



ВЗРЭС / ФИЛИАЛ В БАРНАУЛЕ / КАФЕДРА ФИНАНСОВ И КРЕДИТА

ОПОРНЫЙ КОНСПЕКТ ЛЕКЦИЙ

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ И БИРЖЕВОЕ ДЕЛО

Барнаул, 2005

**Всероссийский заочный финансово-экономический институт
Филиал в г. Барнауле**

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ И БИРЖЕВОЕ ДЕЛО

Опорный конспект лекций

**Издательство «Азбука»
Барнаул 2006**

ББК 65.5

Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Опорный конспект лекций / составитель Юдина И.Н. Барнаул. Изд-во «Азбука», 2006. 119 с.

В предлагаемом конспекте лекций студентам специальностей «Бухгалтерский учет и аудит» и «Финансы и кредит» предложен конспект лекций по курсу «Рынок ценных бумаг», читаемых доцентом каф. финансов и кредита И.Н. Юдиной в 2005/2006 уч. году. Студенты могут использовать данный конспект как дополнение к основным учебным изданиям, рекомендуемыми Программой курса.

В конспекте затронуты все основные вопросы, требуемые для написания аудиторных, контрольных работ и сдачи итогового экзамена. Предложены для ознакомления следующие темы: профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг, организация работы фондовой биржи; различные виды ценных бумаг (акции, облигации, фьючерсы и опционы) и операции с ними.

В Приложении указаны темы лекций и практических занятий и вопросы для подготовки к экзамену. Список литературы и источников информации содержит адреса Интернета для более углубленного изучения.

Глава 1. Фондовый рынок и его организационно-правовое обеспечение

1.1. Роль и функции рынка ценных бумаг

Роль и значение фондового рынка в системе рыночных отношений определяется следующими факторами:

Привлечение свободных средств в виде инвестиций для развития производства;

Обеспечение перелива капитала из затухающих отраслей в развивающиеся;

Привлечение средств для покрытия дефицита федерального и местного бюджета;

Возможность оценить состояние экономики по индикаторам фондового рынка;

Влияние на изменение темпов инфляции;

Рынок ценных бумаг, как и любой другой рынок, представляет собой сложную систему организационно-правовых отношений с определенной технологией проведения операций. Схематично организацию такого рынка можно представить в следующем виде (рис.1):

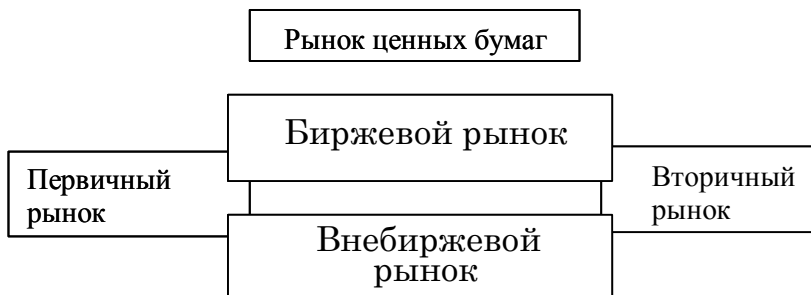


Рис. 1. Структура рынка ценных бумаг

Основной целью рынка ценных бумаг является привлечение инвестиций в экономику. Для реализации этой цели необходимо наличие следующих условий:

- Свобода передвижения капитала
- Обеспечение ликвидности ценных бумаг, которое достигается за счет большого числа продавцов и покупателей и небольшой разнице в цене покупки и продажи
- Наличие торговых систем, обеспечивающих контакт продавцов и покупателей
- Информационная прозрачность рынка.

Информация должна быть точной, правильной и содержательной. Поэтому большое внимание на фондовом рынке уделяется раскрытию информации со стороны эмитентов: о финансовом состоянии предприятия, о предстоящих выпусках ценных бумаг, крупных акционерах и т.д.; со стороны профессиональных участников фондового рынка: о своей квалификации, условиях предоставления клиентам различных услуг, своих финансовых обязательствах; со стороны организаторов торговли о правилах торговли, условиях листинга и т.п.; со стороны органов регулирования об изменениях нормативно-правовой базы, системе контроля за деятельностью на фондовом рынке и соблюдению правил работы.

Фондовый рынок является важнейшим механизмом, обеспечивающим эффективное функционирование всей экономики. В настоящее время в РФ рынок ценных бумаг только развивается одновременно со становлением рыночных отношений. На нем обращается специфический товар – ценные бумаги, которые сами по себе никакой ценности не имеют. Однако они являются титулами собственности, за ними стоят реальные активы, которые в основном и определяют стоимость конкретных ценных бумаг.

Учитывая особый характер деятельности на фондовом рынке, во всех странах введена жесткая система допуска организаций к работе на этом рынке. Для того,

чтобы осуществлять профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, организация должна получить лицензию на право работы с ценными бумагами.

Лицензирование деятельности на фондовом рынке в России проводится с 1992 года. Эта функция первоначально возложена на Минфин РФ, а теперь на ФСФР, которая выдает лицензии инвестиционным институтам для работы на фондовом рынке в качестве:

- Финансового брокера
- Инвестиционной компании
- Инвестиционного фонда

Кроме того, ФСФР осуществляет лицензирование фондовых бирж. Кроме профессиональных участников на фондовом рынке работает большое число других инвесторов, в частности:

- банки
- негосударственные пенсионные фонды
- страховые компании
- физические лица

Все они обладают значительными финансовыми ресурсами, которые, попадая на фондовый рынок, во многом определяют экономическую ситуацию в стране.

Размещение временно свободных денежных средств на фондовом рынке приобретает в последнее время все большую популярность. При грамотном подходе это может принести большую прибыль, нежели банковские депозиты или хранение денег в валюте. К тому же у данного способа размещения средств есть ряд существенных преимуществ:

- доступность для широкого круга лиц (начинать инвестирование можно и с небольшой суммой);
- хорошие перспективы развития российского фондового рынка;
- большой выбор финансовых инструментов для вложения средств;
- оперативность управления (с учетом интернет-технологий и современных средств связи);

- отсутствие ограничений во времени (в отличие от банковского депозита, который оформляется на определенный срок, вы сами решаете, когда продавать акции или облигации, завтра, через месяц или через год);

- самостоятельность в принятии решений, что немаловажно для людей, привыкших полагаться на себя, способных принимать решения и нести ответственность за их последствия;

- и, наконец, это очень выгодный способ получения доходов.

Фондовый рынок в России сравнительно молод, его зарождение происходило в начале 1990-х гг. Он относится к категории развивающихся рынков, для которых характерна высокая доходность, но, как правило, и более высокая степень риска. В последние годы на российском рынке ценных бумаг произошел ряд позитивных изменений: повысилась ликвидность рынка и информационная прозрачность эмитентов, укрепилась законодательная база, наработаны новые механизмы защиты прав инвесторов.

Все вышеперечисленное наряду с улучшением экономической и политической ситуации в стране способствует международному признанию России и повышению ее кредитных рейтингов со стороны международных рейтинговых агентств (Moody`s, Standard & Poor`s, Fitch). Кредитный рейтинг отражает мнение агентства относительно способности и готовности эмитента (в данном случае государства) своевременно и в полном объеме выполнять свои финансовые обязательства.

Рейтинг относит эмитентов к инвестиционной либо к спекулятивной группе. Инвестиционный статус позволяет рассчитывать на заметное увеличение притока инвестиций в страну, так как крупные западные институциональные инвесторы (страховые компании, инвестиционные и пенсионные фонды) не имеют права вкладывать свои средства в страны с низким спекулятивным рейтингом.

В настоящее время Россия вплотную приблизилась к инвестиционному рейтингу. Начиная с 2003 года международные агентства постоянно присваивают России инвестиционные рейтинги. По этой причине считается, что у российских ценных бумаг имеется существенный потенциал для дальнейшего развития.

1.2. Брокерско-дилерская деятельность

Для эффективного функционирования фондового рынка необходимо создание специализированных организаций, осуществляющих тот или иной вид деятельности на фондовом рынке. Эти организации называются профессиональными участниками фондового рынка. Их деятельность лицензируется федеральной комиссией по ценным бумагам и подразделяется на:

- брокерскую деятельность
- дилерскую деятельность
- деятельность по управлению ценными бумагами.
- клиринговую деятельность
- депозитарную деятельность
- деятельность по ведению реестров владельцев ценных бумаг
- деятельность по организации торговли ценными бумагами
- Трейдеры непосредственно осуществляют торговлю ценными бумагами и могут управлять ими по доверенности своих клиентов.

Брокерская деятельность определяет совершение операций с ценными бумагами в интересах клиента по договору поручения или договору комиссии. По договору поручения брокер действует в качестве поверенного, т.е. он заключает сделку от имени клиента и за его счет. В этом случае задача брокера найти для клиента ценные бумаги, которые его бы устраивали по цене, или продать по поручению клиента принадлежащие ему ценные бумаги по указанной цене. Брокер на основании договора поручения оказывает клиенту услуги по покупке ценных

бумаг. Найдя на рынке бумаги нужные клиенту, брокер от его имени заключает договор с владельцем ценных бумаг, а клиент со своего счета оплачивает их приобретение. За свои услуги брокер получает комиссионное вознаграждение. Если клиент дает поручение продать ценные бумаги, то сделка совершается по той же схеме. В этом случае клиент поставляет ценные бумаги покупателю, а последний осуществляет их оплату.

Осуществляя сделку по договору комиссии, брокер, действует в качестве комиссионера и заключает сделку от своего имени, но за счет клиента. В данном случае клиент, заключив с брокером договор комиссии, перечисляет ему денежные средства на покупку ценных бумаг (поставляет брокеру ценные бумаги для продажи), которые у брокера учитываются на забалансовых счетах «депо». Деньги перечисляются в полном объеме или частично согласно условиям договора. Брокер обязан вести раздельный учет своих средств и средств клиента. По договору комиссии м.б. предусмотрено, что брокер имеет право хранить денежные средства клиента, предназначенные для покупки ценных бумаг или полученные от продажи ценных бумаг. Эти денежные средства брокер может использовать для получения прибыли, если это предусмотрено договором комиссии. Часть этой прибыли брокер обязан перечислить клиенту.

Осуществляя свою деятельность, брокер открывает клиенту отдельный счет. Различают кассовый и маржинальные счета. Кассовый счет получил наибольшее распространение, т.к. практически минимизирует риски, связанные с оплатой ценных бумаг. Клиент может отдавать поручения брокеру только в пределах тех средств, которые имеются у него на счете. Иногда брокер фирмы оказывает клиентам услуги по покупке ценных бумаг даже при недостатке средств на его счете. В этом случае брокерская фирма частично оплачивает ценные бумаги счет собственных средств, а клиент обязан в короткий срок погасить долг.

Маржинальный счет дает клиенту право на получение кредита от брокерской фирмы на покупку ценных бумаг или получение ценных бумаг для продажи. Инвестор предоставляет гарантии возврата этих средств. При совершении маржинальной сделки по покупке ценных бумаг они не передаются клиенту, а остаются у брокерской фирмы. Когда клиент полностью рассчитывается за предоставленные ему средства, ценные бумаги зачисляются на его счет. Маржинальные сделки носят характер повышенного риска т.к. клиент рискует не только собственными средствами, но средствами фирмы.

Взаимодействие клиента с брокером основано на составлении клиентом заявки на совершение конкретной операции на фондовом рынке, которую брокер должен исполнить. Заявка является строго формализованным документом, в котором оговорены все условия сделки. Заявка должна содержать следующие обязательные параметры:

- формальные реквизиты клиента
- место совершения сделки
- вид и количество приобретаемых (продаваемых) ценных бумаг
- цена исполнения сделки
- срок выполнения заказа

В зависимости от конкретных указаний в заявке относительно цены исполнения различают следующие виды заявок:

Рыночный заказ (market order) означает, что клиент доверяет брокеру продать (купить) определенное количество ценных бумаг по цене, которая сложилась на рынке в данный момент (рыночной цене). Рыночный заказ основан на полном доверии между брокером и клиентом. Отдавая приказ клиент уверен, что его поручение будет исполнено по наилучшей цене, т.е. покупка будет по *min* цене, а продажа по *max* цене. Если клиент ориентирован на долгосрочные вложения, на получение дивидендов и прирост курсовой стоимости ценных бумаг, то для него уровень цены покупки не имеет решающего

решения. Однако брокер выполнит заявку по наилучшей цене обычно в течении одного рабочего дня. (торговой сессии)

Лимитный заказ (limit order) означает, что клиент в заявке оговорил предельное значение цены по которой брокер должен продать (купить) ценные бумаги. Брокеру поручается продать по конкретной или большей цене или купить по конкретной или меньшей цене. К таким заявкам прибегают клиенты, совершающие краткосрочные вложения стремящиеся заработать на резких колебаниях курсовой стоимости, поэтому уровень цены имеет для них решающее значение. Исполнение лимитного поручения может занять достаточно длительный период времени (больше одного торгового дня) особенно, если лимитная цена существенно отличается от рыночной. В этом случаи заявка заносится в базу данных и будет исполнена по мере появления рыночных цен соответствующих заявке.

Одной из разновидностей лимитных приказов является установление предельной цены при исполнении рыночных заказов, чтобы застраховаться от резкого снижения цен при продаже или роста цен при покупке ценных бумаг. Например, клиент намерен купить большой пакет конкретных ценных бумаг. Он выдает брокеру приказ на их покупку по рыночной цене, но не выше порогового значения. При этом порог в данный момент выше рыночных цен. Брокер немедленно приступает к покупке, и будет скупать ценные бумаги до того момента пока цена не достигнет порогового значения. После этого приобретение ценных бумаг прекращается, но может возобновиться при снижении рыночной цены ниже порога. Т.о. клиент застрахован от покупки ценных бумаг по слишком высокой цене. Аналогично устанавливают порог при продаже ценных бумаг.

Стоп-заказ (stop-order) предусматривает установление клиентом предельных значений цен, при достижении которых брокер обязан продать (купить) ценные бумаги.

Стоп-заказы применяются для защиты клиента от возможных потерь в связи с изменением рыночной конъюнктуры или в связи со стремлением сохранить заработанную прибыль при росте курсовой стоимости.

Одним из важнейших параметров заявки является срок исполнения. В зависимости от сроков различают:

Дневной заказ Он действует в течении одного торгового дня. Он подлежит исполнению в тот день, в который поступила заявка. В биржевой практике заявка в которой не указан срок исполнения считается однодневной и подлежит исполнению в день ее поступления. Если в течении дня эту заявку исполнить не удалось, то она автоматически аннулируется.

Открытый заказ сохраняется в силе до момента его исполнения и закрывается по распоряжению клиента. Обычно максимальный срок таких заказов 90 дней.

Заказ по открытию (закрытию) предусматривает, что заявка клиента должна быть удовлетворена в момент близкий к открытию или закрытию торгов. Обычно в это время наблюдается сильная динамика курсовой стоимости ценных бумаг.

Различают также виды заявок по последовательности сделок, по объемам купли (продажи), по эмитентам ценных бумаг, по стратегии брокера. Наиболее интересен вариант когда заявка исполняется на собственный выбор брокера (по его стратегии принятия решения). В этом случае клиент фактически передает брокеру свои финансовые средства в управление и полностью доверяет ему совершение операций по купле продаже ценных бумаг в пределах заданного денежного лимита. Периодически брокер отчитывается перед клиентом по совершенным операциям и полученному инвестиционному доходу.

Наличный счет. Маржинальный счет. Чтобы купить или продать акции, вы должны обратиться в брокерскую контору – инвестиционную компанию, являющуюся членом фондовой биржи или НАУФОР и зарегистри-

стрированную в ФКЦБ в качестве брокера-дилера, с заявлением на открытие счета. Счет может быть наличным или маржинальным.

При открытии наличного счета (cash account) инвестор должен быть готов заплатить полную стоимость покупаемых акций в течение 3 дней со дня совершения сделки. Специальное постановление разрешает брокерской компании аннулировать сделку по наличному счету, если она не была оплачена вовремя.

Если покупатель совершил частичный платеж, но остается к исходу третьего дня должен брокеру более 500 долларов, неоплаченная часть ценных бумаг продается. Однако, если долг инвестора не превышает 500 долларов, брокер имеет некоторую свободу выбора. Он может предоставить инвестору на пополнение счета дополнительное время.

Так, если инвестор информирует брокера, что невозможность платежа вызвана чрезвычайными обстоятельствами, он может ходатайствовать о предоставлении дополнительного времени. Заявление о продлении срока оплаты должно быть одобрено национальной фондовой биржей, Национальной Ассоциацией Фондовых Дилеров (NASD) или федеральным резервным банком.

Одним из самых неприятных последствий несвершения платежа в полном объеме может стать замораживание счета на 90 календарных дней после того, как брокерская фирма предпримет какие-либо действия в отношении неоплаченной части ценных бумаг. Это означает, что инвестор в этот период может использовать счет для покупки ценных бумаг лишь при условии внесения полной предоплаты.

Постановление «Об утверждении Правил осуществления брокерской деятельности при совершении маржинальных сделок на рынке ценных бумаг» (от 21.03.2001 г.) регулирует и условия и порядок открытия маржинального счета (margin account). По условиям договора маржинального счета инвестор при покупке цен-

ных бумаг имеет право воспользоваться брокерским кредитом. Правила совершения операций с маржей, как и то, какие бумаги могут стать их предметом, и какой процент цены покупатель обязан уплатить из своих средств, устанавливаются ФКЦБ¹.

В периоды, когда рынок переживает сильное падение, инвесторы, активно использующие заимствованные средства, сталкиваются с невозможностью выполнить требования брокера о внесении дополнительных средств (margin call). В результате происходит панический сброс ценных бумаг, что еще более усугубляет кризис. Это одна из причин, по которой федеральный орган по рынку ценных бумаг (тогда ФКЦБ) выпустил Правила, ограничивающее долю заимствованных средств при покупке с первоначальной маржей 60% и критической = 30%; в этом случае, для ограничения потерь инвестору следует вовремя закрыть открытые маржинальные позиции.

Предоставление залога в обеспечение займа является одним из ключевых моментов при операциях с маржей. Когда вы совершаете покупку ценных бумаг по маржинальному счету, вы закладываете их в качестве гарантии выполнения своих обязательств, как того требует законодательство. Брокерские компании в свою очередь имеют право перезакладывать клиентские ценные бумаги в обеспечение банковских кредитов. Именно это право определяет способность брокерских компаний предоставлять своим клиентам кредиты на покупку ценных бумаг.

Все акции, купленные с использованием маржи, должны подлежать «уличной» регистрации, или регистрации на имя брокера (Street Name). Это означает, что акционерный сертификат выписывается на брокера, но цен-

¹ В список ценных бумаг, разрешенных ФКЦБ для целей маржинальной торговли входят: РАО ЕЭС России (ao и ap); ОАО Лукойл (ao); ОАО ГМК «Норильский никель», ОАО «Ростелеком» (ao, ap); АО «Сбербанк» (ao, ap); ОАО «Юкос» (ao); «Мосэнерго» (ao), АО «Татнефть» (ao), ОАО «Сургутнефтегаз (ao, ap); ОАО «Сибнефть» (ao).

ные бумаги, право собственности на которые он подтверждает, не рассматриваются как часть личного имущества брокера. Последний, в случае необходимости, оперативно и без лишних формальностей может реализовать заложенные таким образом клиентские ценные бумаги.

Клиент является «бенефициарным собственником», т.е. фактическим владельцем ценных бумаг, зарегистрированных на имя брокера. Он получает все преимущества, связанные с владением акциями: дивидендный доход, доход в виде приращения капитала, право голоса на собраниях акционеров, преимущественное право подписки на новые акции, право ликвидировать позицию полностью или частично.

В случае возникновения требования о пополнении маржи (margin call) клиент при отсутствии денежных средств может депонировать на счет имеющиеся у него в наличии ценные бумаги.

Согласно правилам биржевой торговли, брокеры имеют право предоставлять клиентам займы для покупки ими акций. То есть, имея на счете, скажем, 50 тыс. рублей, вы можете совершать покупки акций на сумму 100 тысяч. Если же покупка оказалась удачной, то вместе с ростом объема сделки растет и полученная прибыль. Такая схема называется «торговлей с маржей». Учитывая то, что плата за пользование этой услугой составляет всего несколько сотых процента в день, а рыночные колебания цен составляют от одного процента и выше, можно рассчитывать на то, что ваши дополнительные затраты легко окупятся.

Аналогично у брокера можно занять вместо денег акции, которые можно продать в надежде на то, что они подешевеют. Если это произойдет, вы сможете затем купить эти акции по более низкой цене, вернуть их брокеру в качестве погашения займа, а разница в цене составит вашу прибыль. Такая операция в профессиональных кругах называется «короткой позицией» (от англ. Short).

Заемные средства следует использовать осторожно, так как с ростом вероятной прибыли растет и вероятная величина убытков. Рассмотрим сказанное на примере.

У вас на счете имеется 50 000 руб. и вы выбираете способ инвестиции. В этот момент на рынок поступили новости о том, что мировые цены на нефть и нефтяные продукты резко упали. Вы понимаете, что в этом случае прибыли нефтеперерабатывающих предприятий снизятся, что приведет к падению стоимости акций этих предприятий. В этой ситуации вы решаете продать акции одной из нефтяных компаний, скажем, НК «Лукойл», чтобы потом купить их по более дешевой цене, и на разнице заработать. Но как продать то, чего у вас нет? И вы занимаете эти акции у своего брокера. Допустим, что рыночная цена акций составляет 915 рублей за штуку, возможность кредита составляет 100% от ваших средств, плата за кредит – 0,08% от суммы кредита в день, количество дней займа – два. В этих условиях сумма ваших собственных средств составляет 50 тыс. руб., еще 50 тысяч вы занимаете у брокера, и на полученную сумму продаете 109 акций НК «Лукойл» ($100\ 000 : 915 = 109$ шт.).

Через два дня вы видите, что ваш прогноз оправдался, и цены акций упали до 860 рублей за штуку. В этот момент вы принимаете решение откупить указанное количество акций и рассчитаться с брокером по кредиту. Вы тратите на покупку 109 штук акций 93 740 рублей. На падении рынка вы заработали за два дня 6 100 рублей (с учетом брокерского кредита 160 рублей). От заработанных вами денег брокерская комиссия составила 2,6%, а ваша операция за два дня принесла вам 12,2% прибыли от суммы собственных средств.

Как видно из примера, применение операций с маржей резко увеличивает потенциал прибыли. Однако, в той же мере растет и риск понести убытки. Поэтому такие операции относятся к категории операций с высоким риском.

Дилерская деятельность состоит в купле-продаже ценных бумаг юридическим лицом от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки (продажи) с обязательством исполнения сделок по объявленным ценам. Дилером может быть только юридическое лицо. На дилера возлагается важнейшая функция – поддержание фондового рынка. Принимая на себя обязательства по котировке ценных бумаг, дилеры формируют

уровень цен на фондовом рынке. Эти цены подлежат публичной котировке т.е. оно объявляются на рынке и доступны не только дилерам, но и широкому кругу инвесторов. Объявляя публичные котировки, дилер может сообщить и другие существенные условия: количество покупаемых (продаваемых) ценных бумаг, срок действия объявленных цен и др. Участник рынка, зная условия совершения сделки, осуществляет их и, если они его устраивают, заключает, сделку с дилером на предложенных условиях. Дилер обязан эту сделку исполнить.

Осуществляя котировки ценных бумаг, дилер обладает, как правило информацией о состоянии эмитента. Однако эта информация не всегда доступна широкому кругу участников рынка. Поэтому на дилера возлагается обязанность раскрывать информацию об эмитенте и консультировать клиентов по вопросам приобретения тех или иных ценных бумаг. Дилерская деятельность как по операциям с государственными ценными бумагами, так и по операциям с корпоративными ценными бумагами подлежит лицензированию. Для обеспечения гарантий исполнения сделок дилер должен обладать достаточным собственным капиталом.

Если дилер совмещает свою деятельность с брокерской, то он обязан:

- действовать исключительно в интересах клиента
- обеспечивать своим клиентам наилучшие условия исполнения сделок
- доводить до клиентов всю необходимую информацию о состоянии рынка, эмитентов, ценах спроса и предложения, риска др.

Деятельность по управлению ценными бумагами осуществляется юридическим лицом или индивидуальным предпринимателем по управлению переданными ему во временное управление и владение ценными бумагами. Для передачи ценных бумаг в управление оформляется договор доверительного управления по которому учредитель управления передает доверительному управляющему на определенный срок ценные бумаги

или денежные средства для приобретения ценных бумаг. Доверительный управляющий осуществляет управление в интересах учредителя управления или указанного им лица (выгодоприобретателя). Осуществляя доверительное управление, управляющий вправе принимать в отношении ценных бумаг и денежных средств, в соответствии с условиями договора, любые действия в интересах клиента. Получив активы в управление, доверительный управляющий совершает сделки по купле-продаже ценных бумаг от своего имени. Он несет ответственность перед учредителем и выгодоприобретателем, возмещая убытки и упущенную выгоду.

1.3. Инфраструктура рынка ценных бумаг

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

На бирже процедура совершения сделок распадается на ряд этапов:

- поручение брокеру на совершение операции
- заключение биржевой сделки между брокерами
- сверка условий сделки и вычисление взаимных обязательств по поставке ценных бумаг от продавца к покупателю и по расчетам денежных средств.
- исполнение сделки, заключающееся в переводе ценных бумаг покупателю и перечислению денежных средств продавцу, а также уплате комиссионных бирже, брокерам и др. участникам, обеспечивающим биржевую торговлю.

В связи с тем, что на последних двух этапах возникает большой информационный поток, обработка которого требует больших трудовых затрат, появились специализированные клиринговые (расчетные) организации.

Клиринговая деятельность это деятельность по определению взаимных обязательств, возникающих на фондовом рынке между продавцами и покупателями ценных бумаг, и их зачету по поставкам ценных бумаг покупателям и денежных средств продавцам.

Основными функциями клиринга и расчетов по ценным бумагам являются:

- сбор информации по заключенным сделкам, ее сверка и корректировка при наличии расхождений, подтверждение о совершении сделки.
- учет зарегистрированных сделок и проведение вычислений по ним.
- определение взаимных обязательств по поставкам и расчетам участников биржевой торговли.
- обеспечение поставки ценных бумаг от продавца к покупателю
- организация денежных расчетов по сделкам
- обеспечение гарантий по исполнению заключенных сделок

Одним из важнейших факторов, который обеспечивается клиринговой организацией является период исполнения сделки или расчетный период-это время от момента совершения сделки до получения ценных бумаг (денежных средств). Чем короче этот период тем более эффективно функционирует фондовый рынок.

При больших оборотах на бирже контроль за каждой сделкой, даже стандартизированной, оказывается весьма трудоемким и дорогостоящим делом. Для обеспечения такого контроля вводят так называемые системы клиринга, в задачи которых как раз и входит контроль за тем, чтобы все сделки, заключенные на бирже, правильно адресовались и выверялись. Задачей клиринговой системы является установление и подтверждение параметров всех заключенных в данной системе сделок и подведение итогов.

Существует несколько разновидностей клиринга, по разным признакам:

- непрерывный клиринг осуществляется в режиме реального времени, то есть, каждая заключенная на бирже сделка немедленно поступает в обработку. Эта система применяется при относительно невысоких объемах сделок, либо при наличии очень мощного аппаратно-программного обеспечения;

- периодический клиринг производится регулярно с определенной периодичностью (ежечасно, ежедневно или еженедельно). К моменту учета накапливается информация обо всех сделках, заключенных на бирже в течение соответствующего периода, а затем обрабатываются все сделки разом. Такая технология учета гораздо выгоднее по затратам, однако, она отстает по срокам. На практике периодический клиринг производится в конце каждой торговой сессии, что является компромиссом между стоимостью обработки и необходимым временем.

Клиринг может быть двухсторонним и многосторонним. Двухсторонний клиринг проводится таким образом, чтобы выяснить, 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: по итогам торговой сессии А купил у Б 300 акций, за что должен перечислить Б 27 000 рублей. И так для каждой пары А и Б.

Многосторонний клиринг является логическим продолжением двухстороннего клиринга. В учете он идет дальше и суммирует все сделки каждого участника торгов с разными контрагентами. В результате каждый участник получает по каждому виду ценных бумаг одну позицию.

Депозитарная деятельность представляет собой комплекс по оказанию услуг, связанных с хранением сертификатов ценных бумаг и (или) учетом и переходом прав на ценные бумаги. Депозитарной деятельностью могут заниматься только юридические лица на основании лицензии.

Клиент, пользующийся услугами депозитария называется депонентом. Ему открывается счет-депо, на котором учитываются ценные бумаги депонента и производятся записи обо всех операциях, совершенных депонентом с ценными бумагами. То, что ценные бумаги переданы на хранение депозитария, подтверждается выпиской со счета-депо. Сама по себе выписка не является ценной бумагой и не может служить предметом купли-продажи. Взаимоотношения депонента и депозитария регулируются договором в котором отражается срок действия, предмет договора, порядок передачи ценных бумаг на хранение, учета прав, порядок отчетности, оплата услуг депозитария и др.

Главная задача депозитария – обеспечить сохранность ценных бумаг или прав на ценные бумаги и действовать исключительно в интересах депонента.

Депозитарий может быть как структурным подразделением в составе инвестиционного института, так и самостоятельной организацией.

Денежные средства клиентов брокера учитываются на специальном клиентском счете, открытом в расчетном банке при бирже (для ММВБ, например, в качестве такого банка выступает НКО «Расчетная Палата ММВБ»).

Для уменьшения рисков участников торгов принимаются специальные меры, позволяющие бирже принять на себя существенную их часть. Например, в ряде случаев для выставления ценных бумаг на торги биржа требует заранее передать продаваемые бумаги на хранение в специальный торговый депозитарий. Депозитарий выступает в качестве передаточного звена ценных бумаг от продавца к покупателю. Он гарантирует наличие и подлинность продаваемых ценных бумаг.

С другой стороны, покупатели могут обязать положить определенную сумму денег в специальный расчетный банк, который выполняет ту же роль, что и депозитарий, но по отношению к деньгам. Расчетный банк и депозитарий тесно связаны с биржей, и при получении

от нее уведомления о заключении сделки одновременно передают деньги продавцу, а ценные бумаги – покупателю, обеспечивая тем самым безрисковое исполнение сделок – «поставку против платежа».

Деятельностью по ведению реестров владельцев ценных бумаг признаются сбор, фиксация, обработка, хранение и представление зарегистрированным лицам и эмитентам данных из системы ведения реестра.

Реестр ведется только по именованным ценным бумагам с целью идентификации владельцев бумаг. Вести реестр может непосредственно эмитент или специализированная организация, имеющая лицензию на этот вид деятельности. Юридическое лицо, осуществляющее ведение реестра, именуется специализированным регистратором. Система ведения реестра представляет собой совокупность внутренних учетных документов:

- лицевые счета владельцев бумаг
- лицевые счета зарегистрированных залогодержателей
- учет ценных бумаг, принятых на баланс акционерного общества
- журнал учета выданных и погашенных сертификатов ценных бумаг
- учет начисленных доходов (дивидендов) по ценным бумагам и др.

Одной из важнейших частей системы ведения реестра является сам реестр владельцев ценных бумаг, который представляет список всех зарегистрированных лиц с указанием количества, номинальной стоимости категории принадлежащих им ценных бумаг. Это позволяет регистратору знать всех владельцев именных бумаг на конкретную дату. На каждого владельца ценной бумаги в реестре открыт лицевой счет, на котором отражаются все сведения о владельце. Внесение изменений в лицевые счета производится в случае покупки или продажи владельцем ценной бумаги, а также при глобальных операциях, осуществляемых эмитентом по дробле-

нию и консолидации акций и в случаи конвертации ценной бумаги в другие виды финансовых активов.

Деятельность регистраторов контролируется Федеральной комиссией по ценным бумагам и в отличие от других профессиональных участников фондового рынка, деятельность по ведению реестра является исключительной и не подлежит совмещению с другими видами деятельности на фондовый рынок

Деятельностью по организации торговли на фондовом рынке признается комплекс услуг непосредственно способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами между участниками фондового рынка. Торговля на фондовый рынок может осуществляться двумя способами:

- организация торгов на фондовых биржах (биржевая торговля)
- проведение торгов на внебиржевом рынке

Профессиональные участники фондовый рынок осуществляющие этот вид деятельности называются организаторами торговли Организаторами торговли могут быть фондовые биржи и внебиржевые торговые системы типа РТС (российская торговая система).

Главной задачей организаторов торговли является создание условий для проведения операций по купле-продаже ценных бумаг по формализованным правилам совершения сделок, минимизация сроков оформления сделок, сокращение времени проведения расчетов, снижение рисков для инвестора.

Фондовые биржи и организаторы внебиржевой торговли действуют на основании лицензии и по правилам утвержденным ФКЦБ. К торговле на биржевом рынке допускаются ценные бумаги только надежных эмитентов. Для этого они должны пройти процедуру листинга, под которым понимается совокупность действий по оценке эмитента и соответствия его ценных бумаг требованиям для включения их в котировочный лист. Если компания прошла листинг, то ее ценные бумаги допускаются к

биржевой торговле. При проведении листинга оценивается финансовое состояние компании, определяются надежность и инвестиционные качества ценной бумаги, степень их ликвидности и др. параметры. Решение о допуске ценных бумаг на биржу принимает листинговая комиссия на основе аналитического заключения, а также с учетом известности компании, занимаемого места на отраслевых рынках и др.

Решение о допуске ценной бумаги на биржу утверждается биржевым советом. С момента включения компании в листинг она обязана регулярно представлять на биржу информационные материалы о своей деятельности, которые раскрывают ее финансовое состояние, а результаты анализа являются основанием для сохранения фирмы в листинге или исключения компании из списка (делистинг). Делистинг производится в случае банкротства компании эмитента, нарушения ею правил биржевой торговли, непредставления финансовых отчетов и др.

Ценные бумаги прошедшие листинг обращаются на биржевом рынке, по ним заключаются регулярные сделки купли-продажи. Роль биржи очень высока в перераспределении ресурсов между отраслями, установлении реальных рыночных цен, мобилизации инвестиций для развития производства.

Вторичное обращение ценных бумаг, или вторичный рынок ценных бумаг, – это последующая за первичным размещением торговля ценными бумагами, осуществляемая по курсовой стоимости. Если первичное размещение связано в основном с внебиржевым рынком, то вторичный рынок подразумевает осуществление как внебиржевого рынка, так и биржевого рынка.

Основные различия между внебиржевым рынком и фондовой биржей состоят в следующем:

- на внебиржевом рынке отсутствует единый финансовый центр и четко выраженные границы; сделки заключаются разбросанными по всей территории инвестиционно-финансовыми фирмами и

- финансовыми посредниками по телефонной и компьютерной сети;
- внебиржевой рынок (в отличие от биржевого) не устанавливает жесткого набора требований к торгующим лицам и объектам торговли, не вводит единых правил заключения сделок;
 - на внебиржевом рынке стоимость ценных бумаг определяется переговорными процессами продавца с покупателем один на один; фондовой биржей курсовая стоимость ценной бумаги формируется широким кругом продавцов и покупателей.

Важнейший элемент биржевой фондовой торговли – механизм допуска ценных бумаг на фондовую биржу – листинг. Многие компании, выпустившие на финансовый рынок свои ценные бумаги, стремятся включить их в реестр фондовых ценностей (котировочные списки) бирж. Это диктуется следующими двумя основными преимуществами, которые предоставляют торговля именно списочными ценными бумагами.

Во-первых, регистрация ценной бумаги предполагает определенный набор требований, предъявляемых к эмитенту со стороны биржи, что создает престиж и привлекает внимание широкого круга инвесторов.

Во-вторых, регулярность биржевой отчетности на страницах деловой прессы позволяет лучше информировать владельцев ценных бумаг о тенденциях стоимости и доходности и привлекает новых покупателей, и ведет к установлению ликвидного рынка списочного выпуска.

Эмитент ищет пути тесного сотрудничества с фондовой биржей, если предполагаемые выгоды от этого компенсируют издержки, связанные с выплатой единовременного (регистрационного) и ежегодных (поддержания в хорошем состоянии списка ценных бумаг) сборов, а также с необходимостью публичного раскрытия информации об изменениях в экономическом и юридическом положении компании, прямо или косвенно влияющих на стоимость ценных бумаг или доходов по ним.

Краткая характеристика основных торговых площадок

Московская Межбанковская Валютная Биржа (ММВБ, интернет-сайт www.micex.ru) ММВБ – ведущая торговая площадка России, на которой проводятся торги по акциям и облигациям более 100 российских эмитентов.

ММВБ стала основной площадкой торговли акциями благодаря тому, что с 1999 г. начала активно развивать технологии удаленного доступа к торгам (интернет-трейдинг). Широкие возможности интернет-трейдинга привлекают все большее число инвесторов. Другим преимуществом ММВБ стало отсутствие ограничений на минимальные объемы заключаемых сделок, что привлекает на биржу и частных инвесторов – физических лиц.

ММВБ обеспечивает выполнение сделок с ценными бумагами на условиях «поставка против платежа» с предварительным депонированием средств. Контроль «поставки против платежа» страхует участников рынка и их клиентов от риска потери денежных средств и ценных бумаг. В день исполнения сделки денежные средства и ценные бумаги блокируются в НКО «Расчетная Палата ММВБ» (расчетный банк) и в НДЦ (расчетный депозитарий), и окончательная поставка и платеж происходят только после команды от ММВБ при выполнении контрагентами своих обязательств. Система «поставки против платежа» сводит практически к нулю риски неисполнения сделок одним из контрагентов. Сделки на ММВБ являются безадресными (анонимными), в них покупатель и продавец неизвестны.

Российская торговая система (РТС, сайт www.rts.ru).

До 1999 г. РТС была основной биржей, организующей торги акциями российских эмитентов. На сегодняшний день торги акциями происходят на «классическом» рынке РТС (внебиржевом), в том числе за валюту, и на биржевом рынке РТС.

Основные операторы «классического» рынка РТС – нерезиденты и крупные российские инвестиционные компании и банки. Это связано с тем, что к участникам торгов на этой площадке предъявляются особые требования по объему сделки (минимальный размер составляет порядка 5000 долларов). Сделки на классическом рынке РТС являются адресными (известны покупатель и продавец), и заключаются по телефону.

Биржевой рынок акций функционирует с 2002 г. на базе технологии СГК (системы гарантированных котировок). Участники рынка получили возможность торговать с единой рублевой денежной позиции широким набором акций с депонированием активов и исполнением обязательств в рублях. Функции организатора торговли на биржевом рынке акций выполняет Фондовая биржа Санкт-Петербург», клиринговым центром выступает НП «Фондовая биржа РТС», расчетным центром – НКЦ «Расчетная палата РТС».

Помимо торговли акциями, РТС обеспечивает работу инвесторов с корпоративными и государственными облигациями, еврооблигациями, фьючерсными контрактами и опционами на акции и фондовые индексы.

В конечном счете, РТС объединяет следующие рынки:

- рынок акций РТС с расчетами в валюте и рублях (классический и биржевой);
- FORTS– фьючерсы и опционы РТС с расчетами в рублях;
- RTS Bonds – рынок облигаций в РТС;
- RTS Board – система индикативных котировок акций, не допущенных к обращению в РТС;
- НКЦ-Векселя – система индикативных котировок векселей российских компаний.

Фондовая биржа «Санкт-Петербург» (сайт www.spbex.ru)

Фондовая биржа «Санкт-Петербург» выступает организатором торговли акциями и срочными контрактами, к примеру, на ней сосредоточен основной оборот ак-

ций ОАО «Газпром» на внутреннем рынке. Клиринг по заключенным сделкам выполняет НП «Фондовая биржа РТС», расчеты – НКЦ «Расчетная палата РТС».

Расписание торгов.

Фондовая секция ММВБ

10.15: 10.30 Предторговый период

10.30: 18.45 Торговая сессия (основная)

18.45: 19.00 Послеторговый период

17.00: 19.05 Режим торгов «неполные лоты»

Выставление заявок и заключение сделок в Секции фондового рынка ММВБ производится в течение торгового дня, который делится на следующие периоды:

предторговый период (определяется цена открытия);

основная торговая сессия;

послеторговый период (сделки совершаются по средневзвешенной цене, за последние 30 минут основной торговой сессии);

«неполные лоты» – в это время можно купить или продать некоторое количество акций, не соответствующее стандартному лоту.

РТС (классический рынок акций):

11.00 – 19.00 Торговая сессия

Биржевой рынок акций РТС через фондовую биржу «Санкт-Петербург»:

10.30 – 18.45 Торговая сессия

18.35 – 18.45 Торги акциями с неполным лотом

Срочный рынок РТС (FORTS)

10.30 – 18.45 Торговая сессия

1.4. Нормативно-правовая основа развития рынка ценных бумаг в РФ

Нормативно-правовой базой функционирования фондового рынка являются федеральные законы, постановления Правительства РФ, указы Президента РФ, и нормативные акты Федеральной комиссии по ценным бумагам. Основными из них являются:

ФЗ «О рынке ценных бумаг»

ФЗ «О банках и банковской деятельности»

ФЗ "О Центральном банке РФ"
ФЗ «О защите прав инвесторов»
ФЗ «О товарных биржах и биржевой торговле»
ФЗ «О акционерных обществах»
ФЗ «О государственном внутреннем долге в РФ»
ФЗ «О приватизации государственных и муниципаль-
пальных предприятий в РСФСР»

Гражданский кодекс РФ (Ч.1 и Ч.2)

Указы Президента по развитию рынка ценных бумаг в РФ.

Положение о Федеральной комиссии по ценным бумагам и др.

Федеральный Закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ (ред. от 18.06.2005) «О рынке ценных бумаг». Данным законом регулируются отношения, возникающие при эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг независимо от типа эмитента. (Ст.1).

В **Разделе II** определены профессиональные участники РЦБ, в частности брокерская деятельность (Ст.3); дилерская деятельность (Ст.4); деятельность по управлению ценными бумагами (Ст.5) и по определению взаимных обязательств (клиринг). Клиринговая организация, осуществляющая расчеты по сделкам с ценными бумагами обязана сформировать спецфонды для снижения риска неисполнения сделок с ценными бумагами (Ст.6).

Депозитарная деятельность – оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг или учету и переходу прав на ценные бумаги (Ст.7).

Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг – сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных (Ст.8). Реестр – список зарегистрированных владельцев с указанием количества, номинальной стоимости и категории принадлежащих им именных ценных бумаг, составленный по состоянию на любую установленную дату и позволяющий идентифицировать этих владельцев, количество и категорию принадлежащих им ценных бумаг.

Деятельность по организации торговли на РЦБ (Ст.9). Организатор торговли обязан раскрыть следующую информацию любому заинтересованному лицу: правила допуска участника рынка ценных бумаг к торгам; правила заключения и сверки сделок; порядок исполнения сделок; список ценных бумаг, допущенных к торгам и пр.

Глава 3. Фондовая биржа – организатор торговли на РЦБ в форме некоммерческого партнерства или АО; организует торговлю только между членами биржи (Ст.12). Членами фондовой биржи могут быть любые профессиональные участники РЦБ. Она обязана обеспечить гласность и публичность проводимых торгов путем оповещения её членов о месте и времени проведения торгов, о списке и котировке ценных бумаг, допущенных к обращению и результатах торговой сессии (Ст.13).

Раздел III «Об эмиссионных ценных бумагах». Предусмотрен выпуск в одной из следующих форм: именные, как правило, в бездокументарной форме; на предъявителя в документарной форме с выдачей сертификата (Ст. 16).

Глава 5. Эмиссия ценных включает следующие этапы: принятие решения о выпуске; регистрация выпуска; изготовление сертификата при документарной форме; размещение бумаг и регистрация отчета об итогах выпуска (Ст.19). В случае открытой (публичной) эмиссии, требующей регистрации проспекта эмиссии, эмитент обязан обеспечить доступ к информации, содержащейся в проспекте эмиссии (Ст.23).

Раздел IV Информационное обеспечение рынка ценных бумаг. Под раскрытием информации понимается обеспечение её доступности всем заинтересованным в этом лицам независимо от целей её получения (Ст.30).

Глава 8 «Об использовании служебной информации на рынке ценных бумаг». К ней относится любая, не являющаяся общедоступной информация об эмитенте и выпущенных им эмиссионных ценных бумагах. Лица, обладающие такой информацией, получают привилегирован-

ное положение (Ст.31). Такие лица не имеют права использовать эту информацию для заключения сделок (Ст.33).

Раздел V. «Регулирование рынка ценных бумаг». Осуществляется путем установления обязательных требований к деятельности эмитентов, профессиональных участников; регистрация выпусков и проспектов эмиссии и контроль за соблюдением условий; лицензирование деятельности профучастников; создание системы защиты прав владельцев и контроль за соблюдением их прав эмитентами и профучастниками рынка ценных бумаг;; запрещения и пресечения деятельности лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность на рынке без лицензии (Ст. 38). Деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг лицензируется тремя видами лицензий: лицензией профессионального участника рынка ценных бумаг, лицензией на осуществление деятельности по ведению реестра, лицензией фондовой биржи (Ст.39).

Глава 12. Федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг – федеральный орган исполнительной власти по проведению государственной политики в области рынка ценных бумаг, контролю за деятельностью профучастников. Её полномочия не распространяются на процедуру эмиссии долговых обязательств Правительства РФ и ценных бумаг субъектов РФ. Функции федерального органа: разработка основных направлений развития рынка; стандартов эмиссии ценных бумаг, проспектов эмиссии; требования к правилам осуществления профдеятельности с ценными бумагами; устанавливает обязательные требования к порядку ведения реестра; обеспечивает раскрытие информации о зарегистрированных выпусках ценных бумаг, профучастниках РЦБ и др.(Ст. 42).

Положение о порядке лицензирования различных видов профессиональной деятельности на РЦБ РФ (Постановление ФКЦБ от 15.08. 2000 и в ред. от 12 02. 2003 № 03–11/пс). Профессиональная деятельность на РЦБ осуществляется исключительно на

основании лицензий, выдаваемых федеральной комиссией (ФКЦБ) или федеральными органами исполнительной власти, ЦБ. Требования, предъявляемые к профессиональным участникам:

1. Соответствие организационно-правовой формы установленной законом;

2. Наличие в штате специалистов, имеющих аттестат ФКЦБ;

3. Размер собственного капитала должен быть не менее суммы эквивалентной 50 тыс. ЭКЮ на осуществление брокерской деятельности – 75 тыс. евро для дилерской деятельности; деятельность по доверительному управлению – 450 тыс. евро; клиринг – 100 тыс. евро; 2 млн. евро для получения лицензии фондовой биржи. Биржевая деятельность может совмещаться только с депозитарной и клиринговой.

Дилером (буквально-делец, торговец) может выступать как фирма, так и отдельное лицо. Лицензия проф. участника РЦБ на осуществление брокерской и дилерской деятельности может быть выдана только коммерческой организации, созданной в форме АО или ООО. Лицензия проф. участника РЦБ на осуществление только брокерской деятельности может быть выдана гражданину, зарегистрированному в качестве индивидуального предпринимателя.

Постановление Правительства РФ от 9 апреля 2004 г. N 206 «Вопросы Федеральной службы по финансовым рынкам»². В соответствии с Указом Президента Российской Федерации от 9 марта 2004 г. N 314 «О системе и структуре федеральных органов исполнительной власти» Правительство Российской Федерации постановляет:

² Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России), являющаяся федеральным органом исполнительной власти по проведению государственной политики в области рынка ценных бумаг согласно Указу Президента России В.В. Путина №314 от 9 марта

1. Установить, что Федеральная служба по финансовым рынкам является федеральным органом исполнительной власти, осуществляющим функции по контролю и надзору на финансовых рынках, и находится в ведении Правительства Российской Федерации.

2. Федеральная служба по финансовым рынкам осуществляет свою деятельность непосредственно и через свои территориальные органы.

3. Передать Федеральной службе по финансовым рынкам территориальные органы упраздняемой Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг.

4. Основными функциями Федеральной службы по финансовым рынкам являются:

а) осуществление государственной регистрации выпусков ценных бумаг и отчетов об итогах выпуска ценных бумаг, а также регистрации проспектов ценных бумаг;

б) обеспечение раскрытия информации на рынке ценных бумаг в соответствии с законодательством Российской Федерации;

в) осуществление в рамках установленных федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации функций по контролю и надзору в отношении эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг и их саморегулируемых организаций, акционерных инвестиционных фондов, управляющих компаний акционерных инвестиционных

2004 года, упразднена. Тем же Указом Президента России создана Федеральная служба по финансовым рынкам. Согласно Постановлению правительства РФ от 30 июня 2004 года №317 "Об утверждении Положения о Федеральной службе по финансовым рынкам", Федеральная служба по финансовым рынкам является федеральным органом исполнительной власти, осуществляющим функции по принятию нормативных правовых актов, контролю и надзору в сфере финансовых рынков (за исключением страховой, банковской и аудиторской деятельности). Федеральная служба по финансовым рынкам находится в ведении правительства РФ. Главой Федеральной службы по финансовым рынкам назначен Вьюгин Олег Вячеславович.

фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов и их саморегулируемых организаций, специализированных депозитариев акционерных инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, ипотечных агентов, управляющих ипотечным покрытием, специализированных депозитариев ипотечного покрытия, негосударственных пенсионных фондов, Пенсионного фонда Российской Федерации, государственной управляющей компании, а также в отношении товарных бирж.

5. Федеральная служба по финансовым рынкам осуществляет:

- обобщение практики применения законодательства РФ в сфере своей компетенции и внесение в Правительство предложений о его совершенствовании;
- разработку в установленном порядке проектов законодательных и иных нормативных правовых актов;
- организацию исследований по вопросам развития финансовых рынков.

1.5. Российские саморегулируемые организации

Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) – это некоммерческая организация, объединяющая около 950 профессиональных участников рынка ценных бумаг и лицензированная ФКЦБ как саморегулируемая организация. Она несет обязательства по контролю за деятельностью брокеров/дилеров, являющихся членами ассоциации, по сбору и передаче ФКЦБ информации от брокеров/дилеров, не являющихся ее членами, но имеющих лицензии ФКЦБ, а также по сбору и оценке заявок на получение лицензий ФКЦБ. Основными функциями и направлениями деятельности НАУФОР являются:

- разработка правил и стандартов профессиональной деятельности членов ассоциации;

- контроль за соблюдением своими членами правил и стандартов ассоциации, а также норм законодательства;
- разрешение споров между членами и разработка кодекса профессиональной этики;
- консультирование по вопросам законодательства, касающегося выпуска ценных бумаг;
- содействие в разъяснении членам новых законодательных актов;
- профессиональная подготовка членов ассоциации и проведение для них семинаров.

НАУФОР проводит регулярные инспекции и проверки своих членов в целях обеспечения неукоснительного соблюдения установленных в ассоциации стандартов профессиональной деятельности. Дисциплинарный комитет НАУФОР рассматривает случаи нарушения членами ассоциации кодекса профессиональной этики и располагает полномочиями вводить против нарушителей санкции, включая штрафы и лишение лицензии брокера/дилера.

Более подробную информацию о НАУФОР можно получить на ее сайте: www.naufor.ru.

Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД) – это профессиональная ассоциация, контролирующая и поддерживающая участников рынка капитала, занятых в сфере администрирования и учета ценных бумаг. Это саморегулируемая организация, контроль и регулирование деятельности которой осуществляет ФКЦБ. ПАРТАД является некоммерческой организацией и объединяет около 240 членов (140 регистраторов и 100 депозитариев).

Будучи саморегулируемой организацией, ПАРТАД инспектирует и проверяет своих членов, сообщает о нарушениях уставных документов компаний и стандартов профессиональной деятельности ассоциации. В ПАРТАД действует дисциплинарный комитет, и в случае выявления серьезных нарушений ассоциация рекомендует

ФКЦБ аннулировать лицензии ее членов. ПАРТАД изучает заявки на получение лицензии до передачи их на рассмотрение в ФКЦБ. Помимо выполнения регулирующих функций, ПАРТАД предоставляет своим членам следующие услуги:

- разрабатывает и внедряет стандарты деятельности своих членов;
- оказывает содействие в разработке нормативно-правовых актов;
- консультирует своих членов по вопросам применения законодательства;
- публикует ежеквартальный рейтинг регистраторов;
- готовит персонал регистраторов и экзаменует должностных лиц на право получения квалификационных аттестатов.

С другой информацией о ПАРТАД можно ознакомиться на ее сайте *www.partad.ru*.

Глава 2. Ценные бумаги и их характеристики

2.1. Виды и классификация ценных бумаг

Ценной бумагой в соответствии с ГК РФ называется документ удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление и передача которых возможны только при его предъявлении.

Ценной бумаге присущи следующие свойства:

- ценная бумага свидетельствует о праве собственности на капитал (акции)
- ценная бумага отражает отношения займа между инвестором и эмитентом (облигация, вексель)
- ценная бумага дает право на получение определенного дохода от эмитента
- ценная бумага в виде акции дает право на участие в управлении акционерным обществом.
- ценная бумага дает право на получение доли в имуществе предприятия эмитента при его ликвидации.

Одним из существенных свойств ценной бумаги является ее способность служить предметом купли-продажи на фондовом рынке. Ценные бумаги обращаются на рынке, обеспечивая перелив капитала от одного эмитента к другому, а также извлечение доходности от прироста курсовой стоимости. Ценная бумага может служить залогом при получении кредита, обеспечением исполнения обязательств, быть объектом других гражданских отношений.

Ценные бумаги могут быть классифицированы по различным признакам. Так было введено понятие эмиссионной ценной бумаги. К ней относятся акции, облигации, инвестиционные паи. Они характеризуются следующими параметрами:

- закрепляют совокупность имущественных и неимущественных прав

- размещаются выпусками
- имеют равные объемы, и сроки реализации прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценных бумаг

В зависимости от того, в какой форме инвестор предоставляет капитал эмитенту и как эти средства отражаются в имущественном комплексе предприятия, различают долевые и долговые ценные бумаги.

Долевая ценная бумага закрепляет права владельца на часть имущества, подтверждает участие владельца в формировании уставного капитала, дает право на получение части прибыли и на участие в управлении предприятием. К ним относят акции, сертификаты акций, инвестиционные паи.

Долговая ценная бумага отражает отношения займа между ее владельцем и эмитентом, который обязуется ее выкупить в установленный срок и выплатить определенный процент. К долговым ценным бумагам относят облигации, которые могут быть:

- государственными ценными бумагами, которые выпускаются Правительством РФ;
- муниципальными ценными бумагами, которые выпускаются местными органами власти;
- корпоративными ценными бумагами, которые выпускают предприятия бизнеса.

По **реализации прав** закрепленных ценной бумагой различают:

- предъявительские ценные бумаги
- именные ценные бумаги
- ордерные ценные бумаги

По **форме выпуска** различают:

- документарные ценные бумаги
- бездокументарные ценные бумаги

По **стадиям обращения** различают:

- ценные бумаги первичного рынка
- ценные бумаги вторичного рынка

В зависимости от возможности досрочного погашения различают:

- безотзывные ценные бумаги
- отзывные ценные бумаги

Существуют и другие признаки по которым классифицируются ценные бумаги. В соответствии ГК РФ на российском фондовом рынке допущены к обращению следующие виды ценных бумаг:

- Государственные облигации
- Корпоративные облигации
- Вексель
- Чек
- Депозитный сертификат
- Сберегательный сертификат
- Акции
- Производные ценные бумаги и др.

Наиболее распространенными видами ценных бумаг на российском фондовом рынке являются акции и государственные облигации, которые и будут более подробно рассматриваться в данной работе.

2.2. Акции, их виды и инвестиционные свойства

Согласно закона РФ «О рынке ценных бумаг» акция – это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение части прибыли акционерного общества и на часть его имущества при его ликвидации. Она является бессрочной т.е обращается на рынке до тех пор пока существует выпустившее ее акционерное общество. Акционерное общество не обязано ее выкупать. Акции бывают именными и на предъявителя. Выделяют две категории акций: обыкновенные (простые) и привилегированные. Обыкновенные акции отличаются от привилегированных следующими чертами:

- они предоставляют право владельцу участвовать в голосовании на собрании акционеров;
- выплата по ним дивидендов и ликвидационной стоимости при ликвидации предприятия может

осуществляться только после распределения соответствующих средств среди владельцев привилегированных акций.

Привилегированные акции отличаются от обыкновенных тем, что как правило не предоставляют право участвовать в голосовании на собрании акционерного общества (если такое не закреплено в уставе АО). Однако такое право появляется у владельцев, если собрание принимает решение о не выплате дивидендов по привилегированным акциям или обсуждает вопросы, касающиеся имущественных интересов владельцев этих акций. Привилегированные акции, по сравнению с обычными, характеризуются также тем, что предоставляют преимущественное право их владельцам на получение дивидендов и ликвидационной стоимости предприятия при его ликвидации. Еще одним отличием является то, что по обыкновенным акциям дивиденд может не выплачиваться. По привилегированным акциям, размер дивиденда которых определен в уставе, невозможна полная невыплата дивиденда. Дивиденды по ним должны быть выплачены хотя бы частично.

Владение привилегированной акцией связано с меньшим риском для инвестора, так как она предоставляет ему право получать дивиденды и ликвидационную стоимость в первую очередь по сравнению с владельцами обыкновенных акций. В тоже время, в случае успешной работы предприятия ее владелец, скорее всего, получит меньший дивиденд по сравнению с обыкновенной акцией. Акционер, купив привилегированную, конвертируемую акцию, страхует себя в определенной степени на случай не очень успешной деятельности АО и, в то же время, оставляет возможность, конвертирования акции в обыкновенную, повысить уровень своих доходов.

Различают так же размещенные и объявленные акции. Размещенные акции это реализованные акции. Они определяют величину уставного фонда АО. Объявленные

акции – это акции, которые АО вправе размещать дополнительно к размещенным.

Одной из основных характеристик акции является номинал (нарицательная стоимость) Сумма номинальных стоимостей всех размещенных акций составляет уставный капитал АО. Номинальная стоимость всех размещенных привилегированных акций не должна превышать 25% уставного капитала АО. Номинальная стоимость акции, как правило, не совпадает с ее рыночной стоимостью. У хорошо работающего АО она выше номинала, а у плохо работающего-ниже номинальной стоимости. Сумма всех номинальных стоимостей акций определяет уставный фонд АО.

От уставного фонда следует отличать понятие «капитализация». Капитализация – это показатель, характеризующий объем капитала компании в рыночной оценке, воплощенный в акциях. Он определяется, как произведение текущей рыночной цены размещенных акций на их количество.

Другой характеристикой акции является доход. Доход по акциям может быть представлен в двух формах – в виде прироста курсовой стоимости и в качестве дивиденда. Прирост курсовой стоимости приносит доход в момент ее продажи. Если это не сделать своевременно, то курс акции может упасть. Прирост курсовой стоимости возникает по двум причинам. Во-первых это спекулятивный сделки по перепродажи бумаг на фондовом рынке (по той же причине курс может и упасть). Во-вторых, это реальный прирост активов предприятия. Получив прибыль, АО делит ее на две части. Одна часть выплачивается в виде дивидендов, другая – реинвестируется для поддержания и расширения производства. Реинвестируемая прибыль, приобретающая форму основных и оборотных средств, реально наполняет акцию и ведет, как правило, к росту ее стоимости.

Другим источником дохода акционера является дивиденд. Если инвестор не склонен к риску, ему следует остановиться на акциях по которым регулярно выплачиваются дивиденды, хотя в этом случае их цена может

расти и не очень быстро Большая надежность такой ситуации состоит в том, что инвестор реально получает доход уже в период владения акцией. Даже если в будущем курсовая стоимость упадет, то все равно он уже реализовал часть дохода

Серьезные финансовые решения требуют учета большого количества факторов. Общее представление об инвестиционной привлекательности акции можно составить на основе нескольких простых показателей.

Первый показатель – это ставка дивиденда. Ставка дивиденда определяется как отношение годового дивиденда к текущей цене акции и записывается (в%):

$D = Div/P * 100\%$, где D – ставка дивиденда в%; Div – дивиденд в валюте; P – текущая цена акции в валюте. При расчете данного показателя обычно используют значение реально выплаченного дивиденда. Ставка дивиденда показывает, какой уровень доходности инвестор получит на свои инвестиции за счет возможных дивидендов, если купит акцию по текущей цене. Ставка дивиденда может дать вкладчику представление о том, в какой преимущественно форме приносит доход акция, в виде дивидендов или за счет курсовой стоимости. Принимая решение с учетом показателя ставки дивиденда, необходимо проследить ее динамику за длительный период.

Другой показатель – срок окупаемости акции. Он измеряется в годах и определяется как отношение текущей цены акции (P) к чистой прибыли на одну акцию (E), которое заработало предприятие, если представить, что вся прибыль выплачивается в качестве дивиденда, (E) – это вся прибыль на акцию. Она делится на дивиденд и реинвестируемую в производство прибыль.

Срок окупаемости $= P/E$, или коэффициент кратное прибыли

Из практики известно, что 10–15 лет окупаемости это высокий показатель, 1–2 года – низкий. Это связано с тем, что когда инвесторы уверены в хороших перспективах предприятия, то срок окупаемости возрастает, так

как поднимается цена акции вследствие увеличившегося спроса. Для эмитента это хорошо, поскольку создает ему хорошие условия привлечения дополнительных финансовых ресурсов. В то же время акция с высоким значением P/E – это не всегда наилучший выбор для инвестора, т.к. в значительной степени прирост ее курсовой стоимости может оказаться уже исчерпанным. Небольшое значение P/E означает, что цена акции невысока, поскольку инвесторы не верят в надежные перспективы. Приобретение такой акции сопряжено, как правило, с более значительным риском.

Следующий аналитический показатель – это отношение текущей цены акции (P) к ее балансовой стоимости (B). Балансовая стоимость акции определяется вычитанием из стоимости активов компании суммы ее обязательств и делением на количество акций. Для хорошо работающего предприятия P/B должно быть больше 1, но не слишком высоким, что говорило бы о переоценке курса акций. Обычно этот показатель равен 1,25–1,3.

Необходимо также рассмотреть такой показатель как величина прибыли на одну акцию EPS. Его определяют делением объявленной прибыли предприятия на общее количество акций. Поскольку акции различных предприятий отличаются друг от друга по стоимости то с его помощью сложно проводить сравнение между акциями. Лучше воспользоваться отношением объявленной прибыли к объему капитализации предприятия на начало периода, за который была объявлена прибыль (или отношением прибыли на одну акцию к ее цене в начале периода). Полученная цифра дает представление об эффективности инвестирования одного рубля средств в ту или иную компанию.

На Западе оценку качества дают аналитические компании. Наиболее известными из них являются «Moody's Investors Service», «Standard & Poor». Наиболее надежные компании получили название «голубые фишки» – это надежные, и ведущие в своих отраслях компании.

Классификация акций. Если вы решили приобрести акции и стоите перед выбором, какие из них заслуживают вашего внимания в качестве объекта для инвестирования, вы должны знать, что существует несколько видов акций. Ваш выбор той или иной категории акций должен быть продиктован, прежде всего, соответствием ее характеристик вашей инвестиционной цели, размеру располагаемых ресурсов и индивидуальной склонности к риску.

На американском фондовом рынке чаще всего различают следующие категории акций:

- голубые фишки (Blue Chip Stocks),
- копеечные акции (Penny Stocks),
- акции стоимости (Value Stocks),
- акции роста (Growth Stocks),
- акции дохода (Income Stocks),
- циклические акции (Cyclical Stocks),
- спекулятивные акции (Speculative Stocks) и
- защитные акции (Defensive Stocks).

«Голубыми фишками» на Уолл Стрит называют самые популярные акции. Среди эмитентов акций данной категории такие именитые компании, как General Electric, Dupont, IBM, Proctor&Gamble, т.е. компании, которые имеют солидную репутацию и стабильные позиции на рынке. Индекс Dow Jones Industrial Average, в состав которого входят акции 30 крупнейших компаний США, называют «индексом голубых фишек».

Обычно по таким акциям регулярно в течение продолжительного времени выплачиваются дивиденды, вне зависимости от того, благополучный год был у компании или неудачный, кроме того, покупатели голубых фишек вполне могут рассчитывать на невысокий, но стабильный доход в виде прироста капитала в результате роста цен на данные акции.

Копеечные акции получили свое название из-за сравнительно невысокой цены, которая обычно не превышает 5.00 долл. Именно низкая цена определяет

большую привлекательность копеечных акций для индивидуальных инвесторов, которые часто не имеют достаточных средств для построения портфеля из дорогих акций крупных компаний. Некоторые копеечные акции значительно вырастают в цене, принося свои владельцам баснословные прибыли, однако нередки случаи, когда компании-эмитенты копеечных акций оказываются малорентабельными или вообще терпят банкротство.

Акциями стоимости называют недооцененные акции. Это акции, рыночная цена которых по тем или иным причинам ниже их «внутренней» (справедливой) стоимости, которая рассчитывается на основе реальных финансовых показателей компании-эмитента. Недооцененность акций иногда объясняется тем, что выпустившая их компания функционирует в отрасли, непривлекательной для инвесторов.

Эмитентом **акций роста** чаще всего выступают молодые и динамично развивающиеся компании, имеющие высокий потенциал дальнейшего роста. Обычно такие компании вкладывают значительные средства в инновационные разработки и почти полностью реинвестируют полученную прибыль в целях расширения деятельности и увеличения своей рыночной доли, поэтому по их акциям дивиденды, если и выплачиваются, то очень низкие.

Покупатели акций роста должны быть готовы пожертвовать текущим доходом (дивидендами) ради будущего приращения капитала. Кроме того, нужно помнить, что рыночная цена акций роста может быть подвержена более значительным колебаниям по сравнению с другими акциями.

Акции дохода привлекают инвесторов, рассчитывающих на получение постоянного дивидендного дохода. Компания способна регулярно выплачивать своим акционерам хорошие дивиденды, если стабильность ее прибыли объясняется, например, конкурентными преимуществами ее товаров или услуг.

Циклическими называются акции тех компаний, результаты деятельности которых зависят от развития экономического цикла, причем для некоторых отраслей существуют свои циклы конъюнктуры. Когда общеэкономические условия складываются благоприятно, прибыль циклической компании растет вместе с котировками ее акций. При ухудшении экономической конъюнктуры прибыль компании снижается, и цены на ее акции начинают падать.

Одной из характеристик **спекулятивных акций** является неоправданно завышенное соотношение между рыночной ценой и чистой прибылью на акцию (коэффициент «цена/прибыль», price to earnings ratio). К примеру, в конце 90-х годов хорошим примером спекулятивных акций были акции большинства Интернет-компаний, имевших очень высокую рыночную капитализацию на фоне незначительных прибылей или даже убытков. К спекулятивным часто относятся акции, впервые размещаемые на рынке. На них предъявляется ажиотажный спрос, питаемый надеждами на быстрый рост их курсовой стоимости.

Ценовая динамика **защитных акций** показывает устойчивость в периоды падения на рынке. Их эмитентами являются компании, деятельность которых менее подвержена изменениям экономической конъюнктуры, так как спрос на их продукцию в периоды кризиса почти не снижается (фармацевтические и коммунальные компании, компании, производящие продукты питания и т.п.). Защитные акции включаются в инвестиционный портфель в качестве страховки от резкого падения стоимости других его составляющих.

Если вы не можете спокойно наблюдать за резкими колебаниями котировок и не менее резкими изменениями стоимости вашего портфеля, вам следует остановиться на акциях компаний-гигантов, уже проверенных временем. Если же вы нацелены на максимальную доходность ваших вложений и готовы взять на себя повышенный риск, объектом вашего внимания могут стать акции малых компаний с большим потенциалом роста.

2.3. *Облигации и их виды*

Облигация – это срочная долговая ценная бумага, удостоверяющая отношение займа между ее владельцем и эмитентом. Облигации может выпускать государство, местные органы власти, частные предприятия. Наиболее важное отличие облигации от акции состоит в том, что облигация представляет собой долговое обязательство эмитента, т.е. предоставленный ему кредит, оформленный в виде ценной бумаги. Все платежи по облигациям эмитент должен осуществлять в первую очередь по сравнению с акциями и в обязательном порядке. Облигация является срочной бумагой, т.е. эмитируется на определенный период времени и по его истечению должна выкупаться. Как правило, эмитент покупает ее по номиналу. Облигации могут выпускаться с условием досрочного погашения эмитентом. По времени обращения облигации подразделяются на краткосрочные (до одного года), среднесрочные (до 5 лет) и долгосрочные (до 30 лет). Облигации могут быть, именованными и на предъявителя.

Существуют различные виды облигаций. Классическая облигация представляет собой ценную бумагу, по которой выплачивается фиксированный доход. Этот доход называется процентом или купоном, саму облигацию именуют купонной. Купон в свою очередь может быть постоянным или переменным в зависимости от экономической ситуации. Также, может меняться в течении срока существования и номинал облигации, тогда их называют индексированными.

Существуют облигации бескупонные: это, как правило, короткие ценные бумаги доход по которым определяется приростом курсовой стоимости между размещением и погашением облигации. Другой вид облигации – это конвертируемая облигация. В соответствии с условиями эмиссии ее можно обменять на акции или другие облигации. Чаще всего обмен происходит на акции акционерного общества, выпустившего облигации.

Облигация имеет номинал. Как правило, при погашении облигации инвестору выплачивается сумма, равная номиналу.

Различные облигации могут приносить инвестору различную доходность. Главным образом, это определяется следующими причинами. Во-первых, кредитным рейтингом эмитента. Чем он ниже, тем более доходной должна быть облигация, чтобы компенсировать вкладчику более высокий риск. Поэтому наименьшей доходностью характеризуются государственные облигации, так как кредитный риск по таким бумагам практически отсутствует. Во-вторых, от срока обращения облигации. Чем больше период времени, на который они выпущены, тем больше должен быть процент, чтобы вкладчик согласился инвестировать в них средства.

Рейтинг облигации определяется способностью выполнять в срок свои обязательства. В международной практике присваиваются следующие рейтинги:

АА – очень высокий, А-высокий, ВВВ – приемлемый, ВВ – немного спекулятивный, В-спекулятивный, ССС – СС – высокоспекулятивный, С – проценты не выплачиваются, D-банкротство. Более тонкие различия в уровнях рейтинга обозначаются символами + и –. Рейтинг не присваивается облигациям, выпущенным центральными государственными органами, поскольку они считаются абсолютно надежными.

Современный российский рынок облигаций – это главным образом рынок государственных краткосрочных облигаций (ГКО). ГКО можно разделить на облигации рыночных и нерыночных займов. облигации рыночных займов свободно обращаются на вторичном рынке. Наиболее известные из них – это ГКО, облигации федеральных займов ОФЗ, облигации государственного сберегательного займа – ОГСЗ, облигации внутреннего валютного займа ОВВЗ. Облигации нерыночных займов не могут обращаться на вторичном рынке.

Итак, ГКО – это облигация с нулевым купоном, которая выпускается в безналичной форме на периоды 3,6,12 месяцев. Эмитент – Минфин РФ. Агентом по обслуживанию выпусков облигаций выступает ЦБ РФ. В качестве расчетной базы по ГКО считается год. Первичное размещение и вторичный рынок облигаций представлены на ММВБ. К ММВБ подключены ряд региональных бирж, которые образуют единую торговую систему. Размещение ГКО происходит в виде первичных аукционов. ЦБ РФ объявляет условия очередного выпуска ГКО, он указывает объем выпуска, объем неконкурентных заявок для непервичных дилеров дату выпуска и дату погашения.

Лица, желающие участвовать в аукционе, передают свои заявки дилерам с указанием цены, по которой они хотели бы приобрести облигации. Такие заявки называются конкурентными. Существуют неконкурентные заявки. Они представляют собой согласие инвестора приобрести облигации по средневзвешенной цене аукциона. Минфин РФ устанавливает, некоторую минимальную цену продажи облигаций инвесторам она называется ценой отсекающей. Операции с ГКО можно осуществлять только через банки и финансовые компании, уполномоченные ЦБ РФ. Облигации предназначены для физических и юридических лиц, резидентов и не резидентов.

В прессе информация по ГКО дается по конкретным выпускам. Каждому выпуску присваивается свой код, например 21006 RMFS. Первые две цифры (21) трехмесячные ГКО. Следующие три цифры (006) говорят о порядковом номере выпуска. Буквы RMF представляют собой – Минфин РФ. Буква (S) указывает на то, что бумага является государственной.

ОФЗ – это облигация федерального займа с переменным купоном, то среднесрочные бумаги. Эмитентом выступает Минфин РФ. Агентом по обслуживанию является ЦБ РФ. Условия выпуска и обращения ОФЗ аналогичны ГКО. Размещение и обращение ОФЗ организовано на ММВБ. Величина купонного дохода рассчитывается на основе выпусков ГКО, погашение которых будет производиться в период от 30 дней

до даты выплаты очередного купонного дохода до 30 дней после его выплаты. Она определяется как средневзвешенная величина на основе средневзвешенной доходности за последние 4 торговые сессии до даты объявления купона. Код ОФЗ начинается с цифр 24, например, 24006 RMFS.

Корпоративные облигации. Надежность корпоративных облигаций несколько ниже, чем у государственных или муниципальных долговых обязательств. Она может варьироваться от оценки «investment grade bonds» (надежные бумаги инвестиционного уровня) до «junk bonds» («мусорные облигации», эмитент которых сулит значительную доходность, но не может в качестве гарантии представить даже свою историю или репутацию, поэтому риск потери, принимаемый на себя инвестором в этом случае, очень велик). В то же время доходность по корпоративным облигациям превышает доходность по государственным или муниципальным обязательствам.

Номинал корпоративных облигаций составляет чаще всего 1000 долл., а процентные платежи осуществляются раз в полгода. Определяющим обстоятельством при оценке надежности корпоративных облигаций является их обеспеченность активами компании-эмитента.

В зависимости от обеспечения различают следующие виды облигаций:

Collateral trust bonds – обязательства, обеспеченные финансовыми активами компании.

Convertible bonds – конвертируемые облигации, которые дают своему держателю право обменять их на другие бумаги (чаще всего обыкновенные акции) того же эмитента.

Debentures – «дебентуры» – долговые обязательства, обеспеченные честным словом и добрым именем заемщика.

Equipment trust certificates – долговые обязательства, эмитентами которых выступают транспортные компании, а обеспечением служат транспортные средства (самолеты, железнодорожные вагоны и т.п.)

Guaranteed bonds – гарантированные облигации, поручителем по которым выступает не эмитент, а третье лицо.

Income bonds – доходные облигации, процент по которым выплачивается лишь при условии, что компания-эмитент имеет достаточную прибыль.

Junk (high-yield bonds) – «мусорные» облигации сочетают обещание высокой доходности с высоким риском неплатежа со стороны заемщика.

Mortgage bonds – облигации, обеспеченные ипотекой на земельные участки или здания.

Subordinated debentures – субординированные облигации – долговые обязательства с более низким статусом по сравнению с другими бумагами заемщика. В случае банкротства они оплачиваются эмитентом во вторую очередь.

Предложение корпоративных облигаций чаще всего осуществляется по схеме первичного публичного размещения (initial public offering, IPO) через посредничество группы андеррайтеров, которые подписываются на весь выпуск и размещают его среди широкого круга инвесторов. Затем облигации свободно обращаются на вторичном рынке.

Следует различать номинальную стоимость облигации, или основную сумму долга, которая будет выплачена заемщиком при наступлении даты погашения, и рыночную цену облигации, которая меняется каждый день в зависимости от движения процентных ставок на рынке, а также от конкретного для каждой бумаги соотношения «риск/доходность» (risk/reward ratio).

2.4. Доходность по облигациям.

Кривая доходности

Текущая доходность (current yield) облигации рассчитывается делением годового купона (фиксированного процентного платежа) на текущую рыночную цену облигации. Когда облигация покупается по своей номинальной стоимости, ее доходность совпадает с купонной ставкой.

Доходность и цена всегда движутся в противоположных направлениях. Цена – главный корректирующий инструмент, приводящий доходность облигации в соответствие с общим уровнем процентных ставок на рынке.

Вот, например, как меняется текущая доходность облигации с номиналом в 1000 долл. и с купонной ставкой 8% в зависимости от рыночной цены:

1). В случае покупки облигации по номинальной цене, текущая доходность составляет 8%

$80 \text{ долл. (годовой процент)} / 1000 \text{ долл. (цена покупки)} \times 100\% = 8\%$

2). В случае покупки облигации с дисконтом по цене 800 долл., текущая доходность

составляет 10% ($80 \text{ долл.} / 800 \text{ долл.} \times 100\% = 10\%$).

3). В случае покупки облигации с премией по цене 1200 долл., текущая доходность

составляет $6 \frac{2}{3}\%$ ($80 \text{ долл.} / 1200 \text{ долл.} \times 100\% = 6 \frac{2}{3}\%$).

Но наиболее точным показателем дохода, который получит держатель облигации, является доходность к погашению (yield to maturity), которая учитывает как процентные платежи (оставшиеся до срока погашения), так и уровень уплаченной за облигацию на вторичном рынке цены (была ли она куплена с премией, т.е. выше номинальной стоимости, или с дисконтом, соответственно, ниже номинала). Формула расчета доходности к погашению использует сложный годовой процент, поэтому самостоятельная калькуляция вручную достаточно трудоемка. Специалисты для расчета пользуются специальными компьютерными программами или облигационными таблицами.

Итак, облигации с различными сроками погашения имеют разные доходности. Инвесторы используют графическую интерпретацию зависимости уровня процентных ставок от фактора времени для прогнозирования экономической конъюнктуры и будущего поведения фондового рынка. Так называемая кривая доходности (yield curve) строится в системе координат, где по оси абсцисс

откладываются различные сроки погашения, от 3 месяцев до 30 лет, а по оси ординат – процентные ставки (рис.2).

Обычно по краткосрочным обязательствам предлагаются более низкие ставки доходности, так как инвестор несет меньший риск. Чем дольше период времени, на который отдаются займы средства, тем выше должно быть вознаграждение инвестора. Нормальная кривая доходности плавно идет вверх слева направо, отражая постепенный рост доходности в зависимости от срока погашения. Однако иногда кривая меняет свою форму, что означает наступление очередного поворотного пункта в развитии экономики и время для пересмотра представлений инвесторов о темпах экономического роста в будущем.

Самыми показательными являются 4 формы, которые может принимать кривая доходности: нормальная (normal curve), крутая (steep curve), перевернутая (inverted curve), плоская или выпуклая (flat or humped curve).

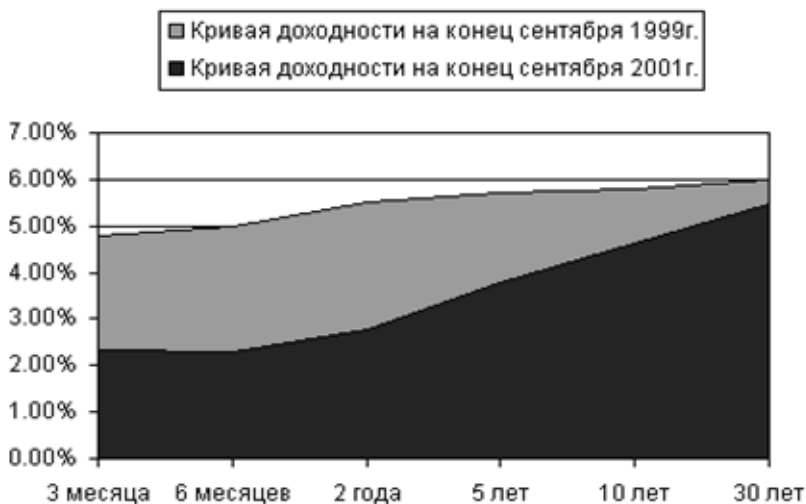


Рис. 2. Кривая доходности по облигациям
Нормальная кривая. Если инвесторы ожидают, что экономика будет развиваться равномерными темпами без за-

метных скачков инфляции, кривая доходности плавно поднимается вверх. При отсутствии явных диспропорций в экономике инвесторы, вкладывающие деньги на более длительный период времени, ожидают получить повышенное вознаграждение в виде более высоких процентных ставок. Так, с увеличением срока погашения плавно растет и доходность. Данная кривая – показатель того, что рынок находится в середине стадии роста.

Крутая кривая. Обычно доходность по 30-летним правительственным облигациям на три процентных пункта превышает процентную ставку по 3-месячным казначейским векселям. Когда этот разрыв увеличивается, и наклон кривой доходности становится круче, держатели долгосрочных долговых обязательств сигнализируют о том, что они ожидают в будущем значительного улучшения экономической конъюнктуры. Данная форма кривой характерна для начала циклического подъема по прошествии фазы рецессии. Период экономической стагнации приводит к удержанию краткосрочных ставок на низком уровне, тогда как с ростом экономической активности и оживлением спроса на инвестиционные ресурсы, ставки в долгосрочном периоде начинают расти.

Перевернутая кривая. На первый взгляд данная форма кривой кажется парадоксальной: почему долгосрочные инвесторы соглашаются на более низкую доходность по сравнению с краткосрочными инвесторами, которые берут на себя меньший риск? Решение долгосрочных инвесторов объясняется их ожиданием снижения темпов роста экономики. Они уверены в том, что сейчас это их последний шанс получить определенный уровень доходности на ближайшие годы, перед тем как в экономике наступит спад. Данная форма кривой встречается достаточно редко и всегда предвещает сильный спад и долгую депрессию в экономике.

Плоская или выпуклая кривая. На временном промежутке, перед тем, как кривая становится перевернутой, она приобретает плоскую или выпуклую форму, т.е. долгосрочные процентные ставки находятся почти на од-

ном уровне с краткосрочными, а среднесрочные ставки иногда принимают более высокие значения. Не всегда плоская или выпуклая кривая преобразуется в полностью перевернутую. С другой стороны, не следует пренебрегать данным этапом в динамике кривой доходности только потому, что она гарантированно не может предсказать скорое наступление экономического спада – высокая вероятность этого сохраняется.

Глава 3. Теория портфельного инвестирования

3.1. Понятие и виды портфелей

Портфель – это набор финансовых активов, которыми располагает инвестор. В него могут входить как инструменты одного вида, например, акции или облигации, или разные активы: ценные бумаги, производные финансовые инструменты, недвижимость. Главная цель формирования портфеля состоит в стремлении получить требуемый уровень ожидаемой доходности при более низком уровне ожидаемого риска. Данная цель достигается, во-первых, за счет диверсификации портфеля, т.е. распределении средств инвестора между различными активами, и, во-вторых, тщательного подбора финансовых инструментов. В теории и практике управления портфелем существуют два подхода: традиционный и современный. Традиционный основывается на фундаментальном и техническом анализе. Он делает акцент на широкую диверсификацию ценных бумаг по отраслям. В основном приобретаются бумаги известных компаний, имеющих хорошие производственные и финансовые показатели. Кроме того учитывается их более высокая ликвидность, возможность приобретать и продавать в больших количествах и экономить на комиссионных.

Развитие широкого и эффективного рынка, статистической базы, а также быстрый прогресс в области вычислительной техники привели к возникновению современной теории практики управления портфелем финансовых инструментов. Она основана на использовании статистических и математических методов подбора финансовых инструментов в портфель, а также на ряде новых концептуальных подходов.

Главными параметрами при управлении портфелем, которые необходимо определить менеджеру, являются его ожидаемая доходность и риск. Ожидаемая до-

ходность портфеля оценивается как среднеарифметическая взвешенная доходность входящих в него активов. Формируя портфель, менеджер не может точно определить будущую динамику его доходности и риска. Риск портфеля зависит от корреляции доходностей входящих в него активов. Формируя портфель, следует включать в него активы с наименьшими значениями корреляции доходностей. Поэтому свой инвестиционный выбор менеджер строит на ожидаемых значениях доходности и риска. Данные величины оцениваются, в первую очередь, на основе статистических отчетов за прошедшие периоды времени. Поскольку будущее вряд ли прошлое со стопроцентной вероятностью, то полученные оценки менеджер может корректировать согласно своим ожиданиям развития будущей конъюнктуры.

Доминирующий портфель – это портфель, который имеет самый высокий уровень доходности для данного уровня риска или наименьшее значение риска для данного значения доходности. Доминирующий портфель является наилучшим выбором для инвестора из числа всех возможных портфелей.

Эффективный портфель – это набор доминирующих портфелей. Его также называют эффективной границей.

Портфель, состоящий из рискованного актива и актива без риска, именуют кредитным портфелем. Если вкладчик берет заем и инвестирует средства в рискованный актив, то он формирует **заемный портфель**.

Таким образом, сделав выбор в пользу вложения денежных средств в ценные бумаги необходимо сформировать портфель ценных бумаг. Математические выкладки, поэтому вопросу приведены выше, а практические рекомендации из собственного опыта работы на фондовом рынке в качестве трейдера таковы:

Портфель ценных бумаг должен состоять из двух частей. Первая часть – это большая часть инвестиции, она состоит из государственных (муниципальных) обли-

гаций. Опыт дефолта 1998 г. показал, что по значению «доходность+ликвидность» очень хорошо себя зарекомендовали муниципальные облигации г. Санкт-Петербурга и Ленинградской области. В настоящее время они широко представлены на фондовом рынке и имеют доходность до 20% годовых. Приобретая эти ценные бумаги следует формировать портфель как из краткосрочных так долгосрочных бумаг. Краткосрочные бумаги быстрее дают прирост курсовой стоимости, а долгосрочные имеют больший купонный процент. Эти бумаги можно приобрести как на вторичном рынке так и на аукционе.

В настоящее время можно приобрести государственные облигации номинированные в валюте так называемые «евробонды» – это государственные заимствования на внешнем рынке предназначенные как для внешних, так и для внутренних инвесторов. Доходность по ним составляет 8–10% годовых. Срок обращения до 30 лет. Необходимо также иметь в виду, что доходы от вложения денежных средств в облигации государственного и муниципального займов не облагаются налогом.

Вторая часть – это меньшая часть инвестируемых денежных средств. Это акции «голубых фишек». Входя в рынок акций, инвестор должен четко представлять себе, что он может потерять денежные средства безвозвратно, но и может заработать несколько сот процентов от вложенных средств за несколько дней.

И если он сделал выбор в пользу акций, то портфель следует наполнять акциями предприятий различных отраслей экономики, таких как энергетика (акции «РАО ЕС», «МосЭнерго»), нефтяная промышленность (акции «Лукойл», «Юкос», «Сургутнефтегаз»), газовая отрасль («Газпром»), высокотехнологичных предприятий («Ростелеком», «Норильский никель») и предприятия в которых большой пакет акций принадлежит государству («Сбербанк»). Сформировав портфель акций, таким образом, можно в определенной мере снизить риск операций в этом секторе фондового рынка.

Имея портфель из этих двух частей, инвестор компенсирует риски в секторе корпоративных ценных бумаг, доходами от вложения денежных средств в государственные и муниципальные облигации.

Таким образом, при грамотном, взвешенном подходе к инвестированию предприятие или физическое лицо может получать доход помимо дохода от основной деятельности.

3.2. Эффективность инвестирования

Под инвестированием понимают вложение средств с целью получения дохода от них. Инвестиции обычно бывают долгосрочными, но имеются случаи краткосрочных вложений, например, инвестирование денежных средств в покупку ГКО.

Объектами вложения средств могут быть как реальные (материальные), нематериальные (объекты интеллектуальной собственности), так и финансовые активы, т.е. вложение средств в покупку ценных бумаг и (или) помещение капитала в банки.

Принимая решение об инвестировании средств в какое-либо направление, инвестор вынужден сопоставлять расходы, которые он должен осуществить в настоящее время, с будущими результатами (доходами). Отношение величины дохода к инвестированным средствам называется доходностью, или нормой дохода, и характеризует рентабельность капитала, вложенного, например, в финансовые активы.

Распределение инвестиций по отдельным финансовым инструментам основывается не только на ожидаемом доходе, но и на присущем им риске, причем различные финансовые инструменты подвержены различной степени риска.

В силу многовариантности возможных результатов, получаемых в условиях неопределенности и риска осуществления инвестиций, все методы инвестированных расчетов можно разделить на две большие группы:

- методы обоснования инвестиционных решений в условиях неопределенности и риска;
- методы определения наилучшей инвестиции в условиях гарантированного получения будущих доходов.

Методы (экспертных оценок, аналитический, статистический) обоснования инвестиционных решений в условиях неопределенности и риска исходят из многовариантности будущих последствий принимаемых решений, субъективных оценок вероятностей и субъективного отношения каждого инвестора к риску и принимаемым решениям. Как правило, они учитывают доходы, возможные в ближайшее время, при этом оценка может быть различной для разных инвесторов, например, в зависимости от их личностных качеств (склонности или несклонности к риску). Это в большой степени связано с портфельным инвестированием.

Методы определения наилучшей инвестиции в условиях гарантированных вложений предполагают, что будущие расходы и доходы инвестора определяются однозначно. Иногда, в процессе таких расчетов, фактор риска учитывается в виде фиксированной добавки к различным параметрам, используемым в расчетах, но это принципиально не меняет самих методов. Расчеты можно вести на любой период, интересующий инвестора. Примером гарантированных вложений капитала может являться приобретение облигаций с фиксированной процентной ставкой.

Эти методы разделяются на статические и динамические.

Статические методы используются в том случае, если рассматривается только один инвестиционный период, расходы осуществляются в начале этого периода, а полезные результаты оцениваются в конце. Их можно использовать также, если долгосрочные вложения средств можно описать какими-либо среднегодовыми показателями.

Динамические методы инвестиционных расчетов применяются, когда процесс инвестирования долгосрочный, а величины расходов и доходов инвестора существенно изменяются в течение этого периода. Рассматриваемый период может быть и относительно коротким, в пределах нескольких месяцев или года, но при этом существенно изменение параметров инвестиций внутри периода.

Для оценки эффективности инвестиций, т.е. сопоставления разновременных величин затрат и результатов (в общем случае – денежных потоков), используется процедура приведения их к одному моменту времени – дисконтирование. Последнее состоит в вычислении текущего аналога денежных средств, выплачиваемых и (или) получаемых в различные моменты времени в будущем текущее (нынешнее) значение денежных средств является функцией их будущих значений (j):

$PV = \sum (FV_t / (1+j)^t)$, где PV (Present Value) – текущая оценка денежных средств; FV_t (Future Value) – величина денежных средств, выплачиваемых или получаемых в момент времени t .

Графически эта процедура может быть представлена в виде временной шкалы денежных потоков (T), совершаемых в разные моменты времени t (рис. 3).

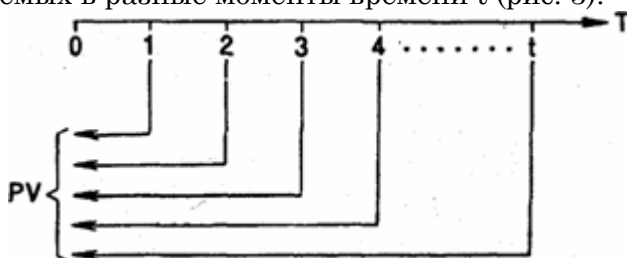


Рис. 3. Дисконтирование денежных потоков

Одно из свойств функции PV состоит в том, что денежная сумма текущего момента оценивается выше, чем равная ей сумма в будущем, поскольку эффективное использование денежных средств предполагает со време-

нем их увеличение. В соответствии с этим будущие доходы инвестора, например, от приобретения ценной бумаги пересчитываются к текущему моменту путем умножения на дисконтирующий множитель q ($q < 1$), показывающий, во сколько раз ценность денежной единицы, получаемой в момент времени t , меньше ценности этой единицы в текущий момент. При этом множитель $q = 1/(1+i)$, где i – процентная ставка.

С помощью процедуры, обратной дисконтированию, можно определить будущую сумму (FV), эквивалентную сегодняшней (PV). При этом сегодняшняя сумма умножается на коэффициент наращивания $1/q = 1+i$

Важнейшим моментом в оценке любого финансового инструмента является соотношение между ожидаемым доходом и степенью риска. Степень риска обычно прямо пропорциональна ожидаемой доходности инвестиций. К наиболее характерным видам рисков, присущих ценным бумагам, относятся:

1) риск неплатежа, т.е. невыполнение условий обязательств, например неуплата заемщиком суммы долга или процентов по нему. Чем больше риск неплатежа, тем больше и ожидаемая в качестве компенсации премия за риск, тем больший (при прочих равных условиях) ожидаемый доход инвестора. Государственные ценные бумаги обычно рассматриваются как свободные от риска, поэтому они берутся за основу при оценке других ценных бумаг.

В западной практике обычно инвестор анализирует степень риска с помощью рейтингов надежности, определяемых специальными агентствами;

2) Риск ликвидности, или способность обратить ценную бумагу в наличные деньги в короткое время без значительных ценовых уступок. Чем ниже ликвидность, тем большим должен быть уровень дохода по ценной бумаге;

3) Срок погашения. Обычно чем больше срок погашения, тем больше риск колебаний рыночной стоимости ценной бумаги. Отсюда инвесторам необходима премия

за риск, чтобы побудить их покупать долгосрочные ценные бумаги.

Другие факторы, влияющие на доходность, – налогообложение; инфляция.

Значительное влияние на ожидаемую доходность ценных бумаг оказывают инфляционные ожидания. Считается, что номинальная процентная ставка по ценным бумагам включает премию за инфляцию. Эта зависимость имеет место, если темпы изменения номинальной процентной ставки соответствуют уровню инфляции, однако в условиях нестабильной экономики взаимосвязь между инфляцией и процентными ставками также может изменяться во времени.

Итак, доходность инвестиций в различные финансовые инструменты зависит от степени риска неплатежа, ликвидности, налогообложения, а также инфляционных ожиданий.

Выбирая возможные направления вложения средств в приобретение ценных бумаг, инвестор ориентируется, прежде всего, на показатели текущей доходности и риска, присущие данным финансовым инструментам. Норма текущей доходности по конкретному виду ценных бумаг определяется в зависимости от текущей доходности по безрисковым инвестициям (например, по государственным облигациям) и нормы премии за возможные риски.

По соотношению нормы текущей доходности и уровню риска по отдельным видам государственных ценных бумаг определяют норму текущей доходности по «безрисковым финансовым инвестициям», которую можно рассматривать как основу для последующей дифференциации показателя нормы текущей доходности других видов ценных бумаг. Степень дифференциации нормы текущей доходности по отдельным финансовым инструментам в конечном счете зависит от уровня риска.

При оценке уровня риска риск потери капитала оценивается как более значительный, чем риск потери дохода от инвестиций. Поэтому общий уровень риска по

правительственным облигациям, облигациям типа ААА (надежных эмитентов, с наивысшими инвестиционными качествами) оценивается преимущественно по риску потери капитала, и средняя норма текущей доходности для подобных бумаг относительно невысока по сравнению с инвестициями в обыкновенные акции типа С (спекулятивные, с низшими инвестиционными качествами), где риск потери капитала достаточно высокий и средняя норма текущей доходности также высока.

Показатель текущей доходности используется для оценки эффективности инвестиций, в частности, в ценные бумаги в соответствии с методами, принятыми в мировой практике.

Эти методы основаны на:

- оценке абсолютной эффективности инвестиций (метод чистой текущей стоимости);
- оценке относительной эффективности инвестиций (метод внутренней нормы доходности).

Величина интегрального экономического эффекта (чистая приведенная стоимость) рассчитывается как разность дисконтированных, приведенных к одному временному моменту денежных потоков поступлений и затрат, осуществляемых в процессе инвестирования:

$$NPV = \sum_{t=1}^T CIF_t / (1+i)^t - \sum_{t=1}^T COF_t / (1+i)^t$$

где NPV (Net Present Value) – чистая приведенная стоимость;

CIF_t (Cach-in-How) – поступления денежных средств в момент времени t;

COF_t (Cach-out-Flow) – выплаты денежных средств в момент времени t;

T – продолжительность инвестиционного периода.

Положительное значение NPV свидетельствует о целесообразности инвестирования в соответствующий вид финансовых активов. Величина NPV формируется под влиянием двух основных показателей:

- величины чистого денежного потока (разницы между поступлениями и выплатами денежных средств в интервале времени T) от конкретного вида фондовых инструментов;
- нормы текущей доходности (ставки дисконтирования).

3.3. Эффективность портфеля. Диверсификация

Предположим, что инвестор купил какую-либо ценную бумагу по известной цене и через некоторое время намеревается продать ее по заранее неизвестной цене, а также за время владения этой бумагой инвестор рассчитывает получить дивиденды в неизвестном объеме.

Эффективность такой операции можно считать случайной величиной X . За период времени t эффективность ценной бумаги $X_t = (C_{t+1} - C_t) / C_t$, где C_{t+1} – цена продажи бумаги в $(t+1)$ -й момент времени; C_t – цена покупки бумаги в t -й момент времени.

Ожидаемой эффективностью (эффектом) будем считать математическое ожидание случайной величины X : $m = E(X)$

Доход, получаемый инвестором от вложений в ценные бумаги, неизменно сопряжен с риском, представляющим собой возможность возникновения обстоятельств, при которых инвестор может понести потери. Принято выделять два типа рисков: систематический и несистематический.

Систематический риск определяется глобальными обстоятельствами, не зависящими от инвестора и эмитента. К таким обстоятельствам можно отнести политические события на уровне страны и на международном уровне, изменения законодательства, экономические реформы и т.д.

Несистематический риск определяется факторами, связанными с деятельностью предприятия-эмитента и изменениями рыночной конъюнктуры. Несистематический риск можно уменьшить путем диверсификации

портфеля; систематический же риск путем диверсификации уменьшить нельзя.

Можно составить безрисковый портфель, но отсутствие риска для него будет означать отсутствие только не-систематического риска, систематический риск остается. Например, в российских условиях безрисковым портфелем является портфель в иностранной валюте (долларах США), но и он подвержен систематическому риску, связанному, например, с возможными изменениями законодательства, касающимися ограничений обращения иностранной валюты на территории России.

Если в течение длительного времени держать средства в виде безрисковых активов, то и доход от них будет нулевым, поэтому большинство инвесторов опасается риска, но идут на некоторый риск, если он компенсируется дополнительным доходом.

В качестве меры риска, считая эффективность некоторой ценной бумаги случайной величиной X , можно принять ее вариацию (дисперсию) $V = E \{(X - m)^2\}$, поскольку V представляет собой квадрат отклонения X от ожидаемого значения m . Если нет отклонения, т.е. $V = 0$, то и риска нет, чем больше V , тем больше риск. Возникает вопрос, какой риск описывается величиной V . Это зависит от того, какому риску подвергаются инвесторы в период времени, по которому выбирается статистика.

Для моделирования портфеля важное значение будет иметь величина стандартного (среднеквадратичного) отклонения и ковариация двух случайных величин X_1, X_2 :
$$V_{12} = E \{(X_1 - m_1)(X_2 - m_2)\}.$$

Предположим теперь, что имеется четыре различных портфеля, отмеченных на рис. 4 точками 1, 2, 3, 4 с координатами m_i ($i=1, 2, 3, 4$). Портфели, лежащие правее, имеют больший риск. Портфели, которым соответствуют точки, находящиеся выше, имеют больший эффект. Очевидно, что опытный инвестор будет действовать при выборе из двух портфелей X_i и X_j следующим образом: он выберет X_i если выполняются одно из условий:

$$E(X_i) = E(X_j), s(X_i) < s(X_j)$$

$$E(X_j) > E(X_i), s(X_i) = s(X_j)$$

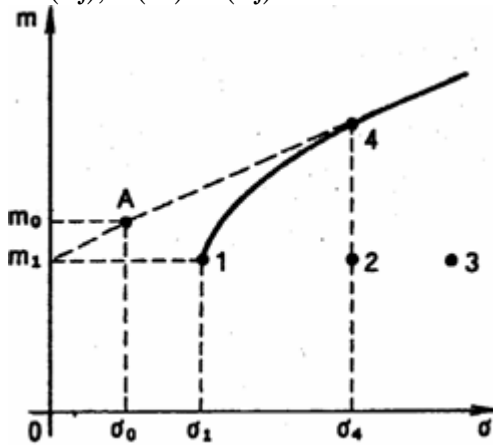


Рис. 4. Эффективные портфели

На графике этот выбор означает из первого и второго портфелей первый (точка 1), из четвертого и второго-четвертый портфель (точка 4) В других случаях, когда

$$E(X_i) = E(X_j), s(X_i) < s(X_j)$$

Каждый инвестор поступит соответственно своим предпочтениям и своей склонности к риску. Однако если из всех возможных вариантов портфелей выбрать все портфели, которые при каждом заданном уровне риска имеют максимальную ожидаемую эффективность (доходность) а при заданном уровне доходности имеют минимальный риск, то это подмножество портфелей будет описываться кривой 1. – 4 (см. рис. 4)

Такие портфели называются эффективными, а кривая (1–4) представляет множество эффективных портфелей. Остальные возможные портфели представляют собой множество неэффективных портфелей. Из двух портфелей лучше тот, который находится ближе к множеству эффективных портфелей. Среди эффективных портфелей инвестор должен выбрать один, наиболее для него предпочтительный (оптимальный) На рис. 1 эффективными являются портфели 1 и 4, неэффективными – 2 и 3.

Добавим теперь портфель с нулевым риском и гарантированной ожидаемой эффективностью m . Для нового множества допустимых портфелей граница эффективности теперь изменится, и будет описываться кривой $(m-4)$. Для этого множества портфелей портфель 1 перестал быть эффективным, так как портфель m имеет меньший риск, чем портфель 1 при одинаковой норме доходности.

Если инвестор согласен на риск в своем портфеле, то оптимальным для него будет портфель А со значениями риска и ожидаемой эффективности m . Такой портфель можно сформировать, если взять долю s_0 / s_4 безрисковых вложений и долю $(s_4 - s_0) / s_4$ вложений из портфеля 4.

Практика показывает, что с увеличением количества видов ценных бумаг в портфеле уменьшается риск инвестиций. Это происходит потому, что в портфель включаются ценные бумаги, слабокоррелированные между собой, только в этом случае возможно снижение риска. Процедура включения в портфель различных видов ценных бумаг, имеющих низкий коэффициент корреляции, называется диверсификацией.

При диверсификации риск портфеля снижается только до определенного уровня, ниже которого путем диверсификации риск уменьшить нельзя. Таким образом, риск представляет собой сумму диверсифицируемого и недиверсифицируемого рисков. Диверсифицируемая часть риска представляет собой несистематический риск, а недиверсифицируемая – систематический.

Если задать желаемый для инвестора уровень доходности портфеля, то можно поставить задачу выбора такой структуры портфеля, которая при заданном уровне доходности приводила бы к минимальному риску. Математическая постановка такой задачи впервые была сформулирована в 1951 г. Г. Марковицем.

Для решения задачи Г. Марковица статистически методами требуется большой объем данных о рынке ценных бумаг, накопленных за многие годы и отвечаю-

щих условиям представительности. На практике, особенно на российском фондовом рынке, который еще только формируется, такие данные получить очень трудно, а подчас и невозможно. В настоящее время появились различные эвристические методы для решения подобных задач, дающие псевдооптимальные решения, например различные генетические алгоритмы. Тем не менее, традиционно для принятия решений о формировании портфеля пользуются моделью оценки финансовых активов (Capital Asset Pricing Model – CAPM), представляющей собой зависимость между эффективностью (доходностью) конкретной ценной бумаги и эффективностью рыночного портфеля (портфеля, содержащего все бумаги, находящиеся на рынке).

В CAPM-модели предполагается, что эффективность ценной бумаги X линейно зависит от некоторого ведущего фактора F , описывающего эффективность рынка в целом, и в то же время на каждую j -ую ценную бумагу влияют и специфические для нее факторы, являющиеся случайными величинами e . Тогда $X_j = a_j + b_j F + e_j$, где a_j и b_j – некоторые детерминированные величины, а коэффициент b_j отражает зависимость эффективности бумаги от рыночной конъюнктуры. Если $b_j > 0$, то эффект бумаги аналогичен эффекту рынка, если $b_j < 0$, то эффективность бумаги возрастает, когда эффективность рынка снижается. Эта модель эффективности ценной бумаги носит название индексной модели У. Шарпа.

Для характеристики конкретной ценной бумаги используются и другие параметры. Если отсчитывать эффективность инвестиций в ценную бумагу от эффективности безрискового вклада r_0 , то параметр $a_j - b_j r_0$ представляет собой превышение эффективности ценной бумаги над безрисковой эффективностью (можно считать это некоторой премией за риск). Если $a_j < 0$, то рыночная цена на эту бумагу завышена, и в ближайшем будущем она может понизиться; если же $a_j > 0$, то рыночная цена занижена и в будущем, вероятно, ее повыше-

ние. Следовательно, при прочих равных условиях более предпочтительна бумага с $a_j > 0$.

На западных рынках значения a , b и R_2 регулярно рассчитываются для всех ценных бумаг и публикуются вместе с индексами. Пользуясь этой информацией, инвестор может сформировать собственный портфель ценных бумаг. На российском рынке профессионалы постепенно тоже начинают использовать a -, b – R_2 – анализ. Отдельные инвестиционные институты рассчитывают a , b и R_2 .

3.4. Основные инвестиционные инструменты

Существует множество путей осуществления инвестиций. В их числе можно назвать вложение средств в акции, облигации, паевые инвестиционные фонды, недвижимость, либо начать собственное дело. Каждый из этих способов имеет свои плюсы и минусы, которые мы рассмотрим ниже. Сейчас лишь отметим, что какой бы способ вы не выбрали, вашей целью является желание заставить ваши деньги работать для получения дополнительной прибыли. Это и есть самая важная идея, которую нужно себе уяснить, несмотря на то, что выглядит она очень просто.

Чем не является инвестиция. Инвестиция – это не азартная игра. В азартной игре деньги рискованно вкладывают в обстановку неопределенности в надежде на выигрыш. В этом смысле инвестирование внешне похоже на азартную игру. К примеру, если вы покупаете акции наугад, вы уподобляетесь игроку в казино.

Однако, на этом сходство заканчивается. Настоящий инвестор никогда не отдает судьбу своих денег на волю случая, он проводит предварительный анализ и вкладывает средства только в том случае, когда видит разумные причины для возникновения прибыли. Конечно, риск при этом тоже присутствует, но ваши шансы увидеть улыбку фортуны, вполне реальны.

В разделе приведены краткие характеристики различных способов инвестирования собственных средств в зависимости от целей инвестора:

- 1) инвестиции в государственные облигации;
- 2) в муниципальные облигации;
- 3) в облигации предприятий; в обычные акции;
- 4) в привилегированные акции;
- 5) во фьючерсные контракты;
- 6) в опционы;
- 7) в паевые инвестиционные фонды;

Государственные облигации. Государственные облигации являются долговыми обязательствами правительства страны перед собственным населением, они характеризуют такое понятие, как внутренний долг государства. Государственные облигации используются инвесторами преимущественно как безопасное убежище для своих средств, в особенности в периоды падения фондовых рынков. Поскольку риск дефолта по таким облигациям чрезвычайно низок, уровень доходности по ним также относительно невысок. Когда цены на облигации падают, фактическая доходность по ним возрастает, поэтому идеальный период для покупки государственных облигаций наступает тогда, когда показатель доходности по ним достигает максимума.

Преимущества:

- государственные облигации относятся к ценным бумагам с минимальным риском;
- минимальный риск делает государственные облигации более предпочтительными по сравнению с другими долговыми обязательствами;
- поскольку рынок государственных облигаций США входит в число самых активных в мире, инвестиции в государственные облигации США имеют высокий уровень ликвидности.

Недостатки:

- уровень дохода ниже, чем по другим видам долговых обязательств.

Муниципальные облигации. Муниципальные облигации являются долговыми обязательствами, выпускаемыми отдельными штатами, муниципалитетами или мэриями городов для финансирования своих проектов. К числу таких проектов можно отнести строительство шоссе, дорог, мостов или школ. Как правило, условия выпуска муниципальных облигаций дополняются льготами на местные налоги для их владельцев, что является дополнительным стимулом к их приобретению. С точки зрения надежности муниципальные облигации считаются весьма надежными, в особенности облигации таких крупных городов, как Нью-Йорк.

Преимущества:

- доходы от муниципальных облигаций не облагаются подоходным налогом, в то время как прирост капитала подлежит налогообложению;

- муниципальные облигации относят к разряду высоконадежных инвестиций.

Недостатки:

- облигации, выпущенные мелкими муниципалитетами, бывает трудно продать быстро

Облигации предприятий. Облигации являются долговыми обязательствами заемщика перед кредитором. Когда вы покупаете облигации предприятия, вы тем самым одалживаете предприятию свои деньги на определенный период времени (до погашения) и на определенных условиях. В большинстве случаев номинальная стоимость облигации определяется в размере 1000 долларов, это сумма, которую получит заемщик при погашении облигации.

Разумеется, вы не обязаны предоставлять предприятию беспроцентный кредит. Кредитор помимо номинальной стоимости облигации должен выплатить вам еще и премию, так называемый «купон» за пользование вашими средствами в размере определенного процента от номинальной стоимости облигации. Такая премия вы-

плачивается, как правило, через каждые 6 месяцев до момента погашения облигаций.

При покупке облигаций следует обратить внимание на три основных фактора. Первый из них касается репутации эмитента. Второй – это размер процентного дохода. Третий – это дата погашения облигации, то есть день, когда кредитор обязуется вернуть заемщику основную сумму займа.

Облигации предприятий приносят покупателю несколько больший доход, чем государственные облигации, так как риск дефолта по ним также выше. Риск инвестиций в корпоративные облигации связан, в основном, с характером самого предприятия, выпускающего облигации. Облигации крупных и стабильных корпораций, как правило, являются весьма надежными. Облигации же крайне нестабильных предприятий носят название «мусорных» облигаций и инвестиции в них являются весьма рискованными из-за высокой вероятности дефолта.

Преимущества: – большинство облигаций предприятий имеют гораздо более высокий показатель доходности по сравнению с государственными облигациями, хотя степень риска не намного выше;

– риск потери основной суммы займа чрезвычайно низок, если вы покупаете облигации сугубо надежных и стабильных предприятий. Если у вас возникают сомнения, не ленитесь провести маленькое исследование.

Недостатки:

– полученный доход по облигациям подлежит налогообложению;

– облигации предприятий являются слабой защитой от инфляции, так как процент премии является фиксированной величиной в отличие от колебаний уровня инфляции.

Обыкновенные акции. Обыкновенные акции удостоверяют право собственности владельца на часть предприятия. Каждая акция удостоверяет, что вы являетесь владельцем маленькой части офисной мебели, корпора-

тивных автомобилей, и даже обеда руководителя компании, если за него заплачено корпоративной кредитной картой. Более того, акционер имеет право на часть прибыли предприятия и право голоса при выборах правления предприятия на собрании акционеров. Большинство предприятий платит своим акционерам часть прибыли в виде дивидендов. Чем большим числом акций вы владеете, тем больший пай имущества и прибыли является вашей собственностью.

Доходы от владения акциями складываются из двух составляющих: периодических выплат дивидендов и роста рыночной стоимости акций предприятия. В сумме эти доходы превышают уровень доходности по облигациям, так как риск владения акциями также более высок, чем при покупке облигаций. Если предприятие потерпит банкротство и подпадет под процедуру ликвидации, владельцы обыкновенных акций могут претендовать на свою часть имущества только после того, как будут произведены полные расчеты с кредиторами, с владельцами облигаций, а также владельцами привилегированных акций.

В долгосрочном плане инвестиции в обыкновенные акции приносят наибольший уровень доходности от инвестиций. История показывает, что в США средний уровень доходности по акциям составляет 11–12% в год и превосходит практически любые другие виды инвестиций, в том числе облигации или привилегированные акции. Обыкновенные акции предоставляют возможность для увеличения собственного капитала, приносят доход и являются хорошим средством защиты от умеренной инфляции.

Риски владения акциями весьма разнообразны и зависят в основном от проблем самого предприятия. Приобретая акции известной и прибыльной компании, вы рискуете гораздо меньше, чем при инвестициях в «копеечные акции» (англ. Penny stock) малоизвестных мелких предприятий. Используя право займа акций у брокера, можно в несколько раз увеличить возможность вы-

игрыша на бирже, однако это можно посоветовать только опытным инвесторам.

Преимущества:

– обыкновенные акции очень легко покупать и продавать;

– с помощью современных средств, в том числе интернет-технологий, очень легко найти подходящие вам акции и провести их анализ;

– только в США имеется около 10 тысяч предприятий, среди которых можно выбрать акции, в наибольшей степени отвечающих вашим целям.

Недостатки:

– никто не гарантирует получения дохода. Всегда существует риск, что акции, которые вы приобрели, внезапно упадут в цене ниже уровня, по которому вы их приобретали;

– стоимость акций зависит от силы самого предприятия, слабое предприятие не может иметь сильных акций.

Привилегированные акции. Привилегированные акции предоставляют владельцу право собственности на часть имущества предприятия, однако, как правило, они не дают право голоса на ежегодном собрании акционеров (эти условия сильно разнятся в различных компаниях). Владелец привилегированных акций получает заранее оговоренный гарантированный уровень дохода, в то время как размер дивидендов для владельцев обыкновенных акций может существенно колебаться. Самым существенным преимуществом привилегированных акций является то, что в случае банкротства и ликвидации предприятия расчет с владельцами привилегированных акций осуществляется раньше, чем с владельцами обыкновенных акций (однако все равно после расчетов с владельцами долговых обязательств).

Привилегированные акции могут выпускаться с условием возможности их отзыва. Это означает, что предприятие имеет право в любой момент выкупить привиле-

гированные акции у их владельцев, как правило, за определенную премию.

Привилегированные акции не настолько популярны, как обыкновенные. Хотя они и называются акциями, однако по сути они представляют собой ценные бумаги со свойствами, характерными как для акций, так и облигаций.

Основной целью инвестиций в привилегированные акции является получение более высоких дивидендов. К тому же привилегированные акции считаются гораздо менее рискованными по сравнению с обыкновенными, они меньше подвержены биржевым колебаниям цен, а в случае банкротства предприятия владельцы привилегированных акций как правило получают хотя бы часть своих средств.

Преимущества: – дивиденды выше, чем для владельцев обыкновенных акций;

– если компания обанкротится, у вас больше шансов вернуть хотя бы часть своих средств, чем у владельцев обыкновенных акций.

Недостатки:

– дивиденды облагаются подоходным налогом, поэтому повышенный размер дивидендов облагается повышенным размером налога;

– уровень доходности по привилегированным акциям весьма близок к доходам по облигациям предприятий, однако инвестиции в облигации предприятий гораздо менее рискованны.

Фьючерсные контракты. Суть этого вида инвестиций состоит в самом названии (по-английски. фьючер – будущее). Фьючерсные контракты на товары, валюты и индексы фондовых рынков = все они являются попыткой предсказать стоимость этих показателей по состоянию на определенную дату в будущем.

Повсеместно считается, что вложение средств во фьючерсные контракты является спекулятивной операцией с высокой степенью риска. Это правильно. Вместе с тем, фьючерсные контракты широко используются для

снижения риска биржевых операций. Фьючерсные спекулянты вкладывают средства в товарные фьючерсы, одновременно инвестируя в облигации, акции. Управляющие паевыми инвестиционными фондами используют фьючерсные контракты, чтобы хеджировать свои риски. Основной целью фьючерсных рынков является создание эффективного механизма управления финансовыми рисками. Фьючерсные трейдеры принимают на себя риски, избавляя от них производителей и потребителей, надеясь заработать на этих операциях с высокой степенью риска.

Фьючерсный товарный контракт представляет собой обязательство поставить или приобрести определенное количество товара в один из будущих месяцев по цене, определенной фьючерсным рынком. К примеру, если вы покупаете фьючерсный контракт на апрель партии серебра по цене 6.72 долл. за унцию, это означает, что вы приняли на себя обязательство купить в апреле минимум 5 тысяч унций серебра по цене 6.72 долл. за унцию. Если же вы продаете фьючерсный контракт, вы тем самым принимаете на себя обязательство поставить в будущем этот товар на рынок. Этот механизм относится и ко всем другим видам фьючерсных контрактов. При этом важно знать, что подавляющее большинство фьючерсных контрактов не дожидается того дня, когда обязательство поставки следует выполнять, а закрывается ранее оговоренной даты поставки.

Обычно товарные фьючерсные контракты используются в одном из двух случаев: либо для хеджирования ценового риска, либо для спекуляции. В качестве примера хеджирования можно привести следующую ситуацию. Фермер имеет на продажу 1000 фунтов пшеницы. Он может продать свой товар по текущей биржевой цене. Однако он может и «забронировать» за собой право продать свой товар по сегодняшней цене в будущем. В этом случае он продает не сам товар, а право купить его по сегодняшней цене в будущем, тем самым принимая на себя обязательство поставить товар в будущем по сего-

дняшней цене. В этом случае он страхуется от возможного падения цены к моменту сбора урожая.

Риски, связанные с фьючерсными контрактами, относятся в основном к спекулятивным операциям. Спекулятивными фьючерсными операциями называются те, которые не имеют своей целью физическую поставку товара в будущем, а призваны принести прибыль за время действия контракта (до момента его исполнения). Такого рода операции характеризуются высокой степенью риска, так как при их исполнении используются, как правило, заемные средства (маржинальная торговля), а каждый фьючерсный контракт отличается огромными объемами финансовых активов. Например, фьючерсный контракт на облигации может стоить 10 тысяч долл., но на эти деньги вам позволяют купить облигаций на 100 тысяч долл. Правилами фьючерсных торгов оговаривается, что для совершения сделок вам необходимо иметь лишь 5–10% собственных средств, а остальную недостающую сумму вам может предоставить брокер.

Преимущества:

- фьючерсные контракты чрезвычайно полезны, если вы хотите снизить нежелательный риск;
- фьючерсные рынки очень активны, поэтому ликвидность работы на них высока.

Недостатки:

- фьючерсные контракты считаются одним из самых рискованных видов инвестиций, они годятся только для профессионалов;
- на волатильном рынке фьючерсных контрактов из-за сильных колебаний цен легко потерять сумму своей инвестиции;
- чрезвычайно высокий уровень брокерских кредитов создает возможности для ненормально высоких прибылей и убытков, нужно осознавать также и последствия налогообложения.

Опционы (на акции). Опционы – это привилегии, которые одни участники рынка продают другим. Привилегия состоит в праве покупки или продажи ценных бу-

маг по согласованной цене в течение определенного периода времени.

Существует два основных типа опционов: колл-опционы и пут-опционы.

Колл-опцион предоставляет его владельцу право купить ценные бумаги (чаще всего акции) по согласованной цене в течение определенного периода времени. Покупатель колл-опциона надеется, что цена на акции существенно вырастет еще до окончания времени действия опциона, тогда он сможет купить акции по «забронированно» низкой цене и тут же перепродать их по текущей рыночной цене, либо попросту получить сложившуюся разницу в ценах в момент принудительного исполнения контрактов на опционы.

Пут-опцион предоставляет его владельцу право продать ценные бумаги (чаще всего акции) по согласованной цене в течение определенного периода времени. Покупатель пут-опциона делает ставку на то, что цена на акции еще до срока окончания опциона будет падать. Это позволит им продать акции дороже, чем по рыночной цене, получив соответствующую прибыль.

Важным показателем опционов является цена исполнения (the exercise or strike price). Это уровень цены, который цена акции должна превысить (в случае колл-опциона), или ниже которой опуститься (в случае пут-опциона), чтобы опцион стал прибыльным. Другой важной особенностью инвестиций в опционы является то, что владелец опциона не обязан реализовывать приобретенное право на покупку или продажу акций, если сложившиеся условия его не устраивают. Большинство опционных стратегий основано на крупных колебаниях рынка (вплоть до 30-40% в течение дня). Если же цена на акции меняется незначительно, пользование опционной стратегией может себя не оправдать.

Преимущества:

– опционы на акции позволяют вам многократно увеличить сумму контракта, используя заемные средств-

ва. Это особенно важно, если ваша операция носит спекулятивный характер;

- опцион на 100 акций стоит намного меньше, чем сама сотня акций;

- свойства опционов позволяют вам хеджировать риски неблагоприятного развития событий по тем ценным бумагам, в которые вы собираетесь инвестировать свои средства.

Недостатки:

- опционы требуют подготовки инвесторов на уровне выше среднего;

- опционы достаточно сложный инвестиционный инструмент с использованием заемных средств, если использовать их для спекулятивных операций, следует согласиться принять на себя достаточно высокую степень риска;

- существует возможность крупных убытков, в особенности при продаже большого количества опционов, подлежащих обязательному исполнению.

Паевые инвестиционные фонды. Если вы собираетесь инвестировать свои средства в акции, но при этом не хотите делать ставку на акции одного-двух предприятий и при этом ежедневно отслеживать возникающие опасности, вам подходят инвестиции в паевые инвестиционные фонды (ПИФы). Паевой инвестиционный фонд чаще всего представляет собой группу людей, объединивших свои средства вкладчину, и вручив их в руки управляющей компании, чтобы та инвестировала эти средства от их имени. Управляющий ПИФа уполномочен покупать на эти средства ценные бумаги на различных биржах, пополняя и совершенствуя инвестиционный портфель. В зависимости от размера вашей инвестиции вам причитается та или иная часть ПИФа.

В большинстве случаев инвесторы приобретают ПИФы в качестве долгосрочной инвестиции. Самой привлекательной особенностью ПИФов является то, что состав каждого из них отличается от других. Инвестиционные стратегии ПИФов отличаются большим разнообра-

зием: существуют портфели, направленные на агрессивный рост капитала, портфели с низкой степенью риска, сбалансированные портфели и множество других.

При выборе ПИФа важно определить для себя приемлемый уровень риска. К примеру, если вы ищете фонд для обеспечения дополнительных доходов к пенсии, вам скорее всего подойдет фонд облигаций, пусть с невысоким процентом дохода, но с низким уровнем риска. В отличие от акций и облигаций, которые вы покупаете через брокера, ПИФы продают непосредственно инвестиционные компании, как правило, оказывающие и брокерские услуги. Условия обслуживания таких фондов могут сильно различаться. Одни из них заставляют инвесторов платить дополнительные комиссионные за покупку и продажу своего пая. Другие не берут за это дополнительной комиссии, однако в них выше стоимость обслуживания ПИФа.

Преимущества:

- вы инвестируете средства одновременно в ценные бумаги множества различных предприятий, снижая риск возможных потерь, иными словами применяете диверсификацию;

- вы получаете ежемесячный отчет о состоянии вашей инвестиции;

- вашими средствами занимается профессиональный финансовый менеджер. Считается, что благодаря профессионализму управления фонд обычно превосходит средний уровень прибыльности.

Недостатки:

- огромное количество созданных инвестиционными компаниями ПИФов уже не способны обеспечить превосходство в управлении ими по сравнению с рыночными индексами, такими как S&P 500 или DJIA;

- гонорар управляющих ПИФа специалистами вычитается из прибыли данного фонда, иногда эта часть прибыли является весьма существенной;

- вам придется платить гонорар управляющему ПИФа даже в том случае, если он не принесет прибыли.

Глава 4. Стратегическое управление инвестированием

Успешная деятельность предприятия в условиях современной экономической ситуации в России во многом зависит от способов и методов управления, от менеджеров-специалистов в области делового (бизнес) администрирования.

Становясь объектом товарно-денежных отношений, обладающим экономической самостоятельностью и полностью отвечающим за результаты своей хозяйственной деятельности, предприятие обязано сформировать у себя такую систему управления, которая обеспечила бы ему высокую эффективность работы, конкурентоспособность и устойчивость положения на рынке.

Современный менеджмент – это управление, полностью отвечающее потребностям рыночной экономики. Необходимо отметить, что менеджмент, как администрирование бизнеса имеет не только организационный, но и экономический, финансовый аспект. Ведь цель хозяйственной деятельности любого предприятия – это получение финансового результата – прибыли, как гарантии успешного и стабильного развития. В этой связи финансово-экономический аспект менеджмента выдвигается на первое место. Рациональное управление финансовыми потоками, максимизация прибыли при минимуме затрат – вот основа жизнедеятельности предприятия.

Одним из источников максимизации прибыли является получение дополнительного дохода от вложения финансовых средств предприятия в рынок ценных бумаг и эффективного управления его инструментами. Эту задачу выполняет финансовый менеджмент предприятия. Современные методы управления предполагают также и привлечение персонала предприятия в качестве инвесторов на рынке ценных бумаг. Они, являясь обладателями акций предприятия, заинтересованы в успешной

хозяйственной деятельности. Благополучие фирмы становится их благополучием.

Бурное развитие отечественного фондового рынка требует творческого изучения и критического анализа зарубежного опыта. Практика развитых стран показывает, что действенным инструментом приспособления к изменениям внешней среды является система стратегического управления. Поскольку наиболее перспективной частью отечественного фондового рынка являются операции с корпоративными акциями, основное внимание было нами уделено именно этому сегменту.

4.1. Содержание и основные этапы стратегического управления

Преимущества системы стратегического управления, определившие ее широкое распространение за рубежом, заключаются в том, что она позволяет сформулировать глобальные цели развития фирм, сформировать позицию менеджеров высшего и среднего звена, оперативно адаптироваться к изменениям рыночной среды и тем самым повысить конкурентоспособность организации.

Под стратегией обычно понимается набор наиболее общих правил, определяющих долгосрочные действия, которые обеспечивают выполнение миссии организации. При этом в качестве миссии выступает глобальная цель, определяющая причину существования организации. На наш взгляд, миссия как наиболее общая цель инвестирования в корпоративные акции может заключаться в следующем:

- сохранение или перераспределение собственности путем приобретения контрольных пакетов акций;
- обеспечение доступа к дефицитным видам продукции (услугам), имущественным и неимущественным правам;
- участие в управлении предприятием за счет приобретения крупных или блокирующих пакетов;
- защита инвестиций от инфляции;

- сохранение и прирост капитала;
- получение регулярного текущего дохода.

Таким образом, уже на этапе формулировки миссии необходимо определиться с типом инвестора. Если первые три из вышеперечисленных глобальных целей определяют стратегический тип инвестора, то остальные характерны для портфельных инвесторов, которые не вмешиваются в оперативную деятельность предприятия-эмитента.

Инвестиционная стратегия зависит от миссии организации и определяет не только достижение долгосрочных целей, но и тактику вложения средств: в какие ценные бумаги, когда и через какие промежутки времени следует инвестировать. Помимо общей стратегии инвестирования иногда формируются частные субстратегии. Они носят, как правило, краткосрочный характер и разрабатываются как реализация основной стратегии для конкретного вида ценных бумаг.

На основе миссии организации – профессионального участника рынка ценных бумаг формулируются частные цели. Наиболее традиционными из них считаются обеспечение доходности, надежности и ликвидности инвестиций в ценные бумаги. Цели инвестирования должны быть, с одной стороны, конкретными и измеримыми, с другой – ориентированными во времени. Например, для стратегии управления портфелем ценных бумаг одна из множества возможных целей может быть сформулирована следующим образом: «обеспечить в течение квартала доходность за счет роста курсовой стоимости акций в размере не менее 90% годовых». Реализация принципов стратегического управления предполагает разработку и утверждение на уровне высшего руководства инвестиционных институтов документов, в которых формулируются миссия организации и «пороговые» значения показателей доходности, надежности и ликвидности инвестиций в ценные бумаги (это относится прежде всего к портфельным инвесторам).

Важным элементом стратегического управления является анализ внешней среды и мониторинг рынка. По отношению к управлению инвестициями в ценные бумаги это предполагает выполнение следующих функций:

- оценка инвестиционной привлекательности, разработка рейтингов, прогнозирование состояния рынка в целом, а также его сегментов в отраслевом, региональном и поэмитентном разрезе;
- анализ рынка альтернативных вложений;
- анализ рыночной среды, сильных и слабых сторон основных конкурентов, их доли на рынке;
- поиск новых возможностей, анализ потребностей потенциальных клиентов;
- динамическое отслеживание конъюнктуры рынка.

На следующем этапе исходя из сформулированных целей развития организации и анализа внешней среды необходимо определить потенциал участника рынка ценных бумаг, сравнить его возможности с требованиями рынка и поставленными целями. Прохождение этого этапа необходимо с точки зрения фильтрации и сокращения списка возможных стратегических альтернатив. После сопоставления внешних угроз и возможностей с внутренним потенциалом организации необходимо определить стратегию, которой организация должна следовать.

4.2 Некоторые виды инвестиционных стратегий

В зависимости от целей инвестирования, типа управления, характера экономической ситуации и множества других факторов можно выявить большое число разнообразных стратегий.

Например, для стратегического инвестора, основная миссия которого заключается в расширении сферы своего влияния и участии в управлении предприятием, можно выделить стратегии эффективного собственника и спекулятивного слияния (или поглощения).

Стратегия эффективного собственника. В случае использования этой стратегии миссия инвестора заключается не только в получении доступа к определенным видам продукции и обеспечении контроля за финансовыми потоками, но и в повышении научно-технического и производственно-сбытового потенциала, финансовом оздоровлении предприятия-эмитента. Основной доход, получаемый инвестором, носит долгосрочный характер и образуется в результате хозяйственной деятельности предприятия. Соответственно для осуществления этой стратегии необходимы значительные ресурсы не только на приобретение контрольного пакета, но и для развития эмитента. На более поздних этапах эффективный собственник может осуществлять «раскрутку» акций подконтрольного предприятия, в том числе и на международных рынках. Наконец, после того как предприятие стало высокорентабельным, а его акции значительно выросли в цене, инвестор, использующий эту стратегию, может получить прибыль за счет продажи своего пакета. За рубежом такую стратегию используют венчурные фонды, финансирующие развитие инновационного бизнеса.

В качестве предпосылок использования данной стратегии необходимо отметить не только наличие значительных финансовых ресурсов, но и опыт, связи, а также знание технологии производства, рынков сбыта и других особенностей контролируемого предприятия.

Стратегия спекулятивного слияния или поглощения. Основная миссия этой стратегии заключается в приобретении контрольного пакета акций для обеспечения доступа к дефицитным видам продукции (услугам), финансовым ресурсам либо в целях получения в распоряжение выгодных объектов недвижимости, других имущественных и неимущественных прав. Применение этой стратегии по отношению к крупным предприятиям позволяет переключить значительные финансовые потоки на свои дочерние посреднические фирмы, оффшоры,

банки. Инвесторы, использующие эту стратегию, могут получить прибыль при реализации пакета акций конечному инвестору либо за счет управления денежными потоками предприятия. Цель применения данной стратегии по отношению к мелким предприятиям может заключаться в приобретении выгодных площадей в престижных районах для использования их под офисы, склады, для возведения новых зданий.

Таким образом, главной отличительной особенностью этой стратегии является не развитие предприятия, а получение доступа к имущественным и неимущественным правам. В качестве предпосылки использования рассматриваемой стратегии можно рассматривать принадлежность инвестора к финансово-промышленной группе (ФПГ), банковским или торгово-посредническим структурам, обладающим необходимыми ресурсами для скупки контрольного пакета акций. Эта стратегия может быть использована, как правило, на начальной стадии приватизации, когда на предприятии только начинается борьба за передел собственности.

При портфельном инвестировании выбор стратегии в значительной мере определяется типом управления. Обычно выделяют 2 вида управления: пассивный и активный. Пассивное управление характерно для консервативных и умеренно-агрессивных инвесторов. В качестве главных целей при пассивном управлении выступают защита вложений от инфляции и получение гарантированного дохода при минимальном риске и низких затратах на управление. Этот тип управления предполагает создание хорошо диверсифицированных портфелей ценных бумаг, для которых можно с высокой точностью рассчитать доходность, риск и ликвидность. Пассивный тип управления основан на том, что конфигурация портфеля в течение длительного периода времени не пересматривается. Это позволяет реализовать серьезное преимущество пассивного управления – низкий уровень управленческих расходов.

Активное управление предполагает тщательный мониторинг рынка, оперативное приобретение финансовых инструментов, отвечающих целям инвестирования, а также быстрое изменение структуры портфеля. Главная особенность активного типа управления заключается в стремлении инвестора переиграть рынок и получить доходность, превышающую среднерыночную.

Этот тип управления требует значительных затрат, связанных с информационно-аналитической подготовкой решений, приобретением или разработкой собственного программно-технического и методического обеспечения. Значительные расходы, характерные для активного типа управления, вызваны необходимостью обеспечения торговой активности и доступа к системам биржевой и внебиржевой торговли, транзакционными издержками, созданием сети для скупки акций и т.д. Этот тип управления может быть выбран только участниками, имеющими достаточный собственный капитал, высокопрофессиональный персонал, а также значительный опыт управления как собственным портфелем ценных бумаг, так и доверительного управления портфелем клиентов.

4.3. Управление портфелем

Рассмотрим некоторые примеры портфельных стратегий. Самой распространенной стратегией пассивного управления при инвестировании в корпоративные акции является стратегия «купил-и-держи». Следует иметь в виду, что эффективность этой стратегии в значительной мере зависит от уровня недооцененности акций и выбранного периода времени. Очевидно, что на медвежьей фазе рынка практически любая другая стратегия даст выигрыш по сравнению со стратегией «купил-и-держи». Наибольшая безопасность и доходность при использовании стратегии «купил-и-держи» достигается при длительных сроках инвестирования.

В качестве другой разновидности стратегии пассивного управления выступает **стратегия индексного**

фонда. Она основана на том, что структура портфеля должна отражать движение выбранного фондового индекса, характеризующего состояние всего рынка ценных бумаг (или его наиболее важных сегментов). Виды ценных бумаг и их доля определяются таким же образом, как при подсчете индекса. Главной задачей инвестора становится воспроизведение в своем портфеле структуры рынка с периодической его корректировкой через полгода-год. Управление осуществляется по отклонениям структуры портфеля от структуры индекса.

При использовании этой стратегии реальные доходы, как правило, обеспечиваются при сроках вложения не менее года. Основная прибыль образуется в результате роста курсовой стоимости наиболее недооцененных акций. Например, рост фондового индекса Россия: CS First Boston ROS 30 в 1996 г. составил около 127%. Прирост цен акций российских компаний, включенных в расчет глобальных индексов Международной финансовой корпорации (IFC Global Indices) в 1997 г. составил 148,9% годовых. В условиях преобладания на национальном рынке корпоративных акций иностранных инвесторов направление игры многих операторов определяется не только индексами, характеризующими отечественный рынок, но и динамикой индекса Доу Джонса.

Недостаток стратегии индексного фонда для отечественных инвесторов заключается в сложности выбора индекса. В России в настоящее время рассчитываются более 40 индексов, методика их определения и перечень предприятий, акции которых включаются в индекс, существенно отличаются. Соответственно одна из проблем заключается в выборе индекса, адекватно отражающего поведение рынка или его сегментов. В российских условиях использование стратегии индексного фонда осложняется также тем, что рынок корпоративных акций нестабилен даже для «голубых фишек». Даже если использовать индексы, в которых представлены наиболее крупные и надежные эмитенты, для консервативного инве-

стора соответствующий портфель остается достаточно рискованным. Следует также отметить, что российский рынок корпоративных акций очень динамичен, и обновление портфеля один-два раз в год вряд ли приемлемо. Соответственно не реализуется одно из основных преимуществ стратегии – низкие затраты, связанные с управлением портфелем. На наш взгляд, особенности отечественного рынка делают стратегию индексного фонда методом скорее активного, нежели пассивного управления.

Более перспективными, с нашей точки зрения, являются активные стратегии портфельного инвестирования. Выделение этих стратегий можно осуществлять по различным классификационным признакам. Классификация позволяет выявить наиболее полный спектр стратегий и тем самым расширяет диапазон действий организации в условиях динамичного фондового рынка. Появляется возможность составить перечень типовых стратегий для использования конкретной компанией в тех или иных ситуациях в будущем.

Специфика деятельности инвестора заключается в том, что участники фондового рынка имеют доступ и выбирают различные его сегменты: РТС, фондовые биржи, розничный рынок (скупка акций у населения), крупнооптовый рынок (например, приобретение акций в процессе приватизации), другие сектора внебиржевого рынка. В зависимости от нацеленности на определенный сегмент рынка можно выделить следующие виды стратегий: аукционная, спекулятивного конкурсанта, арбитражная, «пылесос».

Аукционные стратегии применяются при приобретении акций в момент их первичной продажи на чековых, денежных, залоговых аукционах, проводимых в процессе приватизации. Разновидности этих стратегий определяются условиями проведения аукционов. Особенно успешно рассматриваемые стратегии применялись на самых ранних стадиях приватизации. При правиль-

ном выборе объектов инвестирования приобретаемые на аукционах акции обеспечивали доходность за счет роста курсовой стоимости в сотни и тысячи процентов годовых. Итоговая аукционная цена в большинстве случаев оказывалась существенно ниже рыночной. Данное правило подтвердилось и в ходе недавней приватизации нефтяных компаний «КомиТЭК», «Славнефть», ВНК на специализированных денежных аукционах, когда цена аукциона оказалась на 20–50% ниже котировок АК&М. Таким образом, основное преимущество данной стратегии заключается в том, что можно достаточно дешево купить акции «нераскрученных» предприятий, которые еще не пользуются спросом на рынке. Риск, характерный для этой стратегии, заключается в том, что в результате ажиотажного спроса на наиболее «лакомые» куски собственности аукционная цена может оказаться слишком высокой. Другая опасность может состоять в том, что инвестор, желая подстраховаться от роста цен, не угадает цену, соответственно ему не удастся приобрести акции, а вложенные им средства окажутся замороженными на полтора-два месяца. Ожидания инвестора, связанные с ростом курсовой стоимости в результате борьбы за установление контроля над предприятием, могут не оправдаться, если один из участников в ходе аукциона скупит контрольный пакет (именно такая ситуация сложилась после подведения итогов аукциона по ВНК). Наконец, в отечественных условиях всегда присутствует вероятность, что по каким-либо причинам сроки аукционов будут перенесены на неопределенное время (ТНК) или их итоги будут объявлены недействительными.

Стратегия спекулятивного конкурсанта наиболее часто используется на инвестиционных конкурсах и закрытых денежных аукционах, проводимых в процессе приватизации. Она заключается в том, что интересы инвестора представляют несколько фирм, которые стремятся указать в заявках такие цены, чтобы войти в двойку победителей. С одной стороны, это позволяет подстрахо-

ваться на случай неправильного оформления заявок или неучастия других инвесторов. С другой стороны, если интересы одного инвестора защищают несколько аффилированных фирм, то больше шансов «угадать» цену. При удачном стечении обстоятельств одна из компаний, представляющая интересы спекулятивного конкурсанта, занимает первое место и отказывается от своей заявки, а победителем признается другой его представитель, занявший второе место. Это позволяет получить прибыль за счет перепродажи акций конечному инвестору, который «не угадал» цену. Одной из предпосылок успешной реализации этой стратегии на инвестиционных конкурсах являются тесные связи с крупными банками и возможность установления контактов с организаторами продаж и администрацией предприятия. Основные риски этой стратегии связаны с тем, что в случае отказа от заявки (подписания протокола, заключения договора) залог не возвращается, поэтому, если сторонам не удастся договориться, спекулянт терпит убытки. Кроме того, если цена или дисконтированные объемы инвестиций, указанные в заявке, были определены неправильно и победителем становился другой участник, средства спекулятивного конкурсанта оказывались «замороженными» на значительный период времени. В настоящее время в связи с ужесточением условий проведения аукционов, конкурсов и усилением контроля за их соблюдением реализация этой стратегии значительно осложняется либо становится невозможной.

Арбитражная стратегия активно использовалась как на начальном этапе приватизации (торговля ваучерами), так и в настоящее время. Она заключается в использовании того факта, что один и тот же актив может иметь разную цену на двух различных, в том числе географически удаленных, рынках. Инвестор, применяющий эту стратегию (арбитражер), извлекает прибыль за счет практически одновременной купли-продажи одних и тех же ценных бумаг на разных фондовых площадках.

Стратегия позволяет получить прибыль с минимальным риском и при высокой скорости осуществления взаиморасчетов и не требует значительных инвестиций.

Арбитражные операции активно использовались крупными компаниями, которые в период недавнего финансового кризиса покупали акции российских эмитентов на западном рынке и продавали на внутреннем. При этом разница цен за счет более сильного падения на западных рынках иногда достигала 8–10%.

Наконец, эта стратегия наиболее часто используется отечественными участниками фондового рынка при покупке акций в регионах и продаже более крупных пакетов в Москве. За счет того, что покупка и продажа иногда значительно разнесены во времени, основные преимущества чисто арбитражной стратегии (низкий риск и вложение средств на короткое время) в этом случае нивелируются. Тем не менее в силу наличия объективного буфера, обусловленного разницей между ценами покупки мелких и продажи крупных пакетов, риск, связанный с реализацией этой стратегии, достаточно низок.

Стратегия «пылесоса» применяется наиболее крупными инвестиционными компаниями, которые по заказу (в основном иностранных) инвесторов осуществляют массовую покупку акций в регионах. Сила «наддува» и скорость перетекания денежных средств и ценных бумаг определяются целями конечного инвестора, объемами финансовых средств, уровнем организации процесса покупки и другими особенностями. Одна из основных проблем заключается в том, чтобы увеличение спроса и консолидация крупных пакетов не привели к значительному росту цен.

Если в качестве системообразующего фактора при классификации портфельных стратегий выбрать метод формирования портфеля, в качестве примеров можно привести такие виды стратегий, как оптимизационная, рейтинговая, гибкого реагирования, рыночного опережения.

Оптимизационные стратегии основаны на построении экономико-математических моделей портфеля. Выбор наилучшей структуры портфеля осуществляется путем варьирования критериев оптимизации и проведения многовариантных имитационных расчетов. Использование методов оптимизации позволяет определить конфигурацию портфеля, наиболее точно отвечающую индивидуальным требованиям инвестора с точки зрения сбалансированного сочетания риска, доходности и ликвидности вложений. В качестве классических примеров обычно приводятся оптимизационные модели Марковитца, Шарпа, Тобина. Одна из проблем заключается в том, что процесс выбора инвестиционной стратегии далеко не всегда можно адекватно формализовать, иногда более существенное значение имеют не количественные, а качественные показатели. Поэтому в настоящее время помимо традиционных методов оптимизации (например, линейного или динамического программирования) менеджеры и аналитики используют методы, основанные на генетических алгоритмах, нечеткой логике, а также экспертные системы, нейронные сети.

Рейтинговая стратегия заключается в том, что формирование и обновление портфеля ценных бумаг осуществляется на основе результата построения рейтинговой таблицы. Расчет рейтинга осуществляется по группам показателей, характеризующих основные инвестиционные предпочтения участника. В портфель включаются акции предприятий, имеющих наилучший рейтинг. Соответственно бумаги, занимающие нижние строки в рейтинговой таблице, исключаются из портфеля. В зависимости от инвестиционных целей могут использоваться как сводный рейтинг, так и частные рейтинги, отражающие наиболее важные, с точки зрения инвестора, характеристики. Например, для консервативного или умеренно-агрессивного инвестора на первом этапе из портфеля исключаются бумаги, имеющие наихудший рейтинг с точки зрения ликвидности. На следующей стадии в портфель могут включаться наиболее доходные из

ликвидных бумаг либо акции, имеющие наибольший рейтинг перспектив роста.

Преимущество этой стратегии заключается в том, что она позволяет осуществлять управление портфелем с учетом основных целей инвестирования. Недостатки связаны с необходимостью выполнения большого объема информационно-аналитической работы, проводимой в основном самим инвестором, так как в отечественной инфраструктуре фондового рынка рейтинговые агентства практически отсутствуют. Кроме того, использование рейтинговой стратегии позволяет определить только список ценных бумаг, которые должны присутствовать или выводиться из портфеля. При этом открытым остается вопрос, в каких пропорциях распределять объемы инвестиций между отдельными бумагами. Наконец, расчеты рейтинга проводятся не чаще одного раза в 3–4 месяца, поэтому применение данной стратегии в качестве основной может быть рекомендовано только для управления средне – и долгосрочными портфелями.

Стратегия **«гибкого реагирования»** заключается в том, что профессиональный участник, получая рыночные сигналы, свидетельствующие об интересе крупных иностранных или отечественных инвесторов к акциям того или иного эмитента, использует свои возможности для того, чтобы опередить конкурентов и заблаговременно начать массированную скупку у мелких инвесторов.

Эту стратегию достаточно часто выбирают региональные фирмы, которые за счет тесной связи с центром получают дополнительные преимущества на местном рынке. Оперативное реагирование на рыночный интерес крупных участников позволяет этим компаниям быстрее мобилизовать ресурсы и купить крупные пакеты акций, повышает вероятность «гарантированного» сбыта. Недостатки этой стратегии заключаются в том, что использующая ее организация не формирует спрос, а оперативно отслеживает ситуацию. Она вынуждена идти вслед за лидером, который диктует свои условия и «снимает сливки».

Стратегия **«рыночного опережения»** предполагает, что инвестор пытается самостоятельно осуществить прогноз состояния рынка и использовать его для извлечения прибыли. Эта стратегия может применяться как на медвежьей, так и на бычьей фазе рынка. В первом случае фирма определяет наиболее перспективные акции, которые в ближайшее время должны пользоваться рыночным спросом. Выявив набор таких акций, компания постепенно, не «задирая» цен, осуществляет их скупку на биржевых и внебиржевых торгах. В дальнейшем инвестор, использующий эту стратегию, принимает активное участие в формировании спроса и «раскрутке» акций. К моменту, когда другие участники выходят на рынок и возникает ажиотажный спрос, он успевает приобрести достаточно крупный пакет и в какой-то мере может диктовать свои условия конечным инвесторам.

Во втором случае компания, применяющая стратегию «рыночного опережения», предугадав падение рынка успевает продать акции по достаточно высокой цене. Таким образом, основное преимущество данной стратегии состоит в том, что за счет опережения конкурентов фирма может скупить большие объемы бумаг по низким ценам или продать их по цене, близкой к максимальной. Недостатки этой стратегии связаны с высоким уровнем риска и низкой отдачей вложенных средств и возможными убытками, если прогноз оказался неправильным.

Предпосылки успешной реализации данной стратегии заключаются не только в наличии финансовых ресурсов и развитой сети для скупки акций, но и в способности осуществления высокопрофессиональной аналитической подготовки этого процесса. Аналитическая служба компании, избравшей эту стратегию, должна вести постоянный мониторинг рынка, использовать методы фундаментального и технического анализа, осуществлять выбор наиболее перспективных акций до того, как к ним проявят интерес другие участники, в том числе рыночные лидеры.

Одна из главных особенностей российского рынка корпоративных акций заключается в том, что это развивающийся рынок (*emerging market*), поэтому к нему применимы стратегии, характерные для переходных процессов. В качестве аналогов могут выступать инновационные стратегии, связанные с направлениями научно-технического развития и выходом на новые рынки: активно и умеренно наступательная, оборонительная (остаточная), промежуточная (заимствования). Например, стратегия заимствования в упрощенном виде может быть охарактеризована тезисом «Вкладывай туда, куда инвестирует Сорос». Она предполагает, что профессиональные участники рынка ценных бумаг занимают выжидательную позицию. Покупка акций (например, у населения) начинается не на основе самостоятельного выбора, а вследствие обнаружения спроса со стороны других (прежде всего крупных) инвесторов. Например, если 30–50% и более крупных участников начинают покупать одну и ту же бумагу, то для фирм, использующих эту стратегию, это один из основных сигналов для аналогичных действий.

В зависимости от сроков возврата вложенного капитала можно выделить стратегии краткосрочных, среднесрочных и долгосрочных инвестиций, а также их сочетания. Для отечественного рынка корпоративных акций в качестве краткосрочного периода инвестирования обычно принимается срок от нескольких часов до 3–6 месяцев. Среднесрочное инвестирование предполагает возможность возврата вложенных средств через 6–12 месяцев, а долгосрочное – через год и более. Стратегия краткосрочного инвестирования может быть охарактеризована как стратегия «ловли краткосрочных колебаний». Она исходит из того, что курсы акций подвержены частым колебаниям, которые далеко не всегда адекватны реальным изменениям в делах компаний-эмитентов. Следовательно, на рынке всегда имеются ценные бумаги с устойчиво завышенными или заниженными ценами. Некоторые участники фондового рынка пытаются воспользоваться такими недолгими ситуациями и «зафиксировать» краткосрочную прибыль.

Компании, использующие эту стратегию, пытаются получить прибыль за счет колебания курса акций, происходящего как на протяжении недели, месяца, так и во время одной торговой сессии. В основе их деятельности лежит разработка краткосрочных макро-и микроэкономических прогнозов, использование методов технического анализа. Основу портфеля составляют акции «голубых фишек», так как по ним имеется достаточно репрезентативная выборка исходных данных для прогнозирования динамики курса. С другой стороны, эти акции достаточно ликвидны, что позволяет гибко осуществлять перевложения из одних бумаг в другие. Включение в портфель неликвидных бумаг может сделать быстрый вывод средств невозможным, что сводит на нет преимущества данной стратегии. При использовании краткосрочной стратегии инвестирования необходимо учитывать даже незначительные конъюнктурные колебания курсов акций и вызывающих их событий. Например, ожидание повышения курса в связи с окончанием работ по выпуску ADR, возможное снижение котировок при увеличении уставного капитала в результате объявления открытой подписки на акции, колебание международных фондовых индексов и т.д.

Разновидностью этой стратегии является стратегия **«скалпирования»**, которая чаще всего применяется в биржевой торговле и состоит в проведении сделок по одному и тому же эмитенту в течение одной торговой сессии. При этом одна из задач заключается в обеспечении гарантии по сделкам. В качестве другой предпосылки успешного использования этой стратегии выступает высокая скорость осуществления расчетов.

Управление портфелем на основе краткосрочной стратегии основано на использовании даже небольших колебаний курса, поэтому максимизация прибыли возможна при очень высоких оборотах. Соответственно при выборе ценных бумаг необходимо учитывать, что значительные объемы сделок не должны оказывать существенного влияния на из-

менение их котировок. Основные опасности использования этой стратегии связаны с риском неисполнения сделок, ошибками в предсказании курса, а также с невозможностью быстрого вывода средств при особо крупных спекуляциях. Риск использования стратегии, основанной на краткосрочных колебаниях курсов, особенно велик, когда продажа ценных бумаг осуществляется без покрытия (short sale).

При формулировании и выборе стратегий можно использовать и другие классификационные признаки. Например, если за основу классификации взято получение дохода, за рубежом традиционно выделяются стратегии, основанные на: росте капитала; получении регулярного текущего дохода; сочетании роста капитала и текущего дохода. К этой же группе можно отнести стратегии, связанные с манипулированием кривой доходности.

Если в качестве классификационного признака при выделении стратегий использовать возможность снижения риска инвестирования, то для достижения этой цели могут быть выбраны стратегии диверсификации, концентрации, иммунизации и хеджирования. Эти стратегии подробно описаны в литературе.

В заключение отметим, что для того, чтобы удовлетворять запросам самых разных инвесторов, спектр инвестиционных стратегий должен быть достаточно широким. Рассмотренная классификация, несмотря на свою условность, помогает выделить некоторые типовые стратегии, на основе сочетания которых может быть разработана стратегическая программа действий профессиональных участников в зависимости от ситуации на фондовом рынке и сценариев ее изменения. На практике один и тот же инвестор по отношению к различным видам ценных бумаг может использовать различные субстратегии, а также их комбинации. Помимо типовых стратегий, для каждого инвестора может быть разработана индивидуальная стратегия, наиболее точно отражающая специфику его целей.

Приложение

Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период 2005–2008 гг. (извлечения из проекта Стратегии, опубликованной ФСФР на своем сайте, декабрь 2005 г.)

Цель Стратегии – превратить финансовый рынок в один из главных механизмов реализации инвестиционных программ корпоративного сектора, создав одновременно условия для эффективного инвестирования частных накоплений и средств обязательных накопительных систем.

Данная Стратегия призвана определить ключевые направления деятельности государственных органов в сфере регулирования финансового рынка на 2005–2008 годы для преодоления накопившихся проблем на российском фондовом рынке.

Финансовый рынок в результате реализации Стратегии должен претерпеть качественные изменения, а именно:

- доступ к рынку капиталов получают большинство российских компаний, ведущих цивилизованный бизнес. В результате кратно увеличится количество первичных размещений акций отечественных компаний на российском финансовом рынке;

- существенно расширится ассортимент инструментов финансового рынка и услуг, предоставляемых финансовыми организациями населению и сектору нефинансовых предприятий;

- будут обеспечены конкурентные условия для проведения сделок с ценными бумагами и их надежный учет и хранение. В результате торговля основными долями российских активов будет осуществляться в российской юрисдикции;

- разовьются и окрепнут институты коллективных инвестиций. Среди инвесторов на российском финансо-

вом рынке существенно вырастет доля консервативных фондов, настроенных на долгосрочные вложения;

– существенно сократятся совокупные потери инвесторов от нарушения их прав и законных интересов.

Все это будет способствовать росту емкости и устойчивости российского финансового рынка и повышению его роли в социально-экономическом развитии. Предполагается, что меры, предусмотренные настоящей Стратегией, позволят обеспечить условия для опережающего развития финансового рынка по сравнению с темпами прироста валового внутреннего продукта. Повышение роли и уровня развития финансового рынка в период 2005–2008 гг. в результате реализации стратегии можно охарактеризовать следующими индикативными показателями:

1) капитализация рынка акций по отношению к ВВП повысится с 40% до 50%;

2) стоимость корпоративных облигаций в обращении по отношению к валовому внутреннему продукту повысится с 1,5% до 3%;

3) чистые активы паевых инвестиционных и акционерных фондов по отношению к капитализации рынка акций вырастут с 1% до 5%;

4) соотношение страховых премий и ВВП повысится с 3% до 5%;

5) доля торговых операций российскими акциями на российских площадках составит не менее 70%.

В результате ожидается, что в 2008 г. привлечение финансовых средств посредством размещения корпорациями акций и облигаций на внутреннем финансовом рынке составит не менее 10% инвестиций в основной капитал. С учетом привлечения кредитов и займов у российских банков и на международных рынках капитала этот показатель достигнет уровня 25–30%.

Словарь терминов

АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО – (АО) – 1) объединение нескольких физических лиц, нескольких предприятий, формирующее свой капитал посредством выпуска и продажи акций; 2) организационно-правовая форма существования и функционирования предприятий, привлекающих акционерный капитал. АО закрытого типа (АОЗТ) распространяет свои акции в форме закрытой подписки по решению учредителей. АО открытого типа (АООТ) реализует акции посредством открытой продажи. АО – это форма концентрации капитала и основная организационная форма крупного предприятия. В уставе АО фиксируются цели общества, размер капитала, порядок управления, структура руководящих органов и т.д. Высший орган АО – общее собрание акционеров, созываемое, как правило, один раз в год. Текущими делами АО руководит правление, наблюдательный совет, совет директоров. Капитал АО, образуемый путем объединения многих индивидуальных капиталов и денежных доходов посредством выпуска акций и облигаций, затем увеличивается за счет прибыли АО и выпуска новых акций. Состоит из собственного капитала и заемного. Собственный капитал включает: средства, полученные от выпуска и реализации акций (собственно акционерный капитал), и резервный капитал, который создается за счет отчислений от прибыли. Заемный капитал образуется за счет средств банковского кредита и средств от выпуска облигаций.

АКЦИИ, ОБЫКНОВЕННЫЕ (ПРОСТЫЕ) – акции, предоставляющие основные права на собственность корпорации; держатели обыкновенных акций имеют право выбирать Совет директоров и влиять на ключевые вопросы, участвовать в доходах корпорации (в виде дивидендов), участвовать в активах в случае ликвидации корпорации на остаточных правах (после того как будут уплачены все долги и привилегированные акционеры получают свою долю).

АКЦИИ, ПРИВИЛЕГИРОВАННЫЕ – акции, обладатель которых пользуется определенными привилегиями по

сравнению с обладателем простых акций. Привилегии могут заключаться: а) в получении дивидендов фиксированного, гарантированного размера; б) в преимущественном получении остатков имущества корпорации в случае ликвидации; в праве выкупа акций эмитентом на льготных условиях и т.д. П.а., как правило, безголосые, то есть без права их обладателя участвовать путем голосования в управлении делами фирмы.

ВАРРАНТЫ (Warrants) – ценная бумага, выписанная фирмой на собственные акции. Назначение варрантов – либо сделать приобретение акций компании более привлекательным, либо поощрить сотрудников.

ВНЕБИРЖЕВОЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ – рынок ценных бумаг, организованный дилерами, которые могут быть или не быть членами фондовой биржи. Внебиржевой оборот ценных бумаг осуществляется обычно по телефону и связан главным образом с ценными бумагами компаний, не имеющих достаточно акций, акционеров или доходов для того, чтобы зарегистрировать свои акции на какой-либо бирже. Внебиржевой рынок ценных бумаг является основным рынком облигаций всех видов. Котировка ценных бумаг на этом рынке осуществляется не в результате действия рыночных факторов, а самой компанией (самокотировка).

ВОЛАТИЛЬНОСТЬ КУРСА – показатель риска, основанный на стандартном отклонении эффективности инвестиционного фонда в течение трех лет. Используется шкала от 1 до 9. Более высокий рейтинг указывает на больший риск. Также, стандартное отклонение изменений логарифма цены актива, выраженное как годовая ставка. Помимо этого, неустойчивость конъюнктуры представляет собой переменную в формулах опционного ценообразования, обозначающую колебание доходности базисного актива с настоящего момента до даты истечения срока опциона.

ГЛУБИНА РЫНКА – масштабы деловой активности, не вызывающие изменения цен. Г.Р. отражает ликвидность рынка и способность данного рынка к расширению купли и продажи товаров без значительного изменения цен на них

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ – облигации, казначейские векселя и другие государственные обязательства, эмитируемые центральными правительствами, местными органами власти с целью покрытия бюджетного дефицита от имени правительства или местных органов власти, но непременно гарантированные правительством. Различаются: 1) рыночные государственные ценные бумаги – например, казначейские векселя, ноты, бонды. Они свободно продаются и покупаются на денежном рынке; 2) нерыночные государственные ценные бумаги – например, сберегательные бонды, сберегательные сертификаты и т.п. Разновидности по сроку действия: краткосрочные облигации – казначейские векселя, на срок от недели до 1 года, среднесрочные – ноты, на срок от 1 года до 5 лет, долгосрочные – бонды, на срок более 5 лет. Выпускаются главным образом с целью привлечения в сферу государственного кредита сбережений населения. Эти ценные бумаги могут быть в любой момент предъявлены к оплате, но при досрочном предъявлении процентные выплаты по ним резко снижаются.

ДИВИДЕНД – (лат. *dividendus* – подлежащий разделу) – часть суммы чистой прибыли акционерного общества, распределяемая между акционерами в соответствии с количеством акций. Выплата Д. в первую очередь осуществляется по привилегированным (преференциальным) акциям (до того, как уплачиваются налоги и распределяется обычный Д.), а затем по простым акциям. Размер Д., выплачиваемых по привилегированным акциям, фиксирован заранее. Д. по обыкновенным акциям могут меняться в зависимости от прибыльности акционерного общества и направлений использования полученной прибыли. В случае неполной оплаты акций Д. выплачиваются акционеру пропорционально оплаченной части стоимости акций, если иное не предусмотрено уставом акционерного общества. Д. могут выплачиваться ежеквартально, два или один раз в год. Д. не выплачиваются по акциям, находящимся на балансе акционерного общества.

ДЕПОЗИТНЫЙ СЕРТИФИКАТ (Certificate of deposit) – это свидетельство, выдаваемое вкладчику в обмен на открытие срочного депозита в коммерческом банке. Ставка процента по депозитным сертификатам обычно примерно такая же, как по краткосрочным или среднесрочным облигациям, в зависимости от срока действия сертификата. Начисление процентов производится через регулярные промежутки времени до окончания срока действия сертификата; по окончании этого срока вы получаете свой первоначальный вклад плюс начисленные проценты. Депозитные сертификаты, предлагаемые банками, обычно застрахованы.

ДИВЕРСИФИКАЦИЯ (Diversification). Метод управления риском, который предполагает распределение активов инвестора среди многих видов финансовых инструментов (акции, облигации, нефть и т.д.). Цель диверсификации – разумное распределение риска и возможность покрывать потери от одних активов доходами по другим.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ – организация в виде кредитно-финансового института (учреждения), аккумулирующая денежные средства частных инвесторов, привлекаемые посредством продажи им выпускаемых собственных ценных бумаг. И.К. выступают на рынке капиталов в качестве инвесторов. Подобно инвестиционным банкам они занимают промежуточное положение между заемщиком и индивидуальным инвестором, но отличаются тем, что полностью выражают интересы последнего. И.К.: не осуществляют контроля над деятельностью корпораций. Привлеченные денежные средства инвестиционная компания размещает в своей стране и за рубежом путем покупки акций и облигаций предприятий. Различают И.К. закрытого типа, имеющие фиксированную структуру капитала, и открытого типа, изменяющие структуру капитала за счет периодического выпуска акций.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ФОНД – инвестиционный институт в форме акционерного общества, ресурсы которого образуются за счет выпуска собственных ценных бумаг и продажи их мелким инвесторам с целью привлечения сбережения широких слоев населения. Средства вкладываются от имени ин-

вестора в ценные бумаги государства, других компаний, в банковские вклады. И.Ф. открытого типа выпускает акции определенными порциями, которые свободно продаются новым покупателям, что позволяет постоянно наращивать денежный капитал для новых инвестиций. И.Ф. закрытого типа, как правило, выпускает акции один раз и в значительном количестве. Новый покупатель вынужден приобретать их по рыночной цене у прежних владельцев.

КОТИРОВКА – установление курсов иностранных валют, ценных бумаг или цен товаров на биржах. На фондовой бирже термин «котировка» означает также привилегию – предоставленное Советом биржи данной ценной бумаге право официально обращаться на бирже. Полная К. фиксирует установление цен, предлагаемых продавцами и покупателями и включает курс покупателя и курс продавца, по которым котирующая организация купит или продаст ценные бумаги, валюту или товар. Разница между курсами покупателя и продавца представляет источник дохода для котирующей организации. К. бывает твердой, т.е. обязывающей котирующую организацию совершить сделку в соответствии с ней, или номинальной, т.е. необязательной для котирующей организации. Выделяют следующие виды К.: К. акций – установление рыночной цены акций на фондовой бирже; К. валюты – установление рыночного валютного курса, либо курса, определяемого центральным банком и нормативно-правовыми актами правительства страны; К. курсов – официальная регистрация на определенный период курса иностранной валюты или ценных бумаг на основе рыночных курсов; К. облигаций – установление курсовой цены облигаций, продаваемых и покупаемых на фондовой бирже; К. официальная – единый курс валюты и ценных бумаг на определенный день, используемый для внебиржевых расчетов; К. твердая – К. отдельных видов ценных бумаг, осуществляемая вне биржи наиболее важными участниками биржевого рынка; – К. товарная – цены биржевых товаров, регистрируемые и публикуемые котировочной комиссией биржи.

ЛИКВИДНОСТЬ (Liquidity). Возможность легко и быстро совершать операций купли-продажи. Рынок называется ликвидным, если на нем наблюдается высокий уровень торговой активности, что позволяет совершать операции купли-продажи с минимальными изменениями цен.

ЛИМИТ-ПРИКАЗ (Limit order). Приказ на покупку акций по цене, равной или ниже определенной цены, либо приказ на продажу акций по цене, равной или превышающей указанную цену. Например, вы можете сказать брокеру: «Купите мне 100 акций компании XYZ по цене 8 долларов или меньше». Или «продайте 100 акций XYZ за 10 долларов или больше». Клиент указывает цену, и приказ может быть использован только в том случае, если рынок достигает указанной цены или превышает ее. Условный заказ на покупку или продажу ценных бумаг предназначен для того, чтобы избежать опасности неблагоприятных изменений цены. См. Стоп-приказ

ЛИСТИНГ – (от англ. list – список) – 1) внесение акций компании в список акций, котирующихся на данной бирже. Л. необходим для допуска к биржевым торгам только тех акций, которые прошли экспертную проверку. Акции, не внесенные в этот список, продаются на «уличном рынке»; 2) правила допуска ценных бумаг к торговле на фондовой бирже; 3) соглашение между эмитентом ценных бумаг и фондовой биржей или внебиржевым участником фондового рынка о приеме ценных бумаг для торговли или котировки на рынке.

ЛОТ – партия товара, продаваемая или поставляемая по договору и выставляемая на продажу с аукциона. В аукционной торговле предлагаемый к продаже товар разделяется на Л., состоящие из одного или нескольких однородных по качеству предметов, наборов. Аукционному Л. присваивается определенный порядковый номер, и на каждый Л. устанавливается своя аукционная цена в ходе торга. Полный Л. представляет фиксированную по количеству партию товара, ценных бумаг, продаваемых на бирже, например 100 акций. Неполный Л. представляет собой партию, отличающуюся по количеству единиц от полного лота.

МАРЖИНАЛЬНЫЙ СЧЕТ – счет биржевого спекулянта у брокера по сделкам с маржей. Счет с возможностью леве-реджа, на который акции можно покупать, используя комбинацию наличных денег и кредитов. Кредит на маржинальном счете обеспечивается акциями. Если же стоимость акций значительно падает, владелец счета должен либо добавить наличные деньги, либо продать часть акций. Маржинальные правила регулируются на федеральном уровне, однако дополнительные резервные обязательства и проценты могут меняться в зависимости от брокера/дилера.

МАРКЕТ-МЕЙКЕР – (англ. market maker) – высококвалифицированный работник фондовой биржи, менеджер рынка ценных бумаг, отслеживающий ход процессов на фондовом рынке, оценивающий тенденции, ожидаемую доходность, надежность ценных бумаг, информирующий участников рынка о ценах, курсе, дивидендах.

ОПЦИОН (Option). Дает покупателю право (без обязательства) на покупку или продажу базисного актива (акции, рыночные индексы) по установленной цене на определенную дату. Опционы выпускают инвесторы, а не компании. Инвесторы, покупающие опционы «колл», делают ставку на то, что акции будут стоить больше цены, установленной опционом (цена исполнения), плюс цена, которую они заплатили за сам опцион (премия). Покупатели опционов «пут» рассчитывают на то, что цена акций упадет ниже цены исполнения опциона. Опционы и фьючерсы принадлежат к классу ценных бумаг, называемых деривативами (производными), которые, в свою очередь получили такое название вследствие того, что их стоимость является производной от стоимости базисных активов.

ОЦЕНКА ЦЕННЫХ БУМАГ – выражение в денежном измерении стоимости ценных бумаг. Для различных целей используют следующие виды оценок: номинальная стоимость – стоимость, обозначенная на бланке ценной бумаги; эмиссионная стоимость – цена продажи ценной бумаги при ее первичном обращении; курсовая (рыночная) стоимость – цена, отражающая равновесие между совокупным спросом и предложением в определенный момент времени; ликвидационная стоимость –

стоимость реализуемого имущества ликвидируемого общества в фактических ценах, выплачиваемая на одну акцию; выкупная стоимость – стоимость, выплачиваемая обществом за приобретение собственных акций; балансовая стоимость – стоимость, определяемая на основании документов финансовой отчетности общества как стоимость имущества, образованного за счет собственных источников, деленная на количество выпущенных акций; учетная стоимость – стоимость, по которой ценные бумаги числятся на балансе общества в данный момент времени.

ПАЕВОЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ФОНД (ПИФ) – вид инвестиций, позволяющий некрупному инвестору получить диверсифицированный портфель акций, облигаций и других финансовых инструментов. Каждый владелец пая в ПИФе участвует в прибылях/убытках фонда в размере своего пая. Составляющие фонд ценные бумаги подбираются в соответствии с инвестиционной стратегией, указанной в проспекте ПИФа, и могут пополняться или сокращаться. Стоимость ПИФа рассчитывается и публикуется ежедневно.

ПЕРВИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ АКЦИЙ (Initial public offering, IPO). Первое публичное размещение акций компании. Ценные бумаги, предлагаемые при первоначальной публичной эмиссии, часто, но далеко не всегда, являются акциями молодых, небольших компаний, ищущих внешний акционерный капитал и публичный рынок для своих акций. Инвесторы, покупающие акции первичного размещения, как правило, должны быть готовы принимать большой риск за возможность получить большую прибыль. Первичные размещения инвестиционных компаний (взаимных фондов закрытого типа) обычно предполагают наличие комиссионных за размещение ценных бумаг, которые представляют собой надбавку к рыночной цене для покупателей.

ПОРТФЕЛЬ (Portfolio) – это совокупность всех инвестиций физического или юридического лица, рассматриваемая как единое целое. В то же время портфель может состоять из определенного числа субпортфелей, например, инвестор может иметь портфель ценных бумаг и портфель имущества.

РИСК – случайности или опасности, которые носят возможный, а не неизбежный характер и могут являться причинами убытков; обычно осуществляется страхование различных видов Р. Измеряется частотой, вероятностью возникновения того или иного уровня потерь. Наиболее опасны Р. с осязаемой вероятностью уровня потерь, превосходящих величину ожидаемой прибыли. Принято выделять следующие виды Р.; банковский, которому подвергаются коммерческие банки; валютный, связанный с непредвиденным изменением курса иностранной валюты; кредитный, связанный с опасностью невозвращения, неполного или несвоевременного возврата кредитных средств; процентный, связанный с непредвиденным изменением процентных ставок; политический, вызванный влиянием политической нестабильности, военных конфликтов на экономические процессы; риск заразиться – вероятность того, что проблемы дочерних или ассоциированных компаний могут «перекинуться» на материнскую компанию.

СПЕКУЛЯНТ – физическое или юридическое лицо, которое пытается предсказать будущее движение цен и получить прибыль путем покупки и продажи контрактов, играя на разнице их цен. Спекулянты не имеют отношения к реальным рынкам производства.

СПЛИТ – дробление нереализованных акций корпорации на большее число акций, при условии соблюдения имеющейся пропорциональности в распределении акций среди акционеров, осуществляемое с целью облегчения их распространения.

СПРЭД – (англ. spread– общая разница) 1) разница между ценой, полученной эмитентом за выпущенные ценные бумаги, и ценой, уплаченной инвестором за эти ценные бумаги; равна сумме продажной скидки и комиссии за управление и размещение; 2) разница между курсом покупателя и курсом продавца; 3) одновременная покупка и продажа фьючерсных контрактов на один и тот же товар с разными сроками поставки; 4) одновременная покупка и продажа опционов одного типа по разным ценам или с разным периодом истечения срока; 5) размах колебаний цен.

ТОРГОВАЯ СИСТЕМА (ТС) – комплекс программно-технических средств, обеспечивающих регистрацию принятых заявок, автоматическое заключение сделок, оперативное отображение текущей информации на рабочих местах участников торгов, протоколирование процесса торгов и формирование итоговых документов, проведение расчета нетто-обязательств и нетто-требований бирж и участников торгов.

ТРЕЙДЕР (Trader). Лицо, профессионально занимающееся операциями с ценными бумагами или производными финансовыми инструментами (опционы, фьючерсы) с целью получения прибыли. Не важно, на сколь длительный срок они покупают или продают ценные бумаги, а так же оперируют они своим капиталом или капиталом клиента, важно лишь то, что они профессионалы и принимают решения самостоятельно.

ФИНАНСОВЫЙ ИНСТРУМЕНТ – стандартный предмет торгов (объект сделок) в торговой системе (ТС). Финансовый инструмент (иностранная валюта, облигации, акции, срочные контракты), характеризуется строго определенными признаками:

- код (вид), номинирование лота (единица торгов);
- код (вид) валюты, за которую производится покупка/продажа лотов;
- размер лота;
- срок выполнения обязательств участника торгов перед биржей

ФОНДОВАЯ БИРЖА – государственная, акционерная или иная организация, предоставляющая помещение, определенные гарантии, расчетные и информационные услуги для сделок с ценными бумагами, получающая за это комиссионные от сделок и накладывающая определенные ограничения на торговлю. Подобная биржа – организационно оформленный, регулярно функционирующий рынок по купле-продаже ценных бумаг. В условиях современных промышленно развитых стран основная масса долгосрочных вложений капитала осуществляется при помощи Ф.Б. Курс ценных бумаг определяется prinocимыми ими доходами и уровнем ссудного процента. Биржевой курс ценных бумаг колеблется в зависимости от соотношения между спросом и предложением на них. Биржевые операции

способствуют привлечению денежных капиталов и их перераспределению между различными сферами производства. Определяя и регистрируя курсы акций и облигаций, биржа фиксирует направления эффективного вложения средств, выступает индикатором состояния рынка.

Сделки на Ф.Б. подразделяются на кассовые, при которых оплата ценных бумаг происходит сразу или в ближайшие 2–3 дня, и срочные, по которым расчеты производятся в пределах месяца. Для биржевой практики характерны спекулятивные операции с целью получения дохода от разницы между курсом ценной бумаги (реализуемой на срок) на момент заключения сделки и курсом на момент ее завершения. Ф.Б. мобилизуют временно свободные денежные средства предприятий и населения посредством продажи им ценных бумаг, способствуют перемещению денежного капитала между различными экономическими субъектами. Крупнейшие Ф.Б. функционируют в Нью-Йорке, Токио, Лондоне, Париже, Базеле, Франкфурте-на-Майне.

ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ – анализ финансовой деятельности компании, целью которого является выявление неправильно оцененных ценных бумаг посредством анализа экономических перспектив компании. При этом основное внимание, как правило, уделяется доходам, прогнозам по дивидендам и будущим процентным ставкам, а также оценке риска компании

ФЬЮЧЕРС, ФЬЮЧЕРСНЫЙ (СРОЧНЫЙ) КОНТРАКТ (Futures). Под срочным контрактом понимают договор на поставку базисного актива (сахар, нефть-сырец, золото, иностранная валюта, рыночные индексы) в установленный срок в будущем на согласованных условиях. Фьючерсный контракт является биржевым. Биржа сама разрабатывает его условия, которые являются стандартными для каждого конкретного вида товара. Здесь строго и заранее определены качество, объем контракта, время, место и способ поставки. Единственной переменной является цена.

Вопросы для подготовки к экзамену по курсу

1. **Акции и их виды. Оценка инвестиционных качеств акций.**
2. **Акции и операции с ними. Дивидендная политика акционерного общества.**
3. **Биржевой рынок ценных бумаг. Правила допуска к торгам.**
4. **Брокерская и дилерская деятельность на РЦБ (их роль на рынке; способы и виды заключаемых договоров)**
5. **Государственное регулирование рынка ценных бумаг. Роль и функции органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.**
6. **Государственные ценные бумаги (ГКО/ОФЗ). Роль Банка России на рынке госбумаг.**
7. **Портфельные инвесторы на рынке ценных бумаг (Паевые инвестиционные фонды, пенсионные фонды и страховые компании). Управление портфелем.**
8. **Закон о рынке ценных бумаг. Требования к раскрытию информации.**
9. **Зарождение и развитие фондовых бирж. Ведущие фондовые биржи мира.**
10. **Инвестиционные компании и инвестиционные фонды на рынке ценных бумаг.**
11. **Информационная поддержка рынка ценных бумаг. Биржевые индексы.**
12. **Инфраструктура рынка ценных бумаг**
13. **Классификация портфелей с точки зрения рисков и доходности. Формирование рыночного портфеля.**
14. **Нормативно-правовая база функционирования рынка ценных бумаг (Законы и Постановления по РЦБ в РФ).**
15. **Облигации и их виды. Оценка инвестиционных качеств облигаций.**

16. Доходность и риск портфеля. Формирование наилучшего портфеля.
17. Операции с производными ценными бумагами (фьючерсы и опционы)
18. Оценка доходности по ценным бумагам (на примере акций и облигаций)
19. Первичный рынок ценных бумаг. Андеррайтинг.
20. Понятие портфеля ценных бумаг. Виды портфелей.
21. Порядок проведения эмиссии и способы размещения ценных бумаг на рынке.
22. Риски, присущие ценным бумагам и портфелю. Управление рисками.
23. Роль, функции и структура рынка ценных бумаг.
24. Российский рынок ценных бумаг: становление и развитие. Оценка современного состояния.
25. Рынок корпоративных облигаций. Развитие облигационных программ российских корпораций.
26. Саморегулируемые организации на рынке ценных бумаг (НАУФОР, ПАРТАД).
27. Способы заключения и исполнения биржевых сделок. Биржевые приказы.
28. Срочные и кассовые сделки. Маржинальная торговля на рынке ценных бумаг.
29. Стратегии портфельного инвестирования. Управление портфелем.
30. Сущность и виды ценных бумаг. Свойства ценных бумаг.
31. Технический анализ рынка. Теория Доу.
32. Фундаментальный анализ акции. Оценка инвестиционной привлекательности акций.
33. Цели и задачи инвестирования. Принципы инвестирования. Стратегии инвестирования (умеренная, агрессивная, консервативная).
34. Эмиссия и порядок размещения акций. Дробление и консолидация акций

Литература

Базовый курс по рынку ценных бумаг в вопросах и ответах. М.: Из-во ИАУЦ НАУФОР, 2000.

Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учеб. пособие. М.: Инфра-М, 2002.

Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учеб. пособие / Ин-т «Открытое о-во». М.: 1-ая Федер. Книготорговая Компания, 1998.

Буренин А.Н. Фьючерсные форвардные и опционные рынки / Ин-т «Открытое о-во». М.: Тривола, 1994.

Вы и мир инвестиций. Совместное издание ММВБ и Нью-Йоркской фондовой биржи, учебник для массового инвестора. Уч. пособие 3-е изд., испр. М.: Вече, 2003.

Добашина И.В. Статистика финансов. М., Финансы и статистика, 2001.

Доунс Дж., Гудман Дж. Эллиот. Финансово-инвестиционный словарь. / Пер. 4-го перераб. и доп. англ. изд. М.: Инфра-М, 1997.

Захаров А., Кириченко Д., Челмодеева Е. Валютные и универсальные биржи XXI века как антикризисный механизм финансового рынка. М., 2002.

Инфраструктура рынка. ПАРТАД: 10 лет спустя // Рынок ценных бумаг. 2004. № 21.

Корельский В.Ф., Гаврилов Р.В. Биржевой словарь. В 2-х т. М., 2000.

Лялин В.А., Воробьев П.В. Ценные бумаги и фондовая биржа. М.: Информационно-издательский дом «Филинъ», 2000.

Маренков Н.Л. Российский рынок ценных бумаг и биржевое дело: Курс лекций по специальностям «Финансы и кредит» и «Бухгалтерский учет и аудит». М.: Эдиториал УРСС, 2000.

Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России. Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политическое развитие. М.: Изд-во «Альпина Паблишер», 2002.

Пейтел Э., Пейтел П. Internet-трейдинг. Полное руководство. М.: Из-во Вильямс, 2003.

Практикум по курсу « Ценные бумаги»: Уч. пособие для вузов / В.И. Колесников, В.С. Торкановский и др. М.: Финансы и статистика, 2000.

Руднева Е.В. Эмиссия корпоративных ценных бумаг. М.: Экзамен, 2000.

Фабоцци Ф. Управление инвестициями / Пер. с англ. М.: Инфра-М. 2000.

Черкасов В.Е. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учеб.-метод. пособие. Тверь: ТГУ, 1999.

Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции / Пер. с англ. М.: Инфра-М. 2001.

Веб-ресурсы

ММВБ (Московская межбанковская валютная биржа). – [http:// www.micex.ru/online/](http://www.micex.ru/online/). Информация о валютных торгах – текущее состояние и архивы по дням с июня 1992 г. Информация о торгах государственными ценными бумагами – текущее состояние и архивы по дням с мая 1993 г. Информация о текущих котировках акций и (с задержкой 15 минут) текущих значениях фондового индекса ММВБ (онлайн доступ).

Новости рынков. – http:// antares.ifs.ru/ru/m_news.htm. На сайте представлен еженедельно обновляемый аналитический обзор деятельности крупных Российских компаний; рассматривается ситуация на валютном, товарном рынках и на рынке ценных бумаг. Описываются основные действия правительства и Центрального Банка, ситуация в банковской системе в целом. Все материалы представлены в формате HTML и PDF.

Сайт Клуба «Ваши деньги». – [http:// www.yourmoney.ru/fr/index.html](http://www.yourmoney.ru/fr/index.html) (на домашней странице Петрова В.С. под названием Международный клуб «Ваши деньги» размещена очень полезная и интересная информация о фондовом рынке России и других стран. На сайте разрабатывается проект «Весь фондовый рынок».

Представлена информация по следующим направлениям: Оперативная информация, Государственное регулирование рынка, Информационные ресурсы, Организаторы торговли, Брокерские компании, Депозитарии, Саморегулируемые организации, Регистраторы, Управляющие компании (ПИФ).

Статистические данные Банка России. – <http://www.cbr.ru>. Сайт содержит наиболее важные макроэкономические и финансовые данные и показатели: показатели денежно-кредитной статистики, данные внешней торговле РФ, данные по международным резервам с 1997 г., данные по внешнему долгу РФ, ставки рефинансирования и т.д.

Финансовое содружество. – <http://www.micex.ru/press/cw/>. Информационно-аналитический журнал издается с 2002 г. Это единственное на сегодня ежемесячное печатное издание, освещающее экономическую ситуацию на финансовых и фондовых рынках стран СНГ. Его издает Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ). На сайте можно ознакомиться с темами вышедших номеров журнала. Электронную версию журнала можно найти в архивах ИА Интегрум-Техно (<http://www.integrum.ru>).

Финансовый обзор OLMA-Daily. – <http://leader.ru/>. Электронный бюллетень. На сайте содержатся новости, обзоры мировой и российской экономики и финансовых рынков, анализ их состояния и прогноз развития. Все материалы находятся в бесплатном доступе).

Фондовая биржа РТС (Российская торговая система). – <http://www.rts.ru/>. Сайт содержит информацию о текущих котировках акций (с задержкой 15 мин.) и текущих значениях фондовых индексов РТС (онлайн доступ). Архивы торгов по дням по всему списку котирующихся акций с сентября 1995 г., архивы торгов по отдельным акциям, архивы индексов РТС и методики их расчета.

Оглавление

ГЛАВА 1. ФОНДОВЫЙ РЫНОК И ЕГО ОРГАНИЗАЦИОННО-ПРАВОВОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ	3
1.1. Роль и функции рынка ценных бумаг	3
1.2. Брокерско-дилерская деятельность	7
1.3. Инфраструктура рынка ценных бумаг	17
1.5. Российские саморегулируемые организации	33
ГЛАВА 2. ЦЕННЫЕ БУМАГИ И ИХ ХАРАКТЕРИСТИКИ	36
2.1. Виды и классификация ценных бумаг	36
2.2. Акции, их виды и инвестиционные свойства	38
2.3. Облигации и их виды	46
2.4. Доходность по облигациям. Кривая доходности... ..	50
ГЛАВА 3. ТЕОРИЯ ПОРТФЕЛЬНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ.....	55
3.1. Понятие и виды портфелей	55
3.2. Эффективность инвестирования	58
3.3. Эффективность портфеля. Диверсификация.....	64
3.4. Основные инвестиционные инструменты	69
ГЛАВА 4. СТРАТЕГИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕМ	81
4.1. Содержание и основные этапы стратегического управления	82
4.2. Некоторые виды инвестиционных стратегий	84
4.3. Управление портфелем.....	87
ПРИЛОЖЕНИЕ	99
СЛОВАРЬ ТЕРМИНОВ	101
ВОПРОСЫ ДЛЯ ПОДГОТОВКИ К ЭКЗАМЕНУ ПО КУРСУ	112
ЛИТЕРАТУРА	114
ОГЛАВЛЕНИЕ	117

Всероссийский заочный финансово-экономический институт
Филиал в г. Барнауле

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ И БИРЖЕВОЕ ДЕЛО

Опорный конспект лекций

Публикуется в авторской редакции

Макет, верстка и дизайн обложки А.М. Бетмакаев.
Подписано в печать 9.01.2006. Бумага офсетная № 1.
Объем 5,3 уч.-изд.л. Тираж 100 экз.