах, институтах (организациях), нормах и правилах.

Конвертируемые привилегированные акции — акции, в отношении которых в уставе общества могут быть определены возможность и условия их конвертации в обыкновенные акции или привилегированные акции иных типов.

Коносамент — это документ (контракт) стандартной (международной) формы на перевозку груза, удостоверяющий погрузку, перевозку и право на получение.

Корпоративное управление и контроль — вся сфера деятельности корпорации (компании, АО), связанная с отношениями собственности и взаимодействием между различными ее субъектами, а также с отношениями между этими субъектами и другими заинтересованными группами (наемные руководители и работники, кредиторы, государственные органы).

Кредитный союз — добровольное самодеятельное и самоуправляемое на демократических началах объединение лиц в целях создания коллективного денежного фонда для аккумуляции денежных средств и использования их на кредитование производственных или потребительских нужд или на страхование своих членов.

Кумулятивные привилегированные акции — акции, в отношении которых уставом общества может быть установлено, что невыплаченный или не полностью выплаченный дивиденд по ним, размер которого определен в уставе, накапливается и выплачивается впоследствии.

Маркет-мейкер — участник торговли, который в соответствии с правилами организатора торговли принимает на себя дополнительные обязательства, позволяющие в интересах участников торговли и клиентов повысить ликвидность рынка ценных бумаг и содействовать формированию справедливой рыночной стоимости ценных бумаг.

Негосударственный пенсионный фонд — особая организационно-правовая форма некоммерческой организации социального обеспечения, исключительным видом деятельности которой является негосударственное пенсионное обеспечение участников фонда на основании договоров о негосударственном пенсионном обеспечении населения с вкладчиками фонда в пользу участников фонда.

Облигация — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от этой стоимости или иного имущественного эквивалента.

Обращение ценных бумаг — заключение гражданско-правовых сделок, влекущих переход прав собственности на ценные бумаги.

Объявленные акции — акции, которые общество вправе размещать дополнительно к размещенным акциям.

Опционные контракты (опционы) — производные инструменты, которые дают покупателю (или держателю) право, но не обязанность, принять (колл) или осуществить (пут) поставку базового актива по заранее согласованной цене страйк (или цене исполнения) к заранее определенной дате (американский стиль) или только в такую дату (европейский стиль) при оплате премии (цена опциона) продавцу (написателю) опциона.

Ордерная ценная бумага — ценная бумага, которая передается новым владельцам посредством специальной передаточной надписи — индоссамента, совершаемого предыдущим владельцем, и характеризуются тем, что промежуточные владельцы (как правило) остаются обязанными по ней, если обозначенный в векселе плательщик окажется неспособным оплатить его.

Паевой инвестиционный фонд — обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой (инвестиционный пай), выдаваемой управляющей компанией.

Поток платежей — некоторая последовательность платежей во времени (например, погашение задолженности в рассрочку, периодическое поступление доходов от инвестиций и т.д.), сами платежи называются членами потока.

Производные финансовые инструменты — инструменты, основанные на иных инструментах — базовых активах, их цена является производной от цены базовых активов.

Простые проценты — проценты, которые начисляются на одну и ту же сумму в течение всего периода начисления.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг — юридические лица, в том числе кредитные организации, а также граждане (физические лица), зарегистрированные в качестве предпринимателей, которые осуществляют профессиональные виды деятельности, указанные в гл.2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

Размещение эмиссионных ценных бумаг — отчуждение эмиссионных ценных бумаг эмитентом первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок.

Размещенные акции — акции, приобретенные акционерами.

Риск — это вероятностная оценка наступления того или иного неблагоприятного события, вероятность понесения потерь или убытков и т.д.

Рыночный риск — минимальный уровень риска, которого можно достичь путем диверсификации по широкой группе активов; колебания дохода при этом зависят от экономической, психологической и политической обстановки, воздействующей одновременно на все активы.

Саморегулируемые организации профессиональных участников рынка ценных бумаг (СРО) — это добровольные объединения профессиональных участников рынка ценных бумаг, действующие в соответствии с законом и функционирующие на принципах некоммерческой организации.

Своп — обязательства по обмену активами для улучшения их структуры по срокам или снижения рисков.

Секьюритизация — трансформация долговых обязательств в ценные бумаги с целью их свободного обращения на рынке.

Сертификат эмиссионной ценной бумаги — документ, выпускаемый эмитентом и удостоверяющий совокупность прав на указанное в сертификате количество ценных бумаг.

Сложные проценты — проценты, которые начисляются на суммы, наращенные по итогам предшествующих интервалов начисления (иначе говоря, проценты начисляются на проценты).

Специфический риск — риск, вызываемый событиями, относящимися только к компании или эмитенту, такими как управленческие ошибки, новые контракты, новые продукты, слияния и приобретения.

Трассант — векселедатель переводного векселя (тратты).

Трассат — плательщик по переводному векселю (тратте).

Тратта — переводный вексель.

Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) — федеральный орган исполнительной власти по проведению государственной политики в области РЦБ, контролю за деятельностью профессиональных участников РЦБ.

Финансовые деривативы — производные ценные бумаги и срочные контракты. Финансовые деривативы часто называют также инструментами, дающими право на другой инструмент.

Финансовый рынок — система торговли различными финансовыми инструментами. Обеспечивает переток средств от сберегателей или поставщиков инвестиций к заемщикам или потребителям инвестиций.

Форвардные контракты (форварды) — обязательные для выполнения соглашения либо на принятие (покупку), либо на осуществление (продажу) поставки базового актива по цене, оговоренной в данный момент для поставки в какое-то время в будущем.

Фьючерс — обязательство купить или продать базовый актив в будущем по цене, определенной в настоящем.

