

Министерство образования и науки Российской Федерации

ТОМСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
СИСТЕМ УПРАВЛЕНИЯ И РАДИОЭЛЕКТРОНИКИ (ТУСУР)

В. Ю. Цибульникова

---

---

# **РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ**

---

---

Учебное пособие

Томск  
«Эль Контент»  
2012

УДК 336.76(075.8)

ББК 65.262.2я73

Ц569

Рецензенты:

**Красина Ф. А.**, доцент кафедры экономики ТУСУРа;

**Мионов Ю. А.**, финансовый аналитик филиала Автономной некоммерческой организации дополнительного профессионального образования «Международная академия инвестиций и трейдинга» в г. Томске.

**Цибульникова В. Ю.**

Ц569      Рынок ценных бумаг : учебное пособие / В. Ю. Цибульникова. — Томск: Эль Контент, 2012. — 110 с.

ISBN 978-5-4332-0054-8

Ценные бумаги — это права на капитал, существующие в денежной, производительной или товарной форме. Совокупность экономических субъектов, связей и отношений между ними по поводу выпуска, размещения и обращения ценных бумаг образуют рынок ценных бумаг.

Рынок ценных бумаг выполняет (вместе с банковским и коммерческим кредитом) несколько важнейших функций в экономике — он способствует перераспределению временно-свободных денежных средств между экономическими субъектами, отраслями и сферами экономики, а также между регионами и странами. Для эмитентов выпуск и размещение ценных бумаг является средством получения необходимых средств, а для инвесторов ценные бумаги являются объектом инвестиций, позволяющим получить доход.

В данном пособии рассмотрены основные виды и свойства ценных бумаг, функции различных видов ценных бумаг, а также различные участники фондового рынка и их роль в экономике. Также внимание уделено вопросам оценки доходности различных ценных бумаг, налоговому законодательству в этой сфере и методам анализа и прогнозирования рынка ценных бумаг.

УДК 336.76(075.8)

ББК 65.262.2я73

ISBN 978-5-4332-0054-8

© Цибульникова В. Ю., 2012

© Оформление.

ООО «Эль Контент», 2012

# ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>Введение</b>	<b>5</b>
<b>1 Виды ценных бумаг</b>	<b>7</b>
1.1 Общая классификация видов ценных бумаг . . . . .	7
1.2 Акции . . . . .	12
1.2.1 Сущность и виды акций . . . . .	12
1.2.2 Виды привилегированных акций . . . . .	14
1.2.3 Операции эмитентов с собственными акциями . . . . .	15
1.2.4 Способы оценки акций . . . . .	16
1.2.5 Оценка доходности акций . . . . .	17
1.3 Корпоративные облигации . . . . .	19
1.3.1 Основная сущность корпоративных облигаций и их виды . .	19
1.3.2 Виды оценки корпоративных облигаций . . . . .	23
1.4 Государственные ценные бумаги . . . . .	24
1.4.1 Сущность, функции и виды государственных ценных бумаг .	24
1.4.2 Государственные краткосрочные бескупонные облигации . .	25
1.4.3 Облигации федерального займа . . . . .	28
1.5 Другие виды ценных бумаг . . . . .	29
1.5.1 Вексель . . . . .	29
1.5.2 Банковские сертификаты . . . . .	32
1.5.3 Депозитарные расписки . . . . .	34
1.6 Производные ценные бумаги (деривативы) . . . . .	35
1.6.1 Опционы . . . . .	35
1.6.2 Фьючерсы . . . . .	36
1.6.3 Варранты . . . . .	38
1.7 Международные ценные бумаги . . . . .	39
1.7.1 Общая характеристика международных ценных бумаг . . . .	39
1.7.2 Еврооблигации . . . . .	40
1.7.3 Евроакции . . . . .	41
1.7.4 Депозитарные расписки . . . . .	41
<b>2 Институты рынка ценных бумаг</b>	<b>44</b>
2.1 Брокерские фирмы и самостоятельные брокеры . . . . .	45
2.2 Дилерские фирмы . . . . .	47
2.3 Управляющие компании . . . . .	48
2.4 Расчетные палаты . . . . .	49
2.5 Специализированные депозитории . . . . .	50
2.6 Специализированные регистраторы . . . . .	50

2.7	Инвестиционные фонды . . . . .	52
<b>3</b>	<b>Первичный и вторичный рынок ценных бумаг</b>	<b>56</b>
3.1	Первичный рынок ценных бумаг . . . . .	56
3.1.1	Процедура эмиссии ценных бумаг . . . . .	56
3.1.2	Процесс размещения ценных бумаг . . . . .	58
3.2	Вторичный рынок ценных бумаг . . . . .	59
3.2.1	Общая характеристика вторичного рынка ценных бумаг . . . . .	59
3.2.2	Организация биржевой торговли ценными бумагами . . . . .	60
3.2.3	Биржевые операции на рынке ценных бумаг . . . . .	64
3.2.4	Допуск ценных бумаг к торгам на фондовой бирже . . . . .	68
3.3	Внебиржевой рынок ценных бумаг . . . . .	70
3.4	Фондовые индексы и рейтинги . . . . .	71
<b>4</b>	<b>Анализ рынка ценных бумаг</b>	<b>74</b>
4.1	Основы фундаментального анализа рынка ценных бумаг . . . . .	75
4.1.1	Отношение цены к балансовой стоимости и балансовая стоимость акций . . . . .	76
4.1.2	Дивидендный доход ( $d/E$ ) . . . . .	77
4.1.3	Прибыль на акцию ( $EPS$ ) . . . . .	77
4.1.4	Отношение цены акции к доходу ( $P/E$ ) . . . . .	77
4.1.5	Покрытие дивиденда . . . . .	78
4.1.6	Коэффициент выплат . . . . .	78
4.1.7	Суммарный годовой доход на вложенный капитал . . . . .	78
4.2	Способы графического представления информации . . . . .	79
4.3	Графические методы технического анализа . . . . .	82
4.4	Фигуры технического анализа . . . . .	85
4.5	Теория Чарльза Доу . . . . .	89
4.6	Пропорции Фибоначчи в техническом анализе рынка ценных бумаг . . . . .	90
4.7	Волновая теория Р. Эллиотта . . . . .	91
4.8	Индикаторы технического анализа . . . . .	95
	<b>Заключение</b>	<b>100</b>
	<b>Литература</b>	<b>102</b>
	<b>Глоссарий</b>	<b>104</b>

---

# ВВЕДЕНИЕ

---



.....  
*Ценные бумаги — это права на капитал, существующий в денежной, производительной или товарной форме. Совокупность экономических субъектов, связей и отношений между ними по поводу выпуска, размещения и обращения ценных бумаг образуют рынок ценных бумаг [1].*  
.....

Ценные бумаги выполняют (вместе с банковским и коммерческим кредитом) важнейшую функцию в экономике — они способствуют перераспределению временно-свободных денежных средств между экономическими субъектами, отраслями и сферами экономики, а также между регионами и странами. Для эмитентов выпуск и размещение ценных бумаг является средством получения необходимых средств, а для инвесторов ценные бумаги являются объектом инвестиций, позволяющим получить доход.

Ценные бумаги делят на долевые и долговые. Долевые ценные бумаги — это ценные бумаги, которые свидетельствуют о том, что инвестор внес вклад в уставный капитал фирмы. К ним можно отнести акции и паи паевых инвестиционных фондов.

Долговые ценные бумаги подтверждают наличие отношений займа между эмитентом (заемщиком) и инвестором (кредитором), как правило, их стоимость, отражающая сумму займа (чаще всего номинальная), возвращается кредитору. К долговым ценным бумагам относятся облигации, векселя и некоторые другие виды ценных бумаг.

Ценные бумаги существуют в одной из двух форм — бумажной (документарной) (право собственности на ценные бумаги в этом случае оформляется либо сертификатом ценной бумаги, либо сама ценная бумага подтверждает права ее владельца) и безбумажной (бездокументарной). Ценные бумаги в безбумажной форме существуют в виде записей на счетах-депо в специализированных депозитариях. Владельцу или номинальному держателю выдается выписка из счета-депо.

Ценные бумаги бывают эмиссионными и неэмиссионными. Эмиссионные ценные бумаги — это ценные бумаги, обладающие следующими признаками:

- они могут иметь несколько выпусков,
- каждый выпуск имеет одинаковые сроки погашения (для ценных бумаг, подлежащих погашению),
- каждый выпуск ценной бумаги дает владельцам одинаковый объем прав.

Соответственно, неэмиссионные ценные бумаги — это ценные бумаги, не обладающие хотя бы одним из перечисленных признаков. К эмиссионным ценным бумагам относятся акции, корпоративные облигации, государственные долговые обязательства, а к неэмиссионным — векселя, банковские сертификаты, чеки и т. д.

## Соглашения, принятые в книге

Для улучшения восприятия материала в данной книге используются пиктограммы и специальное выделение важной информации.



.....  
 Эта пиктограмма означает определение или новое понятие.  
 .....



.....  
 Эта пиктограмма означает внимание. Здесь выделена важная информация, требующая акцента на ней. Автор здесь может поделиться с читателем опытом, чтобы помочь избежать некоторых ошибок.  
 .....



.....  
 В блоке «На заметку» автор может указать дополнительные сведения или другой взгляд на изучаемый предмет, чтобы помочь читателю лучше понять основные идеи.  
 .....



.....  
**Пример** .....

Эта пиктограмма означает пример. В данном блоке автор может привести практический пример для пояснения и разбора основных моментов, отраженных в теоретическом материале.  
 .....



.....  
**Контрольные вопросы по главе**  
 .....

---

# Глава 1

## ВИДЫ ЦЕННЫХ БУМАГ

---

### 1.1 Общая классификация видов ценных бумаг

Все ценные бумаги можно разделить на различные виды. Существует несколько возможных классификаций видов ценных бумаг. В таблице 1.1 приведены различные виды классификации в зависимости от соответствия ценных бумаг определенным признакам.

Таблица 1.1

<b>Признаки</b>	<b>Виды</b>
По эмитентам	корпоративные, государственные
По принадлежности прав	на предъявителя, именные, ордерные
По форме существования	в виде обособленного документа, в виде записей на счетах
В зависимости от цели выпуска	фондовые, торговые
По организации выпуска	эмиссионные, не эмиссионные
По срокам обращения	краткосрочные (до года), среднесрочные (до 5 лет), долгосрочные (свыше 5 лет), бессрочные
По отношению собственности	долевые, долговые
По первичности финансового инструмента	классические, производные

Дадим краткую характеристику каждому виду [2].



.....  
**Корпоративная ценная бумага** — выпускается юридическими лицами (АО, ООО) в соответствии с действующим законодательством и уставными документами (Устав, учредительный договор) с целью привлечения дополнительных финансовых ресурсов (акции, облигации, векселя).  
 .....



.....  
**Государственная ценная бумага** — выпускается государством с целью покрытия дефицита государственного бюджета, привлечения дополнительных средств в экономику страны, регулирования кредитно-денежного обращения в стране и инфляционных процессов (облигации, казначейские векселя).  
 .....

Выделяют муниципальные ценные бумаги, которые эмитируют местные органы власти (область, город).



.....  
**Именная ценная бумага** — бумага выписывается на определенного владельца и регистрируется в реестре ценных бумаг. Переход прав собственности связан с процедурой перерегистрации (сертификат акций, облигации и т. д.).  
 .....

Право на именную бездокументарную ценную бумагу переходит к приобретателю:

- в случае учета прав на ценные бумаги у лица, осуществляющего депозитарную деятельность, — с момента внесения приходной записи по счету депо приобретателя;
- в случае учета прав на ценные бумаги в системе ведения реестра — с момента внесения приходной записи по лицевому счету приобретателя.



.....  
**Предъявительская ценная бумага** выпускается без указания владельца и переход права собственности осуществляется «из рук в руки» (облигации).  
 .....

Право на предъявительскую документарную ценную бумагу переходит к приобретателю:

- в случае нахождения ее сертификата у владельца — в момент передачи этого сертификата приобретателю;
- в случае хранения сертификатов предъявительских документарных ценных бумаг и/или учета прав на такие ценные бумаги в депозитарии — в момент осуществления приходной записи по счету депо приобретателя.



.....  
**Ордерная ценная бумага** выписывается на имя первого приобретателя или «его приказу». Это означает, что указанные в ней права будут по передаточной надписи — индоссаменту (вексель, сберегательный сертификат).  
 .....



.....  
**Фондовая ценная бумага** — отличается массовостью эмиссии и обращается на фондовых биржах (акции, облигации, опционы, фьючерсы).  
 .....

*Торговая ценная бумага* — имеет коммерческую направленность. Она предназначена главным образом для расчетов по торговым операциям (векселя, коносаменты, чеки).



.....  
**Эмиссионная ценная бумага** — ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

- 1) закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных настоящим Федеральным законом формы и порядка;
  - 2) размещается выпусками;
  - 3) имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.
- .....

Эмиссионные ценные бумаги могут быть именными или на предъявителя. Именные эмиссионные ценные бумаги могут выпускаться только в бездокументарной форме, за исключением случаев, предусмотренных федеральными законами. Эмиссионные ценные бумаги на предъявителя могут выпускаться только в документарной форме.

*Сертификат эмиссионной ценной бумаги* — документ, выпускаемый эмитентом и удостоверяющий совокупность прав на указанное в сертификате количество ценных бумаг. Владелец ценных бумаг имеет право требовать от эмитента исполнения его обязательств на основании такого сертификата.

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

*Краткосрочные ценные бумаги* — обслуживают денежный рынок, срок обращения таких ценных бумаг от 1 дня до 1 года. Они обслуживают отношения займа

с целью обеспечить бесперебойность платежного и денежного оборота (*коммерческие, банковские, казначейские векселя, чеки, депозитные и сберегательные сертификаты, др.*).

Рынок инвестиций отражает движение капиталов и представлен среднесрочными и долгосрочными ценными бумагами, а также бессрочными фондовыми ценностями. Долгосрочные и среднесрочные инвестиции, оформленные отношениями займа, — это облигации. Акции — это бессрочные ценные бумаги, существующие все время, пока существует общество, выпустившее их. Однако за это время может смениться несколько владельцев акции.

*Долевые ценные бумаги* — подтверждают право на владение определенной долей в имуществе предприятия. Доход начисляется в зависимости от результатов работы (*акции, привилегированная акция*).

*Долговые ценные бумаги* — удостоверяют отношение займа, т. е. оформляют обязательство заемщика погасить основную сумму долга и выплатить проценты через определенное время. Могут быть краткосрочными и долгосрочными. По истечении срока действия ценные бумаги, деньги должны быть возвращены. Доход устанавливается в процентах от стоимости ценной бумаги (*облигация, финансовый вексель, государственная облигация*).

*Производные ценные бумаги (опционы, фьючерсы, варранты)* — выпускаются по отношению к базовому активу. Базовым активом может выступать ценная бумага (акция, облигация) или широко распространенный, достаточно стандартизованный рыночный товар (нефть, зерно, др.). Цена изменяется в зависимости от изменения цены базового актива. Используются для хеджирования (страхования) потерь при изменении курса имеющегося в наличии базового актива, а также для получения спекулятивного дохода при отсутствии базового актива. Такие ценные бумаги обращаются на биржах и активно используются профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

*Классические ценные бумаги* — самостоятельные ценные бумаги, оформляющие конкретные отношения собственности или займа (*акции, облигации, векселя и т. д.*).

Кроме того, различают ценные бумаги:

- по месту обращения — международные и внутригосударственные,
- по свободе обращения — *рыночные* — могут свободно покупаться и продаваться, и *нерыночные* — не переходят из рук в руки, т. е. не имеют вторичного обращения (акции ЗАО).

Таким образом, все виды ценных бумаг можно представить в виде схемы, изображенной на рисунке 1.1.

В нашем курсе в соответствующих пунктах, большинство из указанных ценных бумаг будет рассмотрено более подробно. В связи с этим далее дадим определение тем ценным бумагам, которые не рассматриваются в нашем курсе и не являются ценными бумагами, свободно обращающимися на рынке.

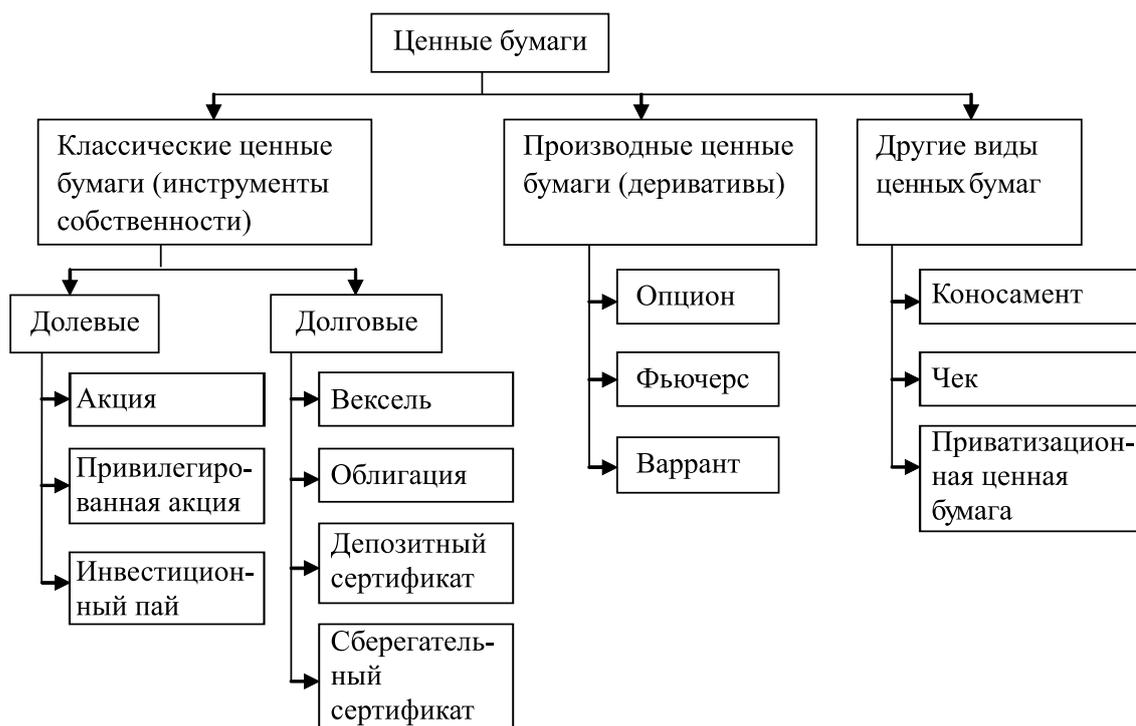


Рис. 1.1 – Виды ценных бумаг



**Чек** — документ, содержащий приказ владельца текущего счета банку о выплате указанной в чеке суммы определенному лицу (именной чек) или предъявителю (предъявительский чек). С введением электронных платежей чек, как средство платежа, практически ушел с финансового рынка.



**Коносамент** — ценная бумага, которая выражает право собственности на конкретный указанный в ней товар. Представляет собой товарораспределительный документ, держатель которого получает право распоряжаться грузом.



**Приватизационные ценные бумаги (ваучер)** — дают право владельцу участвовать в процессе приватизации государственной собственности и могут быть обменены на определенное количество долевых ценных бумаг (акций, привилегированных акций), предусмотренное правилами проведения приватизации.

## 1.2 Акции

### 1.2.1 Сущность и виды акций

*Акция* — эмиссионная ценная бумага, дающая владельцу следующие права [3]:

- право на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов,
- право на участие в управлении акционерным обществом (обыкновенные и привилегированные акции дают обычно разный объем прав),
- право на получение части имущества акционерного общества в случае его ликвидации.

Акция удостоверяет, что ее владелец внес в акционерное общество денежный (чаще), материальный или интеллектуальный вклад либо передал акционерному обществу права собственности или пользования какими-либо ресурсами. Возможность и условия внесения неденежного вклада в уставный капитал акционерного общества устанавливаются собранием акционеров. При этом обязательно производится оценка стоимости неденежного вклада независимым оценщиком. За счет выпуска и размещения (продажи) акций акционерное общество формирует свой уставный капитал, поэтому акционеры являются собственниками акционерного общества [1].

Права на акции оформляются либо сертификатом акций (в котором указывается фамилия или название владельца, эмитент акций, количество и номинальная стоимость акций, которыми владеет акционер), либо выпиской из счета-депо (если акции выпущены в бездокументарной форме, информация там указывается та же). При продаже акций выписка из счета-депо старого владельца ликвидируется и выписывается другая — на нового акционера. Сертификат акций передается новому владельцу, а на его обороте делается передаточная надпись, в которой указываются его данные.



.....  
 Существует два вида акций — *обыкновенные* (или *простые*) и *привилегированные*.  
 .....

*Простые* акции подтверждают наличие у их владельцев трех групп прав (помимо прав, общих для обоих видов акций — см. выше). Первая группа прав — имущественные права. К этой группе относятся:

- 1) Право на получение дохода по акциям — дивидендов. Ставка дивидендов (процент от номинальной стоимости акций, который выплачивается акционерам в виде дохода по акциям) по обыкновенным акциям не является фиксированной и зависит от наличия и суммы прибыли акционерного общества. Если у акционерного общества нет прибыли, то дивиденды по обыкновенным акциям не выплачиваются. При наличии прибыли собрание акционеров решает, выплачивать ли дивиденды (или направить нераспределенную прибыль на развитие акционерного общества) и если выплачи-

вать, то в каком размере. Однако собрание акционеров должно придерживаться решения совета директоров о максимальном размере дивидендов.

- 2) Право свободно купить или продать акции на открытом рынке. Акции нельзя предъявить акционерному обществу и потребовать возврата номинальной или какой-либо другой стоимости (за исключениями, описанными ниже). Акционер, желающий продать акции, может предложить их для покупки на открытом рынке ценных бумаг.

Вторая группа прав — информационные права, к ним относится право на получение годовых отчетов акционерного общества и знакомство с проспектом эмиссии акций. При желании акционер может получить копии данных документов за плату, не превышающую затрат на их изготовление.

Третья группа прав включает в себя право акционера быть внесенным в реестр (список) акционеров (только наличие записи в реестре подтверждает наличие у акционера всех прав); право на участие в собрании акционеров лично или через представителя; право оспаривать решения органов управления акционерным обществом в самом акционерном обществе, суде и арбитражном суде; право держателей 10% акций созывать собрание акционеров и инициировать проверку финансовой деятельности акционерного общества.

В последние годы в экономически развитых странах стали появляться ограниченные обыкновенные акции, которые ограничивают право голоса (например, не дающие права голоса, или дающие право голоса в меньшей степени, либо дающие право голоса только тем, кто владеет определенным количеством акций такого вида). В нашей стране выпуск ограниченных акций не разрешается законодательством.

*Привилегированные акции*, если иное не указано в Уставе акционерного общества, не дают права на управление, за исключением голосования на собрании акционеров по вопросу о реорганизации и ликвидации акционерного общества, а также по вопросу об изменениях и дополнениях в Уставе акционерного общества, касающихся прав владельцев привилегированных акций. В нашей стране акционерные общества нередко предоставляют владельцам привилегированных акций право голоса по всем вопросам [4].

Привилегированные акции подтверждают наличие у их владельцев следующих прав.

Во-первых, право на получение дивидендов по фиксированной ставке, которая не зависит от размера прибыли акционерного общества. Однако выплачиваются дивиденды по привилегированным акциям только при наличии прибыли у АО. Выплата дивидендов происходит в течение месяца после проведения годового собрания акционеров. Дивиденды по привилегированным акциям выплачиваются до выплаты дивидендов по простым акциям, но после выплаты процентов по облигациям. При невыплате или частичной выплате дивидендов владельцы привилегированных акций получают право голоса по всем вопросам, начиная с собрания, на котором принято решение относительно дивидендов по привилегированным акциям.

Во-вторых, право на получение доли в стоимости имущества акционерного общества при его ликвидации. Причем, владельцы привилегированных акций реализуют данное право раньше владельцев обыкновенных акций.

Дивиденды как по обыкновенным, так и по привилегированным акциям могут выплачиваться в денежной, товарной форме, а также акциями данного акционер-

ного общества. Форма выплаты дивидендов указывается в Уставе акционерного общества. Выплата дивидендов происходит одним из следующих способов: переводом на расчетный счет акционера; почтовым переводом; чеком; а также лично по извещению. В нашей стране чаще всего дивиденды выплачиваются почтовым переводом.

Акционерное общество может предоставить определенным группам инвесторов право на приобретение определенного количества простых акций или облигаций по фиксированной (а часто льготной) цене в течение определенного периода времени. Документ, подтверждающий наличие данного права, называется варрантом.

### 1.2.2 Виды привилегированных акций

Привилегированные акции классифицируются по множеству признаков [4].

По *возможности накопления дивидендов* привилегированные акции делятся на кумулятивные и некумулятивные. Некумулятивные привилегированные акции — это акции, невыплаченные по которым дивиденды не выплачиваются в последующие годы. По кумулятивным акциям, дивиденды, не выплаченные за какой-либо год, могут быть выплачены в последующие годы вместе с дивидендами за соответствующий год. Срок «накопления» дивидендов составляет 3 года. Условием выплаты дивидендов по кумулятивным привилегированным акциям, не выплаченных ранее, является выплата дивидендов по обыкновенным акциям.

По *видам дивидендов* привилегированные акции делятся на следующие виды. Первым видом являются привилегированные акции с фиксированной ставкой дивиденда. Второй вид — привилегированные акции «с участием», по которым выплачиваются дивиденды по фиксированной небольшой ставке, а при определенных условиях (например, если ставка дивидендов по обыкновенным акциям превышает ставку дивидендов по привилегированным акциям) — дополнительные дивиденды. Третий вид — привилегированные акции с плавающей (корректируемой) ставкой дивиденда. Ставка дивиденда привязывается к ставке дохода по какому-либо финансовому инструменту (в нашей стране — часто по государственным краткосрочным облигациям) и периодически пересматривается. Смысл выпуска такого рода привилегированных акций состоит в необходимости привлечь инвесторов при возникновении у них больших сомнений в том, что у акционерного общества будет прибыль для выплаты дивидендов. Ставка дивиденда обычно колеблется в определенном коридоре и не может упасть ниже или возрасти выше установленных пороговых значений. Установление «коридора» преследует своей целью защиту как интересов самого акционерного общества, так и акционеров. Так, если ставка доходности по финансовому инструменту, к которому привязана доходность по привилегированным акциям, упадет слишком сильно, то при установлении коридора инвесторы получают доход по акциям по более высокой ставке (одновременно акционерное общество сохранит инвесторов). А если ставка доходности по финансовому инструменту сильно вырастет, то акционерному обществу (которое выплачивает по данным акциям дивиденды по ставке, не зависящей от его прибыли) будет сложно выполнить свои обязательства перед владельцами привилегированных акций с плавающей ставкой дивиденда, особенно если прибыль низка.

По возможности отзыва выделяют безотзывные (бессрочные) и отзывные привилегированные акции. Безотзывные привилегированные акции акционерные общества не предполагают отзываться у акционеров. А отзывные привилегированные акции отзываются и погашаются как облигации. За право выкупа акционерное общество выплачивает держателям премию. Отзывные привилегированные акции выгодны акционерному обществу тем, что, погашая отозванные акции, оно экономит в дальнейшем на дивидендах (которые выплачиваются вне зависимости от размера прибыли). Момент отзыва нередко зависит от ставок по кредитам. Если ставка по кредитам ниже ставки дивидендов по привилегированным акциям, то выгодно выкупить акции и занять средства у банка. Возможность отзыва акций должна быть предусмотрена в проспекте эмиссии.

По возможности конверсии привилегированные акции делят на конвертируемые и неконвертируемые. Неконвертируемые привилегированные акции не могут обмениваться на обыкновенные, а конвертируемые — могут. Период обмена, как правило, составляет не более 3-х лет.

По обеспеченности выделяют обеспеченные и необеспеченные привилегированные акции. Под выпуск первых закладываются какие-либо активы, а под выпуск вторых — нет.

### 1.2.3 Операции эмитентов с собственными акциями

Эмитенты могут производить с собственными акциями несколько операций. Первой операцией является сплит. *Сплит* — это дробление акций путем уменьшения их номинальной стоимости. При сплите количество акций в целом и у одного держателя увеличивается, а уставный капитал акционерного общества остается неизменным. Таким образом, это чисто техническая процедура. Старые сертификаты акций при этом изымаются и выдаются новые на большее количество акций, но меньшей номинальной стоимости. Обычно к сплиту прибегают для прохождения листинга (т. к. многие фондовые биржи в качестве одного из требований к допуску акций к торгам выдвигают довольно большое количество эмитированных и размещенных акций) [5].

Второй (и тоже чисто технической) операцией с собственными акциями является *консолидация* (или обратный сплит). Консолидация представляет собой увеличение номинальной стоимости акций без изменения уставного капитала. Таким образом, в результате консолидации количество акций уменьшается. Акционерам выдаются новые сертификаты акций. Наиболее часто эту процедуру проводят для упрощения расчетов, если изначально установили слишком низкую номинальную стоимость акций либо она стала таковой вследствие инфляции.

Третьей операцией с собственными акциями является их *приобретение на открытом рынке*. Приобретать собственные акции акционерное общество может для того, чтобы повысить их курсовую стоимость (в этом случае операция называется «кроссинг»); снизить уставный капитал; перераспределить акционерную собственность среди разных групп акционеров (например, повысить долю менеджеров среди акционеров); во избежание поглощения или скупки нежелательными лицами. В случае приобретения акций с целью снижения уставного капитала они погашаются, а в Устав акционерного общества вносятся соответствующие изменения. В остальных случаях акции принимаются на баланс акционерного общества и в те-

чение года должны быть или проданы, или погашены. Во всех случаях акционеры за месяц должны предупреждаться о приобретении и его условиях.

Четвертой операцией является *выкуп акций* у акционеров по их требованию. Выше мы говорили о том, что акционеры не могут требовать от акционерного общества возвращения номинальной стоимости акций. Однако из этого правила имеются исключения. Выкуп возможен при реорганизации акционерного общества; при совершении им крупной сделки по приобретению или продаже имущества на сумму, превышающую 50% балансовой стоимости акций; а также, если в Устав АО вносятся изменения, ограничивающие права акционеров. Однако выкуп осуществляется только у тех акционеров, которые либо не присутствовали на собрании, на котором принималось соответствующее решение, либо голосовали против принятия решения. Выкуп акций производится по заявлению акционера через 45 дней после принятия соответствующего решения. Что же происходит с акциями в каждом из этих случаев? При реорганизации уставный капитал уменьшается, а акции погашаются, а в остальных случаях акции принимаются на баланс и в течение года должны быть или проданы, или погашены [5].

#### 1.2.4 Способы оценки акций

Существуют два основных вида оценки акций — стоимостная и оценка качества и надежности акций. Рассмотрим сначала *стоимостную оценку*, которая выражает тот или иной вид стоимости акции.

*Номинальная стоимость* — это стоимость акции, указанная на ее номинале (лицевой стороне). В нашей стране указание номинальной стоимости обязательно, но в некоторых странах возможен выпуск безноминальных акций [2].

*Эмиссионная стоимость, или цена размещения*, — это цена, по которой акции продаются на первичном рынке, то есть первому своему владельцу. В нашей стране эмиссионная стоимость должна быть больше или равна номинальной стоимости. При первом выпуске акций цена размещения равна номинальной стоимости, а при втором, третьем и т. д. — больше номинальной стоимости.

Если цена размещения больше номинальной стоимости, то акционерное общество получит эмиссионный доход ( $E_i$ ), который вычисляется по следующей формуле:

$$E_i = (P_0 - N) \cdot k, \quad (1.1)$$

где  $P_0$  — цена размещения акции,  $N$  — номинальная стоимость акции,  $k$  — количество размещенных акций.

Эмиссионный доход присоединяется к собственному капиталу акционерного общества.

*Курсовая стоимость* — это цена акции на вторичном рынке ценных бумаг (т. е. на рынке, на котором происходит передача ценных бумаг от первого владельца второму и т. д.), которая складывается под влиянием спроса и предложения.

*Балансовая стоимость ( $P_{bal}$ )* — рассчитывается по формуле:

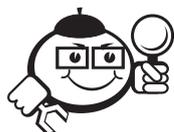
$$P_{bal} = \frac{ЧА}{k}, \quad (1.2)$$

где  $ЧА$  — стоимость чистых активов АО,  $k$  — количество размещенных акций.

Балансовая стоимость показывает, сколько активов приходится на одну акцию. *Ликвидационная стоимость* — это сумма, которую владельцы акций получат при ликвидации акционерного общества.

Второй вид оценки акций — это *оценка их качества и надежности*, которая заключается в присвоении им рейтинга. *Рейтинг акций* — это выраженное символически официальное заключение о платежеспособности эмитента акций. Рейтинг показывает, насколько высока или, наоборот, низка вероятность выполнения акционерным обществом своих обязательств по выплате дивидендов. Рейтинг выставляется отдельно для обыкновенных и привилегированных акций. Присвоение рейтинга производится рейтинговыми агентствами, наиболее известными из которых являются американские инвестиционные банки «Standard and Poors» и «Moody's Investor Services».

Акционерные общества сами обращаются к ним и оплачивают их услуги. При присвоении рейтинга учитываются такие факторы, как: пользуется ли спросом продукция акционерного общества; перспективы развития отрасли, к которой относится АО; качество менеджмента; доходы акционерного общества и другие.



### Пример

Рейтинг обычно имеет буквенную форму. Для примера рассмотрим рейтинг акций «Standard and Poors».

Таблица 1.2 – Рейтинг акций «Standard and Poors»

Рейтинг	Инвестиционное качество
A+	Высшее
A	Высокое
A–	Хорошее
B+	Среднее
B	Ниже среднего
B–	Низкое
C	Очень низкое

### 1.2.5 Оценка доходности акций

Прежде всего выясним различие между доходностью и доходом по акциям. *Доход по акциям* выражается в денежной форме и складывается из дивидендов и изменения стоимости. Дивиденды являются текущим доходом акционера, источником которого является чистая прибыль. Если акционер продал акцию, то, помимо дивидендов, он может получить изменение стоимости акции за инвестиционный период ( $\Delta P$ ), которое рассчитывается по следующей формуле [2]:

$$\Delta P = P_{sell} - P_{buy}, \quad (1.3)$$

где  $P_{sell}$  — цена продажи акции,  $P_{buy}$  — цена покупки.

При продаже акции инвестором можно вычислить полный доход ( $I_f$ ) по акции:

$$I_f = (D_1 + \Delta P) \cdot k, \quad (1.4)$$

где  $D_1$  — дивиденды на одну акцию,  $\Delta P$  — изменение стоимости акции,  $k$  — количество акций.

На основе текущего и полного дохода по акции можно определить *реальную курсовую стоимость акции* ( $P_c$ ), которая может рассчитываться по одной из следующих формул. Первая формула рассчитывается исключительно исходя из текущего дохода:

$$P_c = \frac{d}{r} \cdot N, \quad (1.5)$$

где  $d$  — ставка дивидендов,  $r$  — банковский процент по депозитам,  $N$  — номинальная стоимость акции.



### Пример

Вам предлагают купить акцию некоего акционерного общества номинальной стоимостью 100 руб. за 110 руб. Зная ставку дивиденда и размер банковского процента по депозитам, вы можете установить, не завышена или не занижена ли курсовая стоимость. Пусть банковский процент по депозитам составляет 12%, а ставка дивидендов данного акционерного общества — 10%, найдем, какова реальная курсовая стоимость данной акции:

$$P_c = \frac{10}{12} \cdot 100 = 83,3 \text{ руб.}$$

Таким образом, курсовая стоимость, по которой Вам предлагают купить акцию, завышена и покупать ее не стоит, т.к. выгоднее сложить средства в банк. Если же реальная курсовая стоимость равна предлагаемой или выше ее, то вложение в акцию можно считать выгодным.

Вторая формула расчета реальной курсовой стоимости учитывает полный доход:

$$P_c = \frac{I_f}{I_{noR}} \cdot N, \quad (1.6)$$

где  $I_f$  — полный доход по акции,  $I_{noR}$  — требуемая доходность (сумма дохода по безрисковым вложениям и премии за риск; в качестве первого показателя нередко принимается доход по ГКО),  $N$  — номинальная стоимость акции.

*Доходность акций* выражается в процентах. Различают текущую и конечную доходность. Существует два показателя текущей доходности — рендит ( $REN$ ) и рыночная текущая доходность ( $I_{mc}$ ):

$$REN = \frac{D_1}{P_{buy}} \cdot 100\%, \quad (1.7)$$

где  $REN$  — рендит,  $D_1$  — дивиденды на одну акцию,  $P_{buy}$  — цена покупки акции.

$$I_{mc} = \frac{D_1}{P_{mc}} \cdot 100\%, \quad (1.8)$$

где  $I_{mc}$  — рыночная текущая доходность,  $D_1$  — дивиденды на одну акцию,  $P_{mc}$  — текущая цена акции (на момент выплаты дивидендов).

*Конечная доходность* ( $F_i$ ) может быть рассчитана, если акционер продал принадлежащую ему акцию, по следующей формуле:

$$F_i = \frac{I_f}{P_{buy}} \cdot 100\%, \quad (1.9)$$

где  $F_i$  — конечная доходность акции,  $I_f$  — полный доход по акции (сумма дивидендов и изменения стоимости акции за инвестиционный период),  $P_{buy}$  — цена покупки акции.

Как текущая, так и конечная доходность может быть номинальной и реальной. *Номинальная доходность* — это доходность без учета темпов инфляции (то, что получается при расчете по формулам, и есть номинальная доходность). А реальная доходность ( $Ri$ ) вычисляется по формулам:

$$Ri = REN - \alpha, \quad (1.10)$$

$$Ri = I_{mc} - \alpha, \quad (1.11)$$

$$Ri = F_i - \alpha, \quad (1.12)$$

где  $REN$ ,  $I_{mc}$ ,  $F_i$  — рендит, рыночная текущая доходность и конечная доходность представляют из себя номинальную доходность,  $\alpha$  — темп инфляции (он вычисляется по темпу роста цен).

Реальная доходность может быть как положительной, так и отрицательной.

## 1.3 Корпоративные облигации

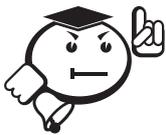
### 1.3.1 Основная сущность корпоративных облигаций и их виды

*Облигации* — ценные бумаги с, как правило, фиксированными доходами, не дающие владельцам права на участие в управлении [6].

Хотя облигации выпускаются не только акционерными обществами, но и обществами с ограниченной ответственностью, принято употреблять термин «корпоративные облигации».

Номинальная стоимость облигации должна быть возвращена владельцу по окончании срока, на который она выпущена, следовательно, облигация удостоверяет отношения займа между корпорацией (заемщиком) и владельцем облигации (кредитором). В этом состоит коренное отличие облигации от акции, номинальная стоимость которой не возвращается акционерным обществом.

Акционерное общество может выпускать облигации, только если акционеры оплатили все выпущенные акции. С момента регистрации акционерного общества до выпуска облигаций должно пройти не менее двух лет. Совокупная номинальная стоимость облигаций (или объем эмиссии) не должна превышать уставного капитала акционерного общества или величины обеспечения, предоставленного третьими лицами.



.....

Доход по облигациям складывается из двух составляющих — процентного дохода (т. е. текущего дохода) и изменения стоимости облигации. Последний вид дохода можно получить при продаже облигации. Сумма текущего дохода и изменения стоимости облигации составляет полный доход по облигации. Поскольку эмитент гарантирует выплату процентов по облигациям, то они считаются менее рискованными, чем акции, хотя совершенно безрисковыми их назвать, разумеется, нельзя (даже государственные облигации или обеспеченные корпоративные облигации), поскольку риск невыплаты процентного дохода и невозвращения суммы долга всегда существует. Может пошатнуться финансовое состояние эмитента, а стихийные бедствия, кризис или инфляция могут обесценить или физически уничтожить обеспечение. Дефолт 1998 г., когда государство по причине сложного финансового положения отказалось платить по своим обязательствам перед владельцами ГКО, показывает, что даже государственные долговые ценные бумаги не могут считаться полностью безрисковыми [6].

.....

Надежность ценных бумаг обычно означает их малую доходность: чем прочнее финансовое положение эмитента, тем под меньший процент он может занять средства. И наоборот, наличие риска требует повышения доходности для привлечения инвесторов. С другой стороны, чем больше прав ценная бумага дает своим владельцам, тем менее рискованны вложения в нее и тем меньше будет доходность по ней. В отличие от акций облигации дают инвесторам гораздо большие права — право на возвращение суммы долга с фиксированными, заранее известными процентами, поэтому акции являются более рискованными и, в среднем, более доходными ценными бумагами, а облигации — наоборот.

Классификация облигаций проводится по следующим признакам.

*По обеспеченности* выделяют обеспеченные и необеспеченные облигации. Требования владельцев необеспеченных облигаций (называемых также дебетурой) к корпорации при ее неплатежеспособности или ликвидации удовлетворяются одновременно с требованиями «прочих» кредиторов — в последней очереди. Поэтому в проспекте эмиссии может быть предусмотрен ряд мер, защищающих интересы владельцев облигаций данного вида. В качестве этих мер могут выступать: «негативный залог» (обязательство не закладывать имущество акционерного общества под другие обязательства); обязательство поддерживать определенное соотношение между собственным и заемным капиталом акционерного общества; обязательство не эмитировать новые выпуски облигаций до погашения предыдущих выпусков; организация отчислений в фонд погашения облигаций данного вида и другие.

*Обеспеченные облигации* — это облигации, выпуск которых произведен под залог финансовых (денежные средства, ценные бумаги) или материальных активов (зданиями, землей, транспортными средствами, рабочими машинами и т. д.), облигационный заем может быть также застрахован или гарантирован коммерческим банком или государством [7].

Рассмотрим подробнее обеспечение выпуска облигаций залогом. Обеспеченные облигации могут быть обеспечены первым или вторым залогом. Первый залог означает, что до облигаций, обеспеченных им, активы не закладывались либо закладывались, но обязательство выполнено. Выпуск облигаций под второй залог означает, что активы, под которые произведена эмиссия, уже заложены под другое обязательство. Законом второй залог разрешается, однако возможность или невозможность второго залога оговаривается договором между заемщиком и кредитором. Облигационеры, владеющие облигациями под второй залог, в случае неплатежеспособности или ликвидации акционерного общества, получают номинальную стоимость облигаций после расчетов по облигациям под первый залог, но до прочих. При неисполнении обязательств перед облигационерами (невыплате процентов или суммы долга по наступлении срока) обеспечение продается и за счет данных средств обязательства выполняются.

*По способу извлечения дохода* облигации делятся на процентные, дисконтные и смешанные. По процентным облигациям владельцы получают доход в виде процента. Чаще всего процентная ставка по облигациям является фиксированной, однако бывают облигации с плавающей ставкой процента, «привязанной» к ставке доходности какого-либо финансового инструмента. Как правило, корректировка «плавающих» процентов происходит раз в 3 месяца. Разновидностью процентных облигаций являются индексируемые облигации, ставка процента по которым растет из года в год равномерно или в соответствии с каким-либо показателем (например, с темпом роста потребительских цен).

Процентные облигации также называются купонными, поскольку большинство из них имеет отрезные купоны. На каждом купоне указывается информация о дате выплаты процентов и ставке процента. Купонные облигации часто являются облигациями на предъявителя.

Обычно процентный доход выплачивается независимо от наличия и размера прибыли, однако существуют доходные облигации (или облигации урегулирования), процентный доход по которым выплачивается только в случае наличия прибыли. У доходных облигаций есть два подвида — простые (или некумулятивные) и кумулятивные. По простым облигациям невыплаченный вследствие отсутствия у акционерного общества прибыли процентный доход не возмещается облигационерам в последующие годы, а по кумулятивным облигациям он выплачивается в последующие годы (причем до этого дивиденды по обыкновенным и привилегированным акциям не выплачиваются).

Вторым видом облигаций по данному признаку являются дисконтные облигации, называемые также облигациями с нулевым купоном. По облигациям данного вида проценты не выплачиваются, а доход имеет форму дисконта. Это означает, что облигации продаются по цене ниже номинальной стоимости (с дисконтом — скидкой), а выкупаются у акционеров по номинальной стоимости. Разница между номинальной стоимостью и ценой выкупа облигаций акционерным обществом и называется дисконтом. Размер дисконта зависит от рискованности вложений, размера ставки процента по банковским кредитам. Как правило, если финансовое состояние эмитента не вызывает сомнений, ставка дисконта ниже ставки банковского процента по кредитам (иначе эмитент мог бы взять кредит в банке), а когда финансовое состояние неблагоприятно или у инвесторов имеются серьезные сомнения по поводу будущего положения эмитента, ставка дисконта (или процента —

для процентных облигаций) будет выше нее. Дисконт зависит также и от срока погашения облигации. При прочих равных условиях, чем дольше от времени покупки облигации на первичном или вторичном рынке до момента ее погашения, тем больше будет дисконт. При покупке и соответственно продаже облигации на вторичном рынке ее владелец получит часть дисконта, прямо пропорциональную длительности инвестиционного периода (то есть чем дольше облигационер держит облигацию, тем большую часть дисконта он получит).

Третьим видом облигаций по способу извлечения дохода являются смешанные облигации, владельцы которых получают доход и в виде дисконта, и в виде процентов. Иногда облигационеры могут выбирать способ извлечения дохода.

*По способу учета облигационеров* облигации делятся на именные (в реквизитах которых имеются данные о владельце, а также ведется их реестр) и на предъявителя (по которым не ведется реестр и в реквизитах облигаций или сертификатов облигаций собственник не указывается).

*По срокам погашения* облигации делятся на срочные и бессрочные. Срочные облигации — это облигации с конкретным сроком погашения, т. е. возврата номинальной стоимости владельца. Срочные облигации, в свою очередь, делятся на краткосрочные со сроком погашения менее одного года, среднесрочные со сроком погашения от 1 года до 5 лет и долгосрочные со сроком погашения более 5 лет. Бессрочные облигации более правильно было бы назвать облигациями с неопределенным сроком погашения — при их выпуске неизвестно, когда их будет выкупать акционерное общество.

*По целям эмиссии* облигации подразделяются на целевые и нецелевые. Целевые облигации выпускаются на конкретные, заранее известные цели или под реализацию какого-либо инвестиционного проекта. Средства, полученные от размещения нецелевых облигаций, используются акционерным обществом по своему усмотрению. Это, с одной стороны, увеличивает риск, а с другой стороны, дает совету директоров большую свободу в распоряжении полученными денежными средствами.

*По возможности обмена* облигации можно разделить на конвертируемые и неконвертируемые. Неконвертируемые облигации не могут быть обменены на акции, конвертируемые же облигации могут обмениваться на обыкновенные или привилегированные акции этого же акционерного общества в любой период времени или в определенный период. Обмен происходит в соответствии с конверсионным коэффициентом, который показывает, какое количество акций можно получить на одну облигацию. В качестве расчетного показателя используется также конверсионная или конвертационная цена ( $P_{conv}$ ), рассчитываемая по формуле:

$$P_{conv} = \frac{N}{c}, \quad (1.13)$$

где  $P_{conv}$  — конверсионная цена,  $N$  — номинальная стоимость,  $c$  — конверсионный коэффициент.

### 1.3.2 Виды оценки корпоративных облигаций

Корпоративные облигации оцениваются по нескольким признакам.

*Стоимостная оценка* корпоративных облигаций бывает нескольких видов. Номинальная стоимость — это цена облигации, указанная на ее лицевой стороне (номинале). Она показывает сумму, которую заняло акционерное общество у владельца облигации. Указание номинальной стоимости поэтому является обязательным.

*Курсовая стоимость облигации* — это цена облигации, которая складывается на рынке ценных бумаг под влиянием соотношения спроса и предложения, на которых, в свою очередь, сказываются доходность, надежность облигации и многие другие факторы.

*Цена выкупа* — это цена облигации, по которой ее выкупает акционерное общество (оно обязано выкупить облигацию, т. е. вернуть займ). Цена выкупа может быть равна номинальной или курсовой стоимости. Цена выкупа или порядок ее определения указывается в проспекте эмиссии облигаций. Выкуп облигаций может быть единоразовым или постепенным.

*Оценка качества и надежности облигаций* производится посредством присвоения им рейтинга. Рейтинг — это выраженное символически официальное заключение о кредитоспособности эмитента. Присвоение рейтинга (за определенную плату) производится рейтинговыми агентствами, наиболее крупными и известными из которых являются американские «Standard and Poors» и «Moody's Investor Services». Эмитенты сами обращаются к ним за присвоением рейтинга при выпуске облигаций. Это позволяет инвесторам судить о степени надежности облигаций, а эмитентам позволяет установить соответствующую данному уровню надежности доходность облигаций. При определении рейтинга учитываются многие факторы: спрос на продукцию эмитента и отрасли, качество менеджмента, доход эмитента, обеспеченность выпуска, достаточность собственного капитала и многие другие.

Большинство рейтинговых агентств использует буквенную рейтинговую систему, иногда используется рейтинговая система, в которой сочетаются буквы и цифры или буквы и символы (например, знаки «+» и «-»). Наиболее высокий рейтинг имеют облигации с рейтингом «А» (например, AAA у «Standard and Poors» или Aaa у «Moody's Investor Services»), а наиболее низкий — облигации с рейтингом «D» у «Standard and Poors» и «C» — у «Moody's Investor Services». Чем выше место облигации в рейтинге, тем больше надежность данной облигации и тем меньший доход по ней будет платить эмитент и наоборот — чем ниже надежность, тем больший доход будет выплачивать эмитент, т. к. инвестор больше рискует, покупая данную облигацию. Мусорные (или бросовые) облигации — это облигации с рейтингом «DDD», «DD» или «D», — покупаются в расчете на сверхвысокие процентные доходы по ним, либо в расчете на скорое получение стоимости имущества эмитента при его ликвидации вследствие неплатежеспособности.

*Оценка доходности облигаций.* Выделяют два вида доходности облигаций — текущую и конечную. Текущая доходность показывает, какой текущий доход в процентах к затратам получает облигационер [2]:

$$I_c = \frac{g}{P_{b0}} \cdot 100\%, \quad (1.14)$$

где  $I_c$  — текущая доходность по облигации,  $g$  — проценты по облигации в денежном выражении,  $P_{b0}$  — цена приобретения облигации.

Конечная доходность показывает, сколько в процентах к затратам получил облигационер, который в течение определенного времени владел облигацией, а затем продал ее. Формула конечной доходности процентной облигации будет выглядеть следующим образом:

$$F_i = \frac{g_c + \Delta P}{P_{buy}} \cdot 100\%, \quad (1.15)$$

где  $F_i$  — конечная доходность,  $g_c$  — проценты по облигации, которые владелец облигации получил за время владения облигацией (в денежном выражении),  $\Delta P$  — изменение стоимости облигации — разница между ценой продажи облигации и ценой ее покупки ( $P_{sell} - P_{buy}$ ),  $P_{buy}$  — цена покупки облигации.

Формула конечной доходности дисконтной облигации такова:

$$F_i = \frac{d}{P_{buy}} \cdot 100\%, \quad (1.16)$$

где  $d$  — дисконт по облигации в денежном выражении,  $P_{buy}$  — цена покупки облигации.

Если облигация смешанная (то есть по ней выплачивается и процентный доход, и дисконт), то используется формула (1.15)).

## 1.4 Государственные ценные бумаги

### 1.4.1 Сущность, функции и виды государственных ценных бумаг

*Государственные ценные бумаги* — это долговые ценные бумаги, эмитируемые государством. Поскольку это долговые бумаги, они отражают отношения займа между государством и инвесторами.

Государственные ценные бумаги выполняют следующие *функции* [6]:

- 1) Функция финансирования кассовых разрывов в государственном бюджете. Кассовые разрывы государственного бюджета образуются в результате неравномерного поступления дохода в государственный бюджет и необходимости расходовать средства госбюджета. К такому способу финансирования текущего дефицита госбюджета, как выпуск государственных ценных бумаг, прибегают достаточно часто, поскольку их эмиссия считается неинфляционной (хотя это спорный вопрос).
- 2) Функция рефинансирования государственного долга заключается в том, что эмиссия государственных ценных бумаг используется для погашения долговых обязательств, возникших ранее, в том числе и долговых обязательств по более ранним выпускам государственных ценных бумаг.
- 3) Функция финансирования государственных целевых программ.
- 4) Функция регулирования денежной массы в обращении, инфляционных процессов, инвестиций, экономического роста, занятости, а также платежного баланса.

Считается (а в экономически развитых странах это так и есть), что государственные ценные бумаги имеют высокий уровень надежности и, как следствие, невысокий уровень доходности. В нашей стране в 1990-х годах уровень доходности по некоторым ценным бумагам достигал нескольких десятков процентов,

а о «надежности» их свидетельствует факт отказа от обязательств государства перед инвесторами в ГКО в 1998 г.

Государственные ценные бумаги могут выпускаться как в бумажной, так и в безбумажной формах. В нашей стране они размещаются Министерством финансов через Центральный банк. Основными способами размещения государственных ценных бумаг являются: открытое размещение по заранее установленной цене; размещение по закрытой подписке; размещение на аукционе.

Основными инвесторами в государственные ценные бумаги являются инвестиционные банки, негосударственные пенсионные фонды, страховые компании, коммерческие банки, центральные банки других стран, физические лица. Однако преобладают все же институциональные инвесторы.

*По времени обращения* государственные ценные бумаги делятся на краткосрочные (срок обращения которых составляет до 1 года), среднесрочные (от 1 года до 5 лет), долгосрочные (более 5 лет).

*По способу извлечения дохода* государственные ценные бумаги делятся на процентные (купонные) и дисконтные. По процентным государственным ценным бумагам процентная ставка может быть фиксированной, плавающей (обычно плавающая ставка по государственным ценным бумагам привязывается к ставке рефинансирования Центрального банка или к уровню доходности по государственным ценным бумагам, которые размещаются на аукционе). Дисконтные государственные ценные бумаги размещаются по цене ниже номинальной стоимости, а погашаются по номинальной стоимости. Разница между ценой выкупа и номинальной стоимостью и образует доход инвестора — дисконт. Большинство государственных ценных бумаг являются дисконтными.

*По форме обращения* государственные ценные бумаги делятся на рыночные и нерыночные. Рыночные государственные ценные бумаги могут свободно продаваться на вторичном рынке, т. е. первым владельцем второму, вторым — третьему и т. д. Нерыночные государственные ценные бумаги не могут свободно обращаться на вторичном рынке ценных бумаг, их владельцы (а это, в большинстве своем, крупные институциональные инвесторы: правительственные учреждения, правительства других стран, региональные и местные органы власти) должны дождаться их погашения.

#### 1.4.2 Государственные краткосрочные бескупонные облигации

Государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО) выпускаются с 1993 г. ГКО являются именной ценной бумагой номинальной стоимостью 1000 руб. Приобретать ГКО могут как резиденты, так и нерезиденты. ГКО эмитируются в документарной форме на срок 3, 6 и 12 месяцев. В 1990-е годы преобладали ГКО со сроком обращения 3 и 6 месяцев, однако в последние годы доминируют 6- и 12-месячные ГКО. Нередко погашение предыдущих серий происходит (и еще чаще происходило в прошлом) за счет новых выпусков ГКО, поэтому краткосрочными их можно назвать лишь по форме, по существу же они близки к долгосрочным ценным бумагам. В 1998 г. эмиссия ГКО была прекращена в связи с объявленным государством дефолтом по данным долговым обязательствам, и их выпуск возобновился только в 2000 г. [8].

Само название ГКО (бескупонные) говорит о том, что это дисконтная ценная бумага. Погашение ГКО происходит переводом их номинальной стоимости на счета инвесторов.

На рынке ГКО действуют следующие экономические субъекты.

- 1) Министерство финансов, которое принимает решение об эмиссии ГКО и ее размерах, а также формирует цену отсечения и средневзвешенную цену при проведении размещения (см. ниже).
- 2) Центральный банк действует на рынке ГКО как агент Министерства финансов: проводит аукцион по размещению ГКО, продает на аукционах вторичного рынка ГКО выпуски, которые были размещены не полностью, проводит операции на открытом рынке.
- 3) Дилеры совершают сделки купли-продажи ГКО для себя и для своих клиентов.
- 4) Инвесторы приобретают ГКО у дилеров. Инвестировать средства в ГКО могут как юридические, так и физические лица, однако на практике инвесторов-физических лиц на этом рынке не так уж много. Это связано с тем, что дилеры, через которых инвесторы только и могут приобретать ГКО, устанавливают большой минимальный размер средств для проведения операций с ГКО.
- 5) Депозитарии, которые ведут учет прав на ГКО на счетах-депо. Выделяют два вида депозитариев: головной и субдепозитарии. Головной депозитарий открывает счет Центральному банку, на который зачисляется выпуск ГКО, а при погашении выпуска он списывается с этого счета. Также головной депозитарий занимается ведением счетов-депо дилеров, учитывая на этих счетах ГКО, принадлежащие дилерам и инвесторам, приобретшим ГКО через определенных дилеров. Функции головного депозитария могут выполнять инвестиционные институты, коммерческие банки, клиринговые палаты бирж, но не инвесторы или дилеры. Функции субдепозитариев выполняют дилеры, ведущие счета — депо по ГКО, принадлежащим как им самим, так и инвесторам. Инвесторы могут открывать счета-депо в нескольких субдепозитариях и переводить ГКО из одного субдепозитария в другой.

Рассмотрим механизм размещения ГКО (которое происходит на первичном рынке). Размещение ГКО происходит через аукцион, который проводится Центральным банком на базе ММВБ (Московской межбанковской валютной биржи). Минимум за неделю до аукциона объявляется объем выпуска ГКО, лимит по неконкурентным заявкам (см. ниже) и ограничивается круг инвесторов. Инвесторы подают заявки дилерам, а дилеры подают заявки на приобретение ГКО для себя и своих клиентов в день торгов [6].

Заявки могут быть конкурентными и неконкурентными. В конкурентных заявках указывается цена ГКО, которую готов заплатить дилер в процентах к номинальной стоимости. В неконкурентных заявках указывается, сколько ГКО готов приобрести дилер по средневзвешенной цене аукциона. Поскольку удовлетворяются конкурентные заявки, в которых цена выше цены отсечения, и, таким образом, за счет конкурентных заявок государство может получить большую сумму, то ко-

личество неконкурентных заявок лимитируется (обычно тридцатью процентами заявок одного дилера).

Заявки принимаются торговой системой ММВБ. Это компьютерная программа, функциями которой является проведение торгов, первичная регистрация сделок по купле-продаже ГКО и составление расчетных документов. Для гарантирования совершения сделки дилеры переводят денежные средства с текущих счетов на торговые субсчета расчетной палаты ММВБ, где они блокируются до окончания торгов.

Когда заявки поданы, данные о них передаются в Министерство финансов, которое определяет цену отсечения (минимальную цену, по которой заявки на приобретение ГКО удовлетворяются) и средневзвешенную цену аукциона (сумма произведений цены и количества каждой заявки, деленная на общее количество заявок).

Что касается обращения ГКО на вторичном рынке (напомним, что это рынок, на котором происходит продажа ГКО первым владельцем второму, вторым — третьему и т. д.), то они могут обращаться исключительно на биржевом рынке, а именно на ММВБ. Ход торгов выглядит следующим образом. Инвесторы подают заявки дилерам. Дилеры подают заявки на куплю-продажу ГКО для себя и для своих клиентов — инвесторов в торговую систему ММВБ. Дилеры-покупатели резервируют денежные средства на счете в расчетной палате ММВБ, а дилеры-продавцы резервируют ГКО для продажи, переводя их на торговые субсчета в головном депозитарии. Принятые заявки сравниваются. Заявки на приобретение ГКО удовлетворяются, если имеются заявки на продажу, в которых указана идентичная или меньшая цена (т. к. покупатель не откажется купить ГКО и по меньшей цене, чем указана в его заявке). Если встречные заявки на продажу с такими условиями отсутствуют, то заявки на покупку ГКО ставятся в очередь по убыванию цены. Если цена, указанная в двух или более заявках, одинакова, то их очередность устанавливается по времени поступления каждой. Количество ГКО в заявке на очередность не влияет. Если заявка исполнена частично (в подходящей встречной заявке на продажу ГКО меньшее количество, чем нужно), то неисполненная часть заявки рассматривается как отдельная заявка. Заявки на продажу ранжируются по признаку повышения цен.

По окончании торгов торговой системой составляется реестр сделок, производятся расчеты по каждому дилеру. Результаты этих расчетов направляются в расчетную палату ММВБ, где с торговых счетов покупателей ГКО списываются средства и начисляются на счета продавцов ГКО). Также результаты расчетов передаются в головной депозитарий, который списывает ГКО с торговых субсчетов продавцов и переводит их на торговые субсчета покупателей.

*Расчет доходности ГКО* производится разными способами в зависимости от того, дождался инвестор погашения ГКО или продал их на вторичном рынке. Доходность ГКО к погашению ( $I_d$ ) рассчитывается по формуле:

$$I_d = \frac{d}{P_{buy}} \cdot \frac{365}{t} \cdot 100\%, \quad (1.17)$$

где  $d$  — дисконт по облигации ( $N - P_{buy}$ ),  $P_{buy}$  — цена приобретения ГКО,  $t$  — количество дней от покупки ГКО на первичном рынке до погашения.

Если инвестор продал ГКО до момента погашения, то доходность по ГКО будет рассчитываться следующим образом:

$$I_d = \frac{d}{P_{buy}} \cdot \frac{365}{t} \cdot 100\%, \quad (1.18)$$

где  $d$  — дисконт (рассчитанный по формуле  $P_{sell} - P_{buy}$  — разница между ценой продажи и ценой приобретения),  $P_{buy}$  — цена приобретения ГКО на первичном или вторичном рынке,  $t$  — количество дней от покупки ГКО на первичном рынке или вторичном рынке до продажи.

### 1.4.3 Облигации федерального займа

Облигации федерального займа (ОФЗ) могут выпускаться на срок от 1 года до 30 лет. Выделяют несколько видов ОФЗ.

*Облигации федерального займа с переменным купонным доходом (ОФЗ-ПК)* выпускаются, размещаются и обращаются аналогично государственным краткосрочным бескупонным облигациям. ОФЗ-ПК — это именная ценная бумага, выпускаемая в документарной форме. Номинальная стоимость составляет 1000 руб. Срок обращения — от 1 года до 30 лет. Эмитентом их также является Министерство финансов. Доход по ОФЗ-ПК — процент. Ставка доходности по ОФЗ-ПК привязана к доходности по ГКО или к официальному показателю темпов инфляции. При эмиссии известна ставка только первого купона, доходность по остальным купонам объявляется за неделю до выплаты. Инвесторы могут определить примерную доходность очередного купона, изучив ставку дисконта по ГКО, которые погашаются примерно во время выплаты процентов по ОФЗ-ПК. Номинальная стоимость возвращается единовременно. Инвестировать в ОФЗ-ПК могут как юридические, так и физические лица.

*Облигации федерального займа с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД)* — это именная документарная ценная бумага номинальной стоимостью 1000 руб. Выпускает ОФЗ-ПД министерство финансов на срок от 1 года до 30 лет. Размещается и обращается ОФЗ-ПД на ММВБ. Доход по ОФЗ-ПД — процент, который является фиксированным. Погашается данная ценная бумага единовременно по номинальной стоимости.

*Облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом (ОФЗ-ФД)* выпускаются Министерством финансов в документарной форме номинальной стоимостью 10 или 1000 руб. ОФЗ-ФД — это именная, документарная ценная бумага. Срок ее обращения составляет от 1 года до 30 лет. Доход по ОФЗ-ФД — процент. Ставка процента фиксирована для каждого выпуска. Погашается единовременно по номинальной стоимости. ОФЗ-ФД размещается и обращается на ММВБ.

*Облигации федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД)* выпускаются Министерством финансов в документарной форме номинальной стоимостью 1000 руб. ОФЗ-АД — это именные ценные бумаги. Срок их обращения составляет от 1 года до 30 лет. Доход по ОФЗ-АД — процент, выплачивается по фиксированной ставке. Погашается по номинальной стоимости по частям. Размещается и обращается на ММВБ.

## 1.5 Другие виды ценных бумаг

### 1.5.1 Вексель

Вексель — универсальный финансовый инструмент, выполняющий несколько экономических функций. Вексель — это первая ценная бумага, история обращения которой восходит к античным временам [9].

Рассмотрим функции векселя:

- *Инструмент кредита* — посредством векселя можно оформить кредитные обязательства при покупке товара, оформить привлечение дополнительного оборотного капитала.
- *Инструмент обеспечения кредита* — при получении банковского кредита в качестве обеспечения может быть заложен вексель, причем для этой цели могут быть использованы как собственные векселя заемщика, так и векселя, полученные от других предприятий по торговым сделкам.
- *Инструмент платежа* — благодаря легкости передачи векселя (достаточно надписи владельца) обеспечивается высокая ликвидность векселя.

Вексельное обращение способно многократно ускорять расчеты, поскольку в развитом коммерческом обороте вексель до своей оплаты проходит через десятки держателей, погашая взаимные обязательства, уменьшая потребность в деньгах.

Вексельный рынок получил широкое распространение в России (1995–1998 гг.) из-за кризиса неплатежей, сокращения денежной массы.

Финансовые векселя по функциям аналогичны облигациям. Они были более привлекательными для российских предприятий благодаря упрощенной процедуре выпуска (не требуется государственная регистрация выпуска).

Однако с 2001 г. наметилась тенденция к переходу на денежные расчеты и облигационные займы.



.....  
**Вексель** — это долговая расписка, выдаваемая заемщиком кредитору, дающая право безусловного требования указанной в ней суммы с определенным доходом.  
 .....

Можно выделить несколько классификаций векселей. По механизму обращения векселя делят на простые (соло-векселя) и переводные (тратта). По простому векселю векселедатель (заемщик) обязуется уплатить векселедержателю (кредитору) определенную сумму в указанный срок. Механизм расчетов простым векселем выглядит следующим образом. Один экономический субъект выдает другому кредит в денежной или товарной форме. Заемщик выдает ему простой вексель. Векселедержатель (кредитор) может дожидаться срока оплаты и получить сумму, указанную в векселе, и процент. В этом случае он через свой банк и банк заемщика предъявляет ему вексель для оплаты, банк векселедателя списывает с текущего счета векселедателя денежные средства и направляет вексель, а также документы об оплате в банк векселедержателя. Последний зачисляет полученные денежные средства на текущий счет векселедержателя, делает на векселе отметку о его оплате и направляет банку векселедателя.

*Переводный вексель* — это приказ кредитора заемщику уплатить указанную в нем сумму третьему лицу. В отношениях по переводным векселям участвуют три субъекта — трассант, трассат и ремитент. Трассант — это кредитор, трассат — заемщик, а ремитент — третье лицо, свой долг перед которым трассант переводит на трассата. Тратта называется переводным векселем именно потому, что имеет место перевод своего обязательства трассантом на трассата. В таблице 1.3 представлены различия простых и переводных векселей [9].

Таблица 1.3 – Различия простых и переводных векселей

Признак	Простой вексель	Переводный вексель
1. Выписывается	заемщиком	кредитором трассата, который одновременно является заемщиком ремитента
2. Субъекты вексельных отношений	два: кредитор и заемщик	физически три: трассант, трассат и ремитент. Экономически четыре: два кредитора (ремитент и трассант) и два заемщика (трассат и трассант)
3. Акцепт (подпись — согласие плательщика на осуществление платежа)	дополнительно не требуется (т.к. присутствует изначально).	требуется. Без акцепта переводный вексель недействителен

*По плательщикам* векселя делятся на коммерческие и финансовые. Коммерческие векселя выдаются физическими и юридическими лицами и выдаются, как правило, в оплату за товары и услуги. Финансовые векселя выпускаются Министерством финансов, казначейством и коммерческими банками. Они оформляют отношения кредита, предоставленного не в товарной, а денежной форме. Векселя Минфина или казначейские векселя (которые выпускаются в некоторых странах) оформляют отношения денежного кредита между эмитентом и покупателями векселя. Банковский вексель чаще всего выдается коммерческим банком в подтверждение наличия на счете клиента определенной суммы, т.е. является одним из способов оформления банковского вклада. Банковский вексель может быть передан третьему лицу, то есть использован как платежное средство, гарантированное банком.

*По обеспеченности* векселя делятся на обеспеченные и необеспеченные. К обеспеченным относят большинство коммерческих и финансовых векселей. Они обеспечены не прямо (например, залогом активов), а суммами, которые поступят от продажи товаров, приобретенных за счет кредита, оформленного векселем, или продажи товаров, которые произведены из товаров, полученных в счет кредита, оформленного векселем (речь идет о коммерческих векселях). Что касается финансовых векселей, то они обеспечены суммами, которые поступят к сроку оплаты в госбюджет или банк.

Необеспеченные векселя также называются фиктивными или квазивекселями. Фиктивные векселя, в свою очередь, бывают двух видов — дружескими и бронзо-

выми. Дружеские векселя — это векселя, которые выдаются одним лицом другому для подкрепления его платежеспособности путем его продажи банку. Разновидностью дружеских векселей являются встречные векселя, которые выписываются на одну и ту же сумму и одинаковый срок двумя лицами друг другу также для подкрепления платежеспособности. Вторым видом необеспеченных векселей являются бронзовые (или дутые) векселя, которые выписываются вымышленными или заведомо неплатежеспособными лицами.

*По способу извлечения дохода* векселя делят на процентные и дисконтные. По процентным векселям доход выплачивается в виде процента, ставка которого указана на номинале векселя, а по дисконтным — в виде дисконта.

Срок обращения векселей не превышает одного года. Сроки платежа по векселю могут быть установлены:

- по предъявлении, иногда с оговоркой минимального и/или максимального срока,
- через определенное количество дней после предъявления,
- через определенное время от составления векселя,
- на определенный день.

Если срок платежа в векселе не указан, то платеж производится по предъявлении. Если установлен конкретный срок платежа, то вексель предъявляется к оплате в день платежа или в течение двух последующих рабочих дней. После оплаты вексель возвращается плательщику с отметкой об оплате.

Векселя могут использоваться как платежное средство и продаваться другому лицу. Оформляется продажа или передача векселя при помощи *индоссамента* — передаточной надписи на оборотной стороне векселя или аллонже. Лицо, передающее вексель, называется индоссантом, а лицо, получающее вексель — индоссатом.

Существует несколько способов повысить надежность векселя. Первым таким способом является *индоссамент*, поскольку каждый предыдущий векселедержатель является ответственным по нему при отказе векселедателя оплатить его.

Вторым способом повышения надежности векселя является *аваль* — вексельное поручительство за одно или нескольких лиц, обязанных по векселю, на всю сумму или ее часть. Лицо, совершившее аваль, называется авалистом, часто в качестве авалиста выступает коммерческий банк. Авалист может отвечать по векселю за одно из следующих лиц: векселедателя, акцептанта, индоссанта. Обязательно указание, за чей счет дан аваль. Аваль оформляется надписью на лицевой стороне векселя или аллонже: «Считать за аваль», «Как поручитель» или равнозначной фразой.

Если платеж по векселю не получен, то оформляется вексельный протест — нотариально заверенный отказ оплачивать вексель. Если вексель не опротестован, он теряет свою силу. Процедура опротестования векселя выглядит следующим образом. Векселедержатель или его уполномоченное лицо предъявляет неоплаченный вексель в нотариальную контору по местонахождению плательщика, а если вексель домицилирован (см. ниже), то по местонахождению домицилянта. Вексель должен быть предъявлен в нотариальную контору на следующий день по истечении срока платежа, но не позднее 12 часов следующего дня после данного срока. Последствия протеста: суд выносит судебное решение по поводу векселя

и платежа по нему, по простому векселю наступает ответственность индоссантов, авалистов и акцептантов, а по переводному векселю — индоссантов и трассанта. Векселедержатель может предъявить иск ко всем обязанным по векселю или к одному из них, не считаясь с порядком подписей на векселе. Также он может потребовать большую сумму, чтобы покрыть издержки по вексельному протесту. Имеются определенные сроки давности по векселю, разные для разных лиц, ответственных по векселю. Так, акцептанты переводного векселя несут ответственность 3 года со дня наступления срока платежа; индоссанты и трассант — 1 год; индоссанты и трассанты друг к другу и трассату — 6 месяцев со дня оплаты векселя индоссантом или со дня предъявления к нему иска.

Коммерческие банки производят с векселями следующие операции:

- Получение акцепта у плательщика или банковский акцепт (согласие на платеж банком).
- Аваль.
- Учет векселей — покупка векселя банком по индоссаменту до наступления срока платежа по нему.
- Выдача кредитов под залог векселей. Кредит выдается не на всю сумму векселя, а на ее часть, чтобы коммерческий банк смог получить не только сумму долга, но и проценты по кредиту и окупить расходы на хранение и реализацию векселя.
- Инкассо векселей, которое заключается в том, что банк кредитора по векселю по его поручению следит за тем, чтобы векселя своевременно предъявлялись к оплате и отвечает за получение указанной в векселе суммы, т. е. дохода по нему.
- Домициляция векселей — назначение плательщиком по векселю третьего лица (как правило, обслуживающего коммерческого банка). Домициляция производится за счет средств должника по векселю. Оговорка о домициляции проставляется на векселе при его выписке или акцепте. Оговорка о домициляции проставляется надписью на векселе: «Платеж в . . . банке». Векселя с этой оговоркой называются домицилированными.

## 1.5.2 Банковские сертификаты



.....  
**Банковский сертификат** — это ценная бумага, подтверждающая внесение физическим или юридическим лицом срочного вклада в коммерческий банк. Вклады, оформленные банковскими сертификатами, можно получить в любом филиале коммерческого банка.  
 .....

Существует два вида банковских сертификатов — депозитные и сберегательные. *Депозитные сертификаты* выдаются юридическим лицам. Они свидетельствуют о внесении на счет весьма значительной суммы денег. Срок их обращения в нашей стране составляет до одного года. Депозитные сертификаты могут быть именные и на предъявителя [10].

*Сберегательные сертификаты* выдаются физическим лицам, их срок обращения в нашей стране составляет от одного года до трех лет. Коммерческий банк может выдавать сберегательные сертификаты только при выполнении следующих требований:

- Банк занимается банковской деятельностью не менее двух лет.
- Банк публикует годовую отчетность, подтвержденную независимой аудиторской фирмой.
- Соблюдает банковское законодательство.
- Выполняет обязательные экономические нормативы, устанавливаемые Центральным банком.
- Банк сформировал резервный фонд в размере не менее 15% оплаченного уставного капитала.
- Банк выполняет обязательные резервные требования.

Таким образом, зарегистрировать сберегательный сертификат более сложно, следовательно, сам выпуск коммерческим банком сберегательных сертификатов дополнительно свидетельствует о его надежности. Выпускаться банковские сертификаты могут единоразово и серийно.

Банковские сертификаты регистрируются в территориальном управлении Центрального банка России по местонахождению корреспондентского счета банка. Там они вносятся в реестр условий выпуска и обращения сертификатов кредитных организаций, который ведется департаментом контроля за деятельностью кредитных организаций на финансовых рынках.

Банковские сертификаты могут быть проданы до наступления срока выдачи вклада по нему по цене больше номинальной стоимости, чтобы продавец мог получить не только сумму вклада, но и проценты, накопившиеся за истекший период. Это выгодно как вкладчику (который не теряет проценты, что непременно случилось бы, если бы он предъявил сертификат раньше срока), так и банку (который не отвлекает необходимые ему для выплаты суммы вклада и процентов суммы). Передача именных банковских сертификатов оформляется на его оборотной стороне при помощи цессии. Цессия — это двустороннее соглашение между лицом, которое уступает свои права (цедентом), и лицом, которое их приобретает (цессионарием). Соглашение о цессии между юридическими лицами подписывается двумя должностными лицами с обеих сторон и скрепляется печатями цедента и цессионария. Передача сберегательного сертификата регистрируется в банке — эмитенте в присутствии двух сторон лично или представителей на основании нотариально заверенных подписей [10].

Именные документарные банковские сертификаты учитываются в банке-эмитенте либо с помощью регистрационного журнала, либо с помощью отрезного корешка, который хранится в банке. В корешке и регистрационном журнале указываются одинаковые сведения: номер, дата выдачи, сумма, срок возврата и владелец.

По окончании срока действия банковского сертификата он предъявляется к оплате. Оплата происходит перечислением суммы вклада и дохода на счет до востребования или наличными. Если в срок банковский сертификат не предъявлен, то вклад, им оформленный, с этого момента превращается во вклад до востребования, по которому начисляются более низкие проценты.

Банковские сертификаты могут быть процентными (чаще) или дисконтными. По процентным сертификатам процент может быть фиксированным при выпуске или плавающим, в том числе вместе со ставкой рефинансирования Центрального банка.

### 1.5.3 Депозитарные расписки



.....  
*Депозитарные расписки* — ценные бумаги в виде свидетельства на право собственности на определенное количество простых акций иностранного акционерного общества.  
 .....

Депозитарные расписки выпускаются крупными депозитарными банками. Номинированы они в валюте страны — эмитента расписок. Количество акций, приходящихся на одну депозитарную расписку, определяется договором. Депозитарные расписки могут выпускаться в документарной и безбумажной форме [11].

Акции, под которые выпускаются депозитарные расписки, хранятся в депозитории страны эмитента обыкновенных акций на имени депозитарного банка. Они не могут обращаться вместе с депозитарными расписками и закладываться.

Депозитарные банки, помимо выпуска и аннулирования депозитарных расписок, выполняют следующие функции:

- Ведение реестра владельцев депозитарных расписок.
- Помощь иностранным акционерным обществам в подготовке документов в контролирующие органы к выпуску депозитарных расписок и ежегодной отчетности.
- Распространение информации об эмитентах депозитарных расписок.
- Консультации по поводу вложений в депозитарные расписки.

Выпуск депозитарных расписок выгоден и эмитентам простых акций, и инвесторам. Эмитентам они выгодны тем, что значительно упрощают процедуру выхода иностранных простых акций на иностранные рынки, снижают относительно возможные расходы на размещение акций за рубежом, способствуют повышению курсовой стоимости простых акций на отечественном рынке. Инвесторы же получают новый финансовый инструмент, возможность работы с иностранными ценными бумагами (пусть и опосредованно). В случае наличия ограничений на вывоз ценных бумаг за границу или запрета на приобретение иностранных ценных бумаг депозитарные расписки позволяют обойти их.

Наиболее развитым является рынок американских депозитарных расписок (АДР). Кроме них, есть и глобальные депозитарные расписки (ГДР), которые обращаются в других странах, как правило, европейских.

Американские депозитарные расписки делятся на спонсируемые и неспонсируемые. Спонсируемые депозитарные расписки выпускаются по инициативе акционерного общества — эмитента обыкновенных акций. Они выпускаются одним депозитарным банком как на уже котирующиеся на вторичном рынке акции, так и акции новой эмиссии. Спонсируемые АДР могут обращаться на фондовых бир-

жах. Выпуск неспонсируемых АДР инициируется акционерами и не контролируется акционерным обществом. Выпустить неспонсируемые АДР значительно проще. Выпускаются неспонсируемые АДР одним или несколькими депозитарными банками и обращаются на внебиржевом рынке, представленном специальными изданиями, в которых публикуются объявления о купле-продаже депозитарной расписки. В этом случае сделка купли-продажи АДР регистрируется в депозитарном банке [11].

Депозитарные расписки дают инвесторам те же права, что и обыкновенные акции. Право на получение дивидендов и участие в собрании акционеров реализуется через депозитарный банк. До дня проведения общего собрания акционеров владельцы депозитарных расписок должны сообщить свое решение относительно поставленных на голосование вопросов, а депозитарный банк передает их иностранному акционерному обществу. Если решение владельцев депозитарных расписок не получено, то считается, что они согласны с мнением совета директоров.

## 1.6 Производные ценные бумаги (деривативы)

### 1.6.1 Опционы

*Производные ценные бумаги* удостоверяют право владельца на покупку или продажу первичных ценных бумаг — базового актива.



.....  
**Опцион** — контракт, заключенный между двумя лицами, в соответствии с которым одно лицо предоставляет другому лицу право купить или продать ценные бумаги по установленной цене (цене исполнения) в течение определенного времени. Это право может в последующем быть перепродано.  
 .....

Покупая опцион, покупатель платит его продавцу премию — цену опциона. Цена опциона формируется под влиянием спроса и предложения [12].

Существует несколько видов опционов.

Таблица 1.4

<b>В зависимости от принятых обязательств:</b>	
Опцион покупателя — колл-опцион	Опцион продавца — пут-опцион
<b>В зависимости от сроков исполнения:</b>	
Американский	Европейский

*Опцион покупателя, или колл-опцион*, — это сделка, дающая право держателю опциона купить по фиксированной цене (цене исполнения) определенное количество ценных бумаг в будущем.

*Страйк* — цена исполнения опциона.

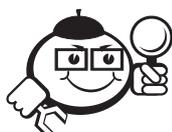
*Опцион продавца, или пут-опцион*, — это сделка, предоставляющая право его держателю продать в будущем определенное количество ценных бумаг по фиксированной цене.

*Опцион американский* — это опцион, который может быть реализован в любое время до окончания срока действия.

*Опцион европейский* — могут быть исполнены в момент их погашения.

В итоге у держателя опциона на момент исполнения опциона есть право отказаться от уплаченной премии и не приобретать ценные бумаги, если рыночная цена оказалась ниже опционной, или купить ценные бумаги, если цена опциона ниже рыночной.

Премия выполняет функцию цены опциона. Она изменяется в зависимости от зафиксированной в опционе цены исполнения, движения биржевых цен на предмет опциона, изменения спроса и предложения на опцион [2].



### Пример

Текущая цена акции — 10000 руб. Компания А желала бы приобрести эти акции, т. к. прогнозирует рост курсовой стоимости в течение последующих месяцев.

Покупая опцион на 100 акций с премией — 100 руб., компания затрачивает 10000 руб. Если в момент исполнения опциона рыночная цена акций составила 12000, то доход компании  $A = 100 \cdot 12000 - 100 \cdot 10000 - 100 \cdot 100 = 190000$  руб.

Если цена акций упала до 9000 руб., то компания может отказаться от своего права. Убыток компании при таком падении цены, если бы акции были куплены, составил:  $Убыток = 100 \cdot 9000 - 100 \cdot 10000 = 100000$  руб. против 10000 руб. в случае опциона.

Продавец опциона получает доход в виде премии, которая зависит:

- от существующего соотношения между текущей ценой и ценой исполнения,
- ценовых колебаний,
- времени, оставшегося до исполнения опциона,
- процентных ставок по кредитам.

В основе опциона могут лежать следующие биржевые активы: валюта, ценные бумаги, фьючерсы.

Опционы заключаются сроком 3, 6, 9 месяцев. Проведение клиринговых платежей значительно упрощает процедуру опционов.

## 1.6.2 Фьючерсы



**Фьючерс** — контракт на покупку или продажу стандартного количества определенного вида ценных бумаг на определенную дату в будущем по цене, заранее установленной при заключении сделки [2].

Фьючерс — это биржевой инструмент. Заключение фьючерсных контрактов имеет целью не реальную поставку конкретных ценных бумаг, а хеджирование (страхование) позиций контрагентов на игру на разнице цен. Приобретая контракт, владелец рассчитывает продать его дороже, а продавец надеется приобрести такой же контракт по более низкой цене. На установленную в фьючерсе дату расчет между покупателем и продавцом происходит денежными средствами на фондовой бирже через клиринговую палату.

Фьючерсы пришли на фондовую биржу с товарной, изначально фьючерсы заключались на поставку будущего урожая под оплату весной значительно меньшую, чем осенью.

Договор, заключенный вне биржи, носит название форвардной сделки.

В настоящее время условия фьючерсов разрабатываются фондовыми биржами, которые являются стандартными для данного вида финансового актива.

Основные признаки фьючерсных контрактов:

- Стандартная спецификация.
- Возможность торговать — можно продать или произвести зачет продажей равного противоположного контракта.

Клиринговая палата берет на себя функции посредника и гаранта расчетов.

Операции с фьючерсами и опционами — это работа для институциональных инвесторов.



Пример

Таблица 1.5 – Пример фьючерсных контрактов на РТС

Расшифровка контракта	Последний день обращения	Дата исполнения
Контракт на акции РАО «ЕЭС России» с поставкой с котировками в рублях и исполнением 16 сентября 2003 г.	12.09.2003	16.09.2003
Контракт на акции РАО «ЕЭС России» с поставкой с котировками в рублях и исполнением 16 декабря 2003 г.	11.12.2003	16.12.2003
Контракт на акции ОАО «Газпром» с поставкой с котировками в рублях и исполнением 16 сентября 2003 г.	12.09.2003	16.09.2003

### 1.6.3 Варранты

*Варрант* — ценная бумага, которая дает своему владельцу право в будущем купить по заранее установленной цене определенное количество ценных бумаг [2].

Фактически, варранты — это опционы покупателя, однако они различаются механизмом обращения. Варранты выпускаются компанией эмитентом вместе с ценной бумагой (акцией, облигацией), могут отделяться от нее и обращаться отдельно. И дают право инвестору купить в будущем ценные бумаги по более низкой цене в случае роста ее курсовой стоимости. Варранты повышают привлекательность ценной бумаги.

Цена варранта изменяется в соответствии с изменением цены акции (облигации).

Операции с варрантами совершаются с целью:

- извлечения высокого дохода за счет эффекта рычага,
- приобретения в будущем акции (облигации) по фиксированной цене,
- снижения риска при формировании контрольного портфеля акций,
- получения дополнительного дохода за счет разницы в ценах акции и варранта и использования этих средств на финансовом рынке до момента приобретения дополнительных акций.

Варрант по сравнению с акцией (облигацией) имеет больший спекулятивный интерес, это и привлекает к нему профессиональных участников фондового рынка. Цена варранта меняется в соответствии с изменением цены акции. При этом величина прироста цены варранта значительно выше величины прироста цены акции. Однако эффект рычага действует и в обратную сторону — при снижении курсовой стоимости акции владелец акции теряет значительно меньше, чем владелец варранта.



#### Пример

Цена варранта складывается из следующих составляющих:

- 1) Скрытая цена = Рыночная цена акции – Исполнительная цена варранта.
- 2) Временная цена = Будущая рыночная цена – Настоящая рыночная цена.

Предположим, цена варранта = 5 руб. Рыночная цена акции = 25 руб. Исполнительная цена варранта = 20 руб.

Через год рыночная цена акции = 35 руб.

Следовательно, цена варранта, как минимум, равна скрытой цене:

$$35 - 20 = 15 \text{ руб.}$$

Поэтому доход владельца акции =  $(35 - 25)/25 = 40\%$  годовых, а доход владельца варранта =  $(15 - 5)/5 = 200\%$  годовых.

## 1.7 Международные ценные бумаги

### 1.7.1 Общая характеристика международных ценных бумаг

Международные ценные бумаги (евроинструменты, евробумаги) — это ценные бумаги, которые размещаются на рынке ценных бумаг за пределами страны — эмитента.

Приставка «евро» в данном случае является условностью, поскольку международные ценные бумаги впервые появились именно в Европе и именно там находится наиболее развитый рынок этих финансовых инструментов и его инфраструктура [13].

Основными методами размещения ценных бумаг в международном масштабе, которые могут использовать и используют российские эмитенты, являются:

- частное размещение,
- размещение «по правилу 144А»;
- открытое размещение;
- эмиссия еврооблигаций и др.;
- размещение в виде депозитарных расписок.

#### Частное размещение

Частное размещение уже эмитированных акций осуществляется среди так называемых квалифицированных институциональных покупателей без специальных аудиторских отчетов. Механизм размещения строится на прямых контактах профессионального посредника (обычно инвестиционного банка) с клиентом. При частном способе размещения эмиссия распространяется среди небольшой группы инвесторов. Нередко в размещении этого типа участвует один управляющий займом и один инвестор. Чаще