Ценная бумага — документ, удостоверяющий с соблюдением установленных формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении.

Чек — это письменное поручение чекодателя банку уплатить чекополучателю указанную в нем сумму денег.

Чистая приведенная величина (*net present value, NPV*) — сумма всех членов потока, дисконтированная на величину процентной ставки на начальный момент времени.

Эмиссионная ценная бумага — любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками: закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных законодательством формы и порядка; размещается выпусками; имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

Эмиссионные ценные бумаги на предъявителя — ценные бумаги, переход прав на которые и осуществление закрепленных ими прав не требуют идентификации владельца.

Эмиссия ценных бумаг — установленная последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг.

Эмитент — юридическое лицо или органы исполнительной власти либо органы местного самоуправления, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ими.

Эффективная ставка операции (внутренняя ставка доходности) — значение ставки процента, при которой NPV окажется равной нулю.

МАТЕРИАЛЫ ДЛЯ ТЕСТОВОЙ СИСТЕМЫ

Приведенные ниже вопросы могут быть использованы студентами для проверки своих знаний по пройденному материалу, а также преподавателями для формирования промежуточных и итогового теста по дисциплине «Рынок ценных бумаг».

По каждому вопросу предлагается несколько вариантов ответов, обозначаемые буквами (а, б, в, г). Один из вариантов является правильным. (*Примечание 1:* правильный ответ есть всегда.)

Вопросы, содержащие варианты, пронумерованные римскими цифрами (I, II, III, IV...), обязательно содержат ответы (а, б, в, г) с группировками этих вариантов. (*Примечание 2:* ответ всегда обозначается буквой.)

1. *Укажите наиболее точное определение понятия «секьюритизация» в отношении рынка ценных бумаг:*
 - а) система мер, обеспечивающих безопасность и защиту, в том числе физическую, активов мелких инвесторов на рынке ценных бумаг;
 - б) предоставление эмитентом гарантий или дополнительного обеспечения обязательств в отношении выпускаемых им ценных бумаг;
 - в) трансформация долговых обязательств в ценные бумаги с целью их свободного обращения на рынке;
 - г) трансформация ценных бумаг в капитал, минимально подверженный риску.
2. *Термин «денежный рынок» применяется для описания рынка:*
 - а) долговых инструментов, выпускаемых предприятиями на срок более одного года;
 - б) долговых инструментов, выпускаемых предприятиями на срок менее одного года;
 - в) долговых инструментов, выпускаемых государством на срок более одного года;
 - г) долговых инструментов, выпускаемых предприятиями и государством на срок менее одного года.
3. *Какое из следующих утверждений с точки зрения выбора инвестиций является справедливым?*
 - I. Чем больше ожидаемый риск, связанный с инвестицией, тем более высокое вознаграждение ожидает инвестор.
 - II. Чем меньше срок инвестирования, тем более высокое вознаграждение ожидает инвестор.
 - III. Чем больше срок инвестирования, тем более высокое вознаграждение ожидает инвестор.
 - IV. Чем меньше ожидаемый риск, связанный с инвестицией, тем более высокое вознаграждение ожидает инвестор.
 - а) только I и II;
 - б) только II и IV;
 - в) только I и III;
 - г) только III и IV.
4. *Если облигация выпускается в бессрочной форме, это означает, что:*
 - а) у этой облигации имеется несколько дат погашения;
 - б) владелец этой облигации имеет право предъявить требование о погашении в любой момент времени;
 - в) эмитент этой облигации имеет право выкупить облигации в любой момент времени;
 - г) облигация не имеет срока погашения, а основная сумма долга выплачивается в виде процентных платежей в течение определенного периода времени.
5. *Из перечисленных ниже укажите инвестиции, которые, как правило, в наибольшей степени подходят для получения текущего дохода (процентов или дивидендов) в развитой рыночной экономике:*
 - I. Акции венчурных компаний.
 - II. Привилегированные акции первоклассных компаний.
 - III. Банковские депозиты.
 - IV. Корпоративные облигации с нулевым купоном.
 - V. Инструменты денежного рынка.
 - а) верно I, II, и III;
 - б) верно II, III и IV;

- в) верно II, III и V;
г) верно I, II, III, IV и V.
6. Из перечисленных ниже долговых обязательств укажите инструменты денежного рынка:
I. Казначейские векселя.
II. Коммерческие векселя.
III. Коммерческие бумаги.
IV. Депозитные сертификаты.
а) только I и II;
б) только I, II и III;
в) только I и III;
г) все перечисленные.
7. Вложения в какие из перечисленных ниже активов наиболее подходят для достижения цели получения текущего дохода?
I. Банковские депозиты.
II. Инструменты денежного рынка.
III. Акции новых компаний, имеющих высокий потенциал роста.
IV. Привилегированные акции корпораций.
V. Акции инвестиционных фондов роста.
а) все, кроме II;
б) все, кроме III;
в) все, кроме III и V;
г) все перечисленные.
8. Вложения в какие из перечисленных ниже активов наиболее подходят для достижения цели роста стоимости вложенных средств?
I. Акции компании, имеющей показатели прибыли на одну акцию выше среднего по отрасли.
II. Коммерческие бумаги.
III. Акции венчурных компаний.
IV. Акции крупных корпораций, стабильно выплачивающих дивиденды.
V. Акции инвестиционных фондов, распределяющих на дивиденды полученную от инвестирования прибыль.
а) только I и III;
б) только II, III и IV;
в) только III, IV и V;
г) все перечисленные.
9. Что из нижеперечисленного относится к инструментам, которые могут быть созданы только компаниями-эмитентами для повышения привлекательности выпущенных ценных бумаг?
а) опционы;
б) варранты;
в) фьючерсы.
10. Если процентные ставки снижаются, то цены на облигации будут:
а) также снижаться;
б) расти;
в) оставаться на прежнем уровне;
г) изменяться только в том случае, если это государственная облигация.
11. Дюрация может использоваться в качестве критерия:
а) измерения чувствительности цен облигаций к сроку обращения и размеру купона облигации;
б) сравнения доходностей к погашению по облигациям одного эмитента;
в) измерения ожиданий инвесторов в зависимости от изменения процентных ставок.
12. Для каких целей может использоваться показатель P/E?
а) для расчета внутренней доходности вложений в акции одной отрасли;
б) для расчета дохода, приходящегося на одну акцию, компаний одной отрасли;
в) для предоставления возможности сравнивать рыночные стоимости акций компаний одной отрасли;
г) для предоставления возможности сравнивать доходности акций компаний одной отрасли.

13. Укажите права владельцев АДР (ГДР):

- I. Право получать дивиденды в валюте страны обращения АДР (ГДР).
 - II. Право участвовать в собраниях акционеров или передавать право голоса по доверенности.
 - III. Право получать годовые отчеты.
 - IV. Право преимущественного приобретения акций новых выпусков, на которые выпущены АДР (ГДР).
- а) только I и II;
 - б) только I, II и III;
 - в) только I, III и IV;
 - г) все перечисленные.

14. Какие из нижеперечисленных видов АДР выпускаются по инициативе эмитента акций и могут быть выпущены банком-депозитарием на акции новых выпусков?

- I. Спонсируемые АДР.
 - II. АДР I уровня.
 - III. АДР II уровня.
 - IV. АДР III уровня.
- а) верно I;
 - б) верно II, III и IV;
 - в) верно III и IV;
 - г) верно IV.

15. Рыночная цена облигации равна 120 ед., рыночная процентная ставка составляет 12%, критерий $1/8$ равен 0,2%. Если процентная ставка снизится до 11%, чему будет равна рыночная цена облигации?

- а) $119 \frac{3}{8}$ (ед.);
- б) $119 \frac{5}{8}$ (ед.);
- в) $120 \frac{3}{8}$ (ед.);
- г) $120 \frac{5}{8}$ (ед.).

16. Чистая прибыль компании составила 975 тыс. руб. Уставный капитал компании состоит из 10000 обыкновенных акций и 2000 привилегированных акций номинальной стоимостью 1000 руб. Дивидендная ставка по привилегированным акциям — 20%. Рассчитайте величину показателя «доход на одну акцию»:

- а) 47,92 руб.;
- б) 57,5 руб.;
- в) 150 руб.;
- г) 200 руб.

17. Компания выплачивает ежеквартально дивиденд в размере 50 ед. на одну акцию, текущая рыночная стоимость которой составляет 3000 ед. Текущая (дивидендная) доходность акции составляет в процентах годовых:

- а) 1,66%;
- б) 2,56%;
- в) 6,66%;
- г) 7,56%.

18. Что такое премия по опциону?

- а) цена, которую платит покупатель опциона продавцу;
- б) цена исполнения по опциону;
- в) разница между ценой базового актива и ценой исполнения по опциону;
- г) разница между ценой исполнения по опциону и ценой базового актива.

19. Какое из нижеследующих утверждений справедливо?

- а) фьючерсные контракты обращаются на бирже;
- б) фьючерс всегда требует поставки физического актива;
- в) покупка фьючерсного контракта имеет тот же риск, как и покупка опциона «колл»;
- г) долгосрочный фьючерсный контракт — это право, а не обязательство.

20. *Контракт, предоставляющий своему покупателю право купить базовый актив по установленной цене не позднее установленной даты называется:*
- а) форвард;
 - б) варрант;
 - в) опцион «пут»;
 - г) опцион «колл».
21. *Если цена базового инструмента равна 100 ед., процентная ставка за привлечение заемных средств — 20% годовых, других затрат, связанных с приобретением базового инструмента нет, то цена фьючерса на 6 месяцев равна:*
- а) 80 ед.;
 - б) 100 ед.;
 - в) 110 ед.;
 - г) 120 ед.
22. *Укажите правильные утверждения в отношении форм коллективного инвестирования:*
- а) коллективное инвестирование предполагает привлечение средств частных лиц только путем размещения ценных бумаг;
 - б) схемы коллективного инвестирования предполагают фиксированные выплаты;
 - в) управляющий, объединяя средства частных лиц, усредняет риски, но тем не менее управляет отдельными взносами как индивидуальными портфелями в зависимости от инвестиционных предпочтений лиц;
 - г) лица, предоставляющие свои денежные средства управляющему, самостоятельно несут риски, связанные с инвестированием.
23. *Схема инвестирования, при которой средства, вложенные мелкими инвесторами, аккумулируются в единый фонд под управлением профессионального менеджера для их последующего вложения с целью получения прибыли (прироста), называется:*
- а) институциональным инвестированием;
 - б) профессиональным инвестированием;
 - в) коллективным инвестированием;
 - г) эффективным инвестированием.
24. *Разновидность клиринга, осуществляемого в режиме реального времени, предполагающего немедленную обработку биржевой сделки после ее заключения, называется:*
- а) непрерывным клирингом;
 - б) периодическим клирингом;
 - в) систематическим клирингом;
 - г) многосторонним клирингом.
25. *Установление рыночных цен на ценные бумаги и обеспечение совершения сделок по установленным ценам является назначением:*
- а) системы передачи информации о котировках;
 - б) системы клиринга;
 - в) аукционной системы;
 - г) биржевой торговой системы.
26. *Способ установления рыночной цены, при котором осуществляется предварительный сбор заявок с последующим их сравнением и выбором наилучшей цены, называется:*
- а) аукцион;
 - б) рынок на основе котировок;
 - в) рынок на основе приказов;
 - г) система со специалистами.
27. *Торги, в ходе которых установленная заранее стартовая цена на лот постепенно снижается до поступления заявки на покупку лота, характеризуют:*
- а) голландский аукцион;
 - б) английский аукцион;
 - в) закрытый аукцион;
 - г) рынок на основе котировок.

28. Вид клиринга, при котором вычисляется нетто-позиция каждого из участников торгов в отношении каждого контрагента, называется:
- периодическим клирингом;
 - непрерывным клирингом;
 - двусторонним клирингом;
 - многосторонним клирингом.
29. Может ли быть единственным учредителем общества «А» хозяйственное общество «В»?
- да, если общество «В» состоит из одного лица;
 - нет, если общество «В» состоит из одного лица;
 - да, в любом случае;
 - нет, в любом случае.
30. Уставный капитал равен совокупной номинальной стоимости:
- объявленных акций;
 - приобретенных акционерами акций;
 - оплаченных акций;
 - обыкновенных акций.
31. Акционерное общество может быть преобразовано в:
- Товарищество на вере.
 - Общество с ограниченной ответственностью.
 - Общество с дополнительной ответственностью.
 - Производственный кооператив.
 - Потребительский кооператив.
- верно I, II и III;
 - верно II и IV;
 - верно II, III и IV;
 - верно III, IV и V.
32. Укажите максимальное число участников (акционеров) закрытого АО:
- 10;
 - 20;
 - 50;
 - 100.
33. Укажите максимальную долю от уставного капитала, которую может составлять номинальная стоимость привилегированных акций, выпущенных АО:
- 5%;
 - 10%;
 - 25%;
 - 50%.
34. Прекращение деятельности одного или нескольких АО с передачей всех прав и обязанностей другому (существующему) АО в соответствии с передаточным актом признается:
- присоединением;
 - слиянием;
 - поглощением;
 - преобразованием.
35. Создание одного или нескольких АО с передачей им в соответствии с разделительным балансом части прав и обязанностей реорганизуемого АО без прекращения последнего признается:
- разделением;
 - выделением;
 - преобразованием;
 - присоединением.
36. Укажите формы реорганизации, предусмотренные Законом «Об акционерных обществах»:
- Слияние.
 - Поглощение.
 - Выделение.

- IV.Разделение.
- V. Преобразование.
- а) только I, II, IV и V;
 - б) только I, III, IV и V;
 - в) только II, III, IV и V;
 - г) все вышеперечисленное.
37. Укажите минимальный размер уставного капитала для закрытого АО:
- а) 1000 минимальных размеров оплаты труда (МРОТ);
 - б) 500 МРОТ;
 - в) 100 МРОТ;
 - г) 50 МРОТ.
38. Руководство текущей деятельностью АО осуществляет:
- I. Единоличный исполнительный орган АО.
 - II. Коллегиальный исполнительный орган АО.
 - III.Наблюдательный совет.
 - IV.Совет директоров.
 - V. Ревизионная комиссия.
- а) только I;
 - б) только I и II;
 - в) только IV;
 - г) все перечисленные.
39. Укажите неверное утверждение в отношении прав саморегулируемых организаций (СРО) профессиональных участников:
- а) СРО имеет право получать информацию по результатам проводимых ФКЦБ России проверок деятельности своих членов;
 - б) СРО имеет полномочия по применению дисциплинарных мер к руководителям и специалистам организаций — членов СРО, включая лишение указанных лиц квалификационных аттестатов ФКЦБ России;
 - в) СРО имеет право разрабатывать правила и стандарты осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, обязательные для соблюдения членами СРО;
 - г) СРО имеет право контролировать соблюдение членами СРО принятых правил и стандартов осуществления профессиональной деятельности.
40. Укажите участников рынка ценных бумаг, в основе регулирования деятельности которых лежит лицензирование:
- I. Профессиональные участники рынка ценных бумаг.
 - II. Организации, профессионально занимающиеся управлением инвестициями.
 - III.Эмитенты ценных бумаг.
 - IV.Инвесторы.
- а) только I;
 - б) только I и II;
 - в) только I, II и III;
 - г) все вышеперечисленное.
41. Укажите минимальное необходимое число профессиональных участников рынка ценных бумаг при учреждении организации для получения ею статуса саморегулируемой:
- а) 3;
 - б) 5;
 - в) 10;
 - г) 50.
42. Установленная законодательством последовательность действий эмитента по размещению ценных бумаг называется:
- а) эмиссией;
 - б) выпуском;
 - в) размещением;
 - г) регистрацией.

43. *Акционерное общество не вправе выпускать облигации:*
- на предъявителя;
 - ранее третьего года существования общества;
 - без обеспечения залогом или имуществом третьих лиц;
 - на сумму, превышающую уставный капитал, в случае отсутствия обеспечения.
44. *Права владельцев на эмиссионные ценные бумаги удостоверяются:*
- Сертификатами — при документарной форме выпуска без хранения сертификатов в депозитарии.
 - Сертификатами и записями по счетам депо — при документарной форме выпуска и хранении сертификатов в депозитарии.
 - Записями на лицевых счетах у держателя реестра — при бездокументарной форме выпуска.
 - Записями по счетам депо в депозитариях — при бездокументарной форме выпуска.
 - I, II и III;
 - II, III и IV;
 - I, III и IV;
 - I, II, III и IV.
45. *Право на предъявительскую ценную бумагу переходит к приобретателю:*
- В момент передачи приобретателю сертификата.
 - В момент осуществления приходной записи по счету депо приобретателя в случае хранения сертификата в депозитарии.
 - В момент внесения приходной записи по лицевому счету приобретателя в системе ведения реестра.
 - только I;
 - только II;
 - только I и II;
 - только I и III.
46. *Каким образом производится осуществление прав по эмиссионным ценным бумагам на предъявителя в случае хранения сертификатов в депозитариях?*
- путем передачи депозитариями сертификатов владельцам ценных бумаг или их доверенным лицам для предъявления их эмитенту;
 - путем предъявления эмитенту сертификатов депозитариями по поручению владельцев ценных бумаг;
 - путем предъявления депозитариями эмитенту сертификатов ценных бумаг по поручению, предоставляемому по депозитарному договору, а также списка владельцев ценных бумаг;
 - любым из перечисленных выше способов.
47. *Укажите утверждение, противоречащее Закону «Об акционерных обществах»:*
- объявленные акции — это акции, которые общество вправе размещать дополнительно к уже размещенным;
 - уставный капитал равен совокупной номинальной стоимости объявленных акций;
 - дополнительные акции могут быть размещены обществом только в пределах количества объявленных акций, установленного уставом;
 - решение о размещении дополнительных акций может быть принято одновременно с решением о внесении в устав положений об объявленных акциях.
48. *В каких случаях допускается выпуск акционерным обществом облигаций без обеспечения?*
- На сумму, не превышающую величину уставного капитала.
 - Не ранее 2-го года деятельности общества.
 - Не ранее 3-го года деятельности общества.
 - При наличии 2-х утвержденных годовых балансов.
 - в случае одновременного соблюдения I, II и IV условий;
 - в случае соблюдения I условия или одновременного соблюдения II и IV условий;
 - в случае одновременного соблюдения I, III и IV условий;
 - в случае соблюдения I условия или одновременного соблюдения III и IV условий.

49. Какие этапы должна включать процедура эмиссии ценных бумаг на общую сумму 10000 МРОТ, предполагающая размещение документарных ценных бумаг среди 300 инвесторов?
- I. Утверждение эмитентом решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг.
 - II. Подготовка проспекта эмиссии.
 - III. Регистрация проспекта эмиссии.
 - IV. Регистрация выпуска эмиссионных ценных бумаг.
 - V. Изготовление сертификатов.
 - VI. Размещение эмиссионных ценных бумаг.
 - VII. Регистрация отчета об итогах выпуска.
- а) все, кроме II и III;
 - б) все, кроме III;
 - в) все, кроме V;
 - г) все перечисленные.
50. Брокерская деятельность — совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами в качестве поверенного или комиссионера, действующего на основании:
- I. Договора поручения.
 - II. Договора комиссии.
 - III. Доверенности на совершение таких сделок при отсутствии указаний на полномочия поверенного или комиссионера в договоре.
 - IV. Договора о доверительном управлении.
- а) I, II и III;
 - б) I, II и IV;
 - в) II, III и IV;
 - г) I, II, III и IV.
51. Какому виду деятельности соответствует деятельность по предоставлению услуг, непосредственно способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами между участниками рынка ценных бумаг?
- а) брокерской;
 - б) дилерской;
 - в) деятельности по организации торговли;
 - г) клиринговой деятельности.
52. Какие существенные условия должен содержать депозитарный договор?
- I. Однозначное определение предмета договора.
 - II. Срок действия договора.
 - III. Размер и порядок оплаты услуг депозитария, предусмотренных договором.
 - IV. Форму отчетности депозитария.
 - V. Периодичность отчетности депозитария.
- а) I, II, III и V;
 - б) I, III, IV и V;
 - в) II, III, IV и V;
 - г) все перечисленные.
53. Что из нижеперечисленного является объектом доверительного управления в соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг»?
- I. Ценные бумаги.
 - II. Денежные средства, предназначенные для инвестирования в ценные бумаги.
 - III. Денежные средства и ценные бумаги, полученные в процессе управления.
 - IV. Недвижимость и права на недвижимость.
 - V. Недвижимость, приобретенная в процессе управления.
- а) только I;
 - б) только I и II;
 - в) только I, II и III;
 - г) все вышеперечисленное.

54. В случае совмещения деятельности брокера и дилера сделки, осуществляемые по поручению клиентов, по отношению к дилерским сделкам самого брокера подлежат:
- а) приоритетному исполнению во всех случаях;
 - б) исполнению в порядке поступления;
 - в) исполнению в порядке поступления, если иное не предусмотрено договором;
 - г) исполнению в порядке, предусмотренном договором.
55. В какой форме должен быть заключен договор о счете депо?
- а) в простой письменной форме;
 - б) в нотариальной форме;
 - в) в простой письменной или нотариальной форме;
 - г) в форме, предусмотренной соглашением сторон.
56. В соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» обязательно ли наличие у брокера доверенности на совершение сделок для осуществления брокерской деятельности на основании договора комиссии или поручения?
- а) да, только в том случае, если брокер действует на основе договора комиссии;
 - б) да, только в том случае, если брокер действует на основе договора поручения;
 - в) да, при отсутствии указаний на полномочия в договоре комиссии или поручения;
 - г) нет в любом случае.
57. В соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» какое из перечисленных ниже требований обязана выполнить клиринговая организация для снижения рисков неисполнения сделок с ценными бумагами?
- а) сформировать специальные фонды, минимальный размер которых установит ФКЦБ России;
 - б) внедрить внутренние процедуры контроля правильности выполнения сверки и расчетов по сделкам с ценными бумагами;
 - в) унифицировать и стандартизировать процедуры сверки и расчетов по сделкам с ценными бумагами;
 - г) использовать многосторонний клиринг (неттинг).
58. В формуле $FV = PV(1 + r)^n$ выражение $(1 + r)^n$ называется:
- а) коэффициентом наращенности;
 - б) коэффициентом дисконтирования;
 - в) коэффициентом сложного процента;
 - г) коэффициентом будущей стоимости.
59. В формуле $FV = PV(1 + r)^n$ величина FV называется:
- а) текущей стоимостью;
 - б) будущей стоимостью;
 - в) коэффициентом наращенности;
 - г) коэффициентом дисконтирования.
60. По окончании третьего года на счете инвестора находится сумма 21074 руб. Начисление происходило по схеме сложного процента по ставке 12% в конце каждого года. Рассчитайте первоначальную сумму вклада:
- а) 14480 руб.;
 - б) 15000 руб.;
 - в) 15500 руб.;
 - г) 16740 руб.
61. Вкладчик положил в банк 20000 руб. Банк выплачивает 9% годовых. Проценты сложные. Какая сумма будет на счете у вкладчика через два года?
- а) 21200 руб.;
 - б) 23762 руб.;
 - в) 24335 руб.;
 - г) 25425 руб.

62. Банк выплачивает сложные проценты. Какую минимальную процентную ставку должен обеспечить банк для того, чтобы вкладчик удвоил свои средства за четыре года?
- 18,12%;
 - 18,92%;
 - 19,51 %;
 - 20,34%.
63. Банк выплачивает сложные проценты. Вкладчик разместил в банке 10000 руб. Какую минимальную процентную ставку должен обеспечить банк для того, чтобы вкладчик через два года имел на счете 25000 руб.?
- 58,01%;
 - 58,05%;
 - 58,11%;
 - 58,23%.
64. Банк А выплачивает сложные проценты раз в полгода по ставке 15% годовых. Банк Б выплачивает простые проценты. Вкладчик разместил по 10000 руб. в банках А и Б сроком на 3 года. Какую процентную ставку должен начислять банк Б, чтобы у вкладчика по итогам 3-х лет суммы в банках А и Б были одинаковы?
- 15%;
 - 15,34%;
 - 16,45%;
 - 7,36%.
65. Рассчитайте рыночную стоимость облигации номиналом 15000 руб. с выплатой ежегодного купонного 13% дохода и сроком погашения через 3 года, если ставка процента по вкладу в банке составляет 12% годовых:
- 14620 руб.;
 - 14972 руб.;
 - 15360 руб.;
 - 15642 руб.
66. Принцип формирования портфеля, заключающийся в распределении средств по различным видам активов в целях снижения рисков называется:
- обеспечением ликвидности;
 - оптимизацией дохода;
 - диверсификацией;
 - хеджированием.
67. Процесс, направленный на снижение риска по основному инструменту, путем открытия противоположной позиции по тому же инструменту называется:
- диверсификацией;
 - хеджированием;
 - страхованием;
 - оптимизацией дохода.
68. В чем состоит суть диверсификации по Марковитцу?
- для снижения риска по портфелю достаточно распределить средства между большим количеством ценных бумаг;
 - для снижения риска по портфелю необходимо распределить средства между инвестициями, имеющими минимальную корреляцию;
 - для снижения риска по портфелю достаточно распределить средства между большим количеством ценных бумаг, имеющих положительную корреляцию;
 - «не класть все яйца в одну корзину».
69. Риск, который не устраняется снижением риска по портфелю путем распределения средств портфеля по широкой группе ценных бумаг (диверсификации), называется:
- рыночным;
 - диверсифицируемым;
 - несистематическим;
 - ни одним из перечисленных выше.

МЕТОДИЧЕСКИЕ УКАЗАНИЯ ПО ВЫПОЛНЕНИЮ КОНТРОЛЬНОЙ РАБОТЫ

Требования к контрольным работам по курсу «Рынок ценных бумаг», представляемым на кафедре ценных бумаг:

1. *Цели и тема контрольной работы.*

1.1. Цели контрольной работы:

- развитие творческих способностей студентов;
- приобретение опыта подготовки аналитических обзоров по отдельным аспектам рынка ценных бумаг;
- подготовка к выполнению квалификационной работы.

1.2. Содержание контрольной работы должно отражать самостоятельность мышления студента, его способность готовить аналитические тексты. Контрольные работы, сводящиеся к компиляции опубликованных текстов, являются недопустимыми.

1.3. Тематика контрольных работ утверждается кафедрой. Студент может предложить и свою тему, но она обязательно должна быть согласована с научным руководителем.

1.4. Подбор литературы осуществляется студентом самостоятельно, консультируясь с научным руководителем и опираясь на рекомендуемый список литературы.

2. *Оформление контрольной работы.*

2.1. Контрольная работа по возможности должна быть напечатана на принтере на бумаге формата А4 (на одной стороне странице) через 1,5 интервала. Объем от 20 до 25 страниц.

2.2. Установки:

- поля: верхнее — 2,0 см; нижнее — 2,5; левое — 3,0; правое — 1,0 см;
- шрифт: Times New Roman Cyr, стиль Normal;
- размер шрифта 14 pt;
- сноски печатать 10 кеглем через 1 интервал.

2.3. Контрольная работа может быть написана от руки, разборчивым подчерком, с соблюдением интервалов и полей.

3. *Содержание контрольной работы.*

3.1. Контрольная работа состоит из плана, основной части (2–3 параграфа), списка использованной литературы, приложений (по необходимости).

3.2. Содержание основной части контрольной работы должно включать 2–3 вопроса, при изложении которых следует стремиться показать умение творчески использовать литературные источники (включая оперативную экономическую информацию) по проблемам, связанным с рынком ценных бумаг.

3.3. В контрольной работе обязательно должен быть приведен пример, иллюстрирующий выбранную тему.

3.4. Вопросы, рассматриваемые в контрольной работе, следует увязать с современным состоянием данной проблемы в России.

4. *Использование литературных источников.*

4.1. Излагая содержание использованных публикаций и мнений их авторов, студент должен обязательно указывать полное наименование этих работ с указанием номеров страниц. Оформлять список использованной литературы следует в соответствии с правилами библиографического описания.

4.2. Правила расположения литературных источников:

- нормативные материалы (законы, постановления Правительства РФ, указы Президента РФ, письма, инструкции, распоряжения министерств и ведомств РФ);
- книги, статьи из периодических изданий размещаются в алфавите авторов и заглавий.

4.3. Если использовались материалы, полученные из Интернета, то нужно указать адрес сайта.

5. Представление контрольной работы на кафедру.

5.1. Контрольная работа сдается на кафедру ценных бумаг в установленные сроки и регистрируется в присутствии студента. Кафедра не несет ответственности за работы, сданные без регистрации.

5.2. Кафедра устанавливает срок сдачи контрольных работ, по истечении которого они не будут приниматься к рассмотрению.

6. Защита контрольной работы.

6.1. После проверки контрольной работы преподаватель выставляет предварительную оценку. Последующая защита контрольной работы является обязательной.

6.2. По результатам защиты предварительная оценка за контрольную работу может быть как повышена, так и понижена.

6.3. Преподаватель, если посчитает необходимым, вправе потребовать доработать контрольную работу.

6.4. В случае несогласия студента с выставленной по результатам защиты оценкой, он вправе апеллировать к заведующему кафедрой.

МАТЕРИАЛЫ ПРАКТИКУМОВ

В данном разделе содержится деловая игра «Торговля акциями «с голоса»». Этот материал позволяет студентам лучше освоить изучаемую дисциплину и может быть использован преподавателем при проведении семинарских занятий.

ДЕЛОВАЯ ИГРА «ТОРГОВЛЯ АКЦИЯМИ «С ГОЛОСА»»

Описание игры

Деловая игра «Торговля акциями «с голоса»» представляет собой имитацию торгов на фондовой бирже. Задача игрока: совершая сделки купли-продажи ценных бумаг с другими игроками, максимально увеличить свой капитал.

В игре может участвовать любое количество студентов (оптимальное количество 20). Каждый участник получает одинаковое количество «денег» и «ценных бумаг» (например 50% капитала игрока составляют «денежные средства», а 50% — «ценные бумаги» по их номинальной стоимости).

Торги идут, например, по акциям трех эмитентов. Перед игрой по каждому эмитенту дается краткая информация. Например: ОАО «Лев». Добыча, транспортировка, реализация (в том числе экспорт) нефти. Номинал акции 10 руб. ОАО «Козерог». Машиностроение. Номинал 2 руб. ОАО «Скорпион». Легкая промышленность. Номинал 1 руб.

Игра состоит из нескольких этапов — торговых сессий (обычно 5–10). Продолжительность этапа 5 мин. Во время торговой сессии игроки совершают операции покупки-продажи ценных бумаг. Контрагента по сделке участник находит путем публичного объявления (выкрика) цен покупки-продажи. Все заключенные сделки регистрируются. Регистрацию сделок осуществляют специальные участники игры — регистраторы. Незарегистрированные сделки объявляются недействительными. Передача игроками «денежных средств» и «ценных бумаг» своим контрагентам по результатам заключенной сделки осуществляется самостоятельно.

Результаты игры подводятся путем подсчета каждым игроком своего остатка денежных средств и стоимости ценных бумаг. При подсчете стоимости ценных бумаг используют рыночные цены закрытия торгов.

На первом этапе игроки могут совершать сделки купли-продажи ценных бумаг по ценам, находящимся в коридоре $\pm 20\%$ от номинала. Перед началом этапа объявляется прогноз событий на следующий этап (события зачитываются из случайным образом выбранной карточки событий (см. Приложение 1)), с вероятностями их наступления и возможными изменениями цен, которые могут быть в случае, если событие произойдет или не произойдет. На основе полученной информации игроки делают выводы и начинают торговлю акциями. Завершается этап определением средневзвешенной цены по результатам торговли акциями каждого эмитента. Для этого используют формулу:

$$P_{\text{средневзвеш}} = \frac{\sum_{i=1}^{i=1} (P_i \times n_i)}{\sum_{i=1}^m n_i},$$

где $P_{\text{средневзвеш}}$ — средневзвешенная цена акции;

m — количество сделок во время этапа;

P_i — цена одной акции i -й сделки;

n_i — количество акций i -й сделки.

Все последующие этапы начинаются с определения того, подтвердился прогноз события, зачитанный на предыдущем этапе, или нет. Для этого используют игровой кубик (см. Приложение 2). В зависимости от того, произошло событие или нет, корректируются средневзвешенные цены предыдущего этапа. Затем рассчитывают ценовой коридор ($\pm 20\%$), в котором игроки будут совершать сделки с ценными бумагами на этом этапе. Объявляются возможные события, значения вероятности подтверждения прогноза этого события и возможные изменения цен на следующем этапе. Начинается торговля. По ее окончании рассчитываются средневзвешенные цены.

Последний этап начинается, как и обычный этап, однако после корректировки цен торговля не осуществляется, а полученные цены используются для пересчета портфелей ценных бумаг игроков.

Объявления о начале и завершении этапа, ведение таблицы котировок (приложение 4), определение того, подтвердилось событие или нет, осуществляет ведущий игры (как правило, это преподаватель).

Существуют два варианта последовательности прогнозов игровых событий:

1. Случайный выбор. События не связаны друг с другом.
2. Сценарий. События построены в логическую цепочку. При реализации этого варианта игрокам предлагается вытянуть один из нескольких сценариев. Последовательность событий в сценарии не раскрывается.

События могут касаться как конкретного эмитента (например, прибыль ОАО «Лев» по итогам первого полугодия 2002 г. значительно превышает прогноз), так и рынка в целом.

Реквизит игры:

1. «Ценные бумаги». Потребуется акции 3–5 эмитентов.
2. «Деньги». Купюры разных достоинств (4–5).
3. Регистрационные карточки (Приложение 1).
4. Карточки участников (Приложение 2).

Приложение 1

КАРТОЧКА СОБЫТИЙ

Событие	Вероятность подтверждения информации	Изменение цены	
		Если информация подтвердится	Если информация не подтвердится
ОАО «Лев» разрабатывает новое месторождение нефти, по запасам равное 15% имеющихся запасов этой компании	0,83	+20%	-5%
Прогнозируемый объем прибыли ОАО «Козерог» в первом полугодии текущего превысит ожидаемый уровень	0,50	+15%	-5%
Против руководства ОАО «Скорпион» возбуждено дело о неуплате налогов	0,66	-10%	+3%

Приложение 2

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ИГРОВОГО КУБИКА

Перед тем как бросить кубик, определяют, какие значения будут означать, что прогноз подтвердился, а какие, что не подтвердился. Можно пользоваться следующей таблицей:

Вероятность события	Информация подтвердилась, если на кубике выпали	Информация не подтвердилась, если на кубике выпали
0,83	Значения 1, 2, 3, 4, 5	Значение 6
0,66	Значения 1, 2, 3, 4	Значения 5, 6
0,50	Все четные значения	Все нечетные значения
0,33	Значения 1, 2	Значения 3, 4, 5, 6
0,16	Значение 1	Значения 2, 3, 4, 5, 6

ДЕЛОВАЯ ИГРА «ТОРГОВЛЯ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ «С ГОЛОСА»»

Карточка участника

Код участника _____ ФИО _____ Группа _____

Дата « ___ » _____ 200 __ г.

Денежные средства участника:

Номинал «Купюр»	На начало игры		На конец игры	
	Кол-во	Сумма	Кол-во	Сумма
1	10	10		
2	10	20		
5	10	50		
10	5	50		
Итого	—	130		—

Ценные бумаги участника:

Эмитент	На начало игры			На конец игры		
	Номи- нал	Кол-во	Сумма	Рын. цена	Кол-во	Сумма
Скорпион	1	20	20			
Козерог	2	15	30			
Лев	10	5	50			
Итого	—	—	100	—	—	

На начало игры капитал участника составил 230 руб. На конец игры _____ руб. Результат _____ руб.

**РЕГИСТРАЦИОННАЯ КАРТОЧКА СДЕЛОК С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ
(ведется по каждому эмитенту)**

№ сделки	Код покупателя	Код продавца	Цена 1 ценной бумаги (руб.)	Количество (n)	Сумма сделки
1	02	14	2,5	10	25
2	15	08	2,45	20	49
3	09	12	2,40	15	36
...					
m					

ТАБЛИЦА КОТИРОВОК

Этап	«Скорпион»			«Козерог»			«Лев»		
	Нижняя граница цены	Номинал	Верхняя граница цены	Средневзвешенная цена	Верхняя граница цены	Средневзвешенная цена	Средневзвешенная цена предыдущего этапа	Верхняя граница цены	Средневзвешенная цена
Предварительный	0,80	1,00	1,20	1,60	2,00	2,40	8,00	10,00	12,00
1	0,88	1,10	1,32	1,80	2,25	2,92	8,40	10,50	12,60
2		0,98			2,25			10,95	
...									

СОДЕРЖАНИЕ

РАБОЧАЯ ПРОГРАММА УЧЕБНОЙ ДИСЦИПЛИНЫ «РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ»

Раздел 1. Организационно-методический	3
Раздел 2. Содержание дисциплины	4
Раздел 3. Учебно-методическое обеспечение дисциплины	6
Раздел 4. Методические рекомендации по изучению дисциплины	14

ТЕКСТЫ ЛЕКЦИЙ УЧЕБНОЙ ДИСЦИПЛИНЫ «РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ»

Тема 1. Основные понятия рынка ценных бумаг	16
Тема 2. Участники рынка ценных бумаг	22
Тема 3. Основы корпоративного права	27
Тема 4. Рынки акций	32
Тема 5. Рынки долговых ценных бумаг	39
Тема 6. Виды государственных ценных бумаг в России	44
Тема 7. Эмиссия ценных бумаг	46
Тема 8. Инфраструктура рынка ценных бумаг	52
Тема 9. Виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и ее регулирование	56
Тема 10. Обращение ценных бумаг	60
Тема 11. Система регулирования рынка ценных бумаг	64
Тема 12. Регулирование выпуска и обращения векселей	68
Тема 13. Основы финансовых вычислений	74
Тема 14. Производные инструменты (финансовые деривативы)	78
Тема 15. Риск, хеджирование и диверсификация	84
Словарь терминов	92
Материалы для тестовой системы	96
Методические указания по выполнению контрольной работы	106
Материалы практикумов	108

**Новиков Александр Владимирович
Алексеев Егор Евгеньевич
Новгородов Павел Анатольевич
Николаев Игорь Николаевич
Степаненков Юрий Владимирович**

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Учебно-методический комплекс
по специальностям:

080105 «Финансы и кредит»
080109 «Бухгалтерский учет, анализ и аудит»
030501 «Юриспруденция»
080100 «Экономика»

Корректор *Г.А.Есева*

Подписано в печать 20.07.2006. Печать офсетная. Бумага офсетная.
Формат 60x84/8. Усл. п. л. 14. Доп. тираж 500 экз.

Новосибирский государственный университет экономики и управления
630099, Новосибирск, ул. Каменская, 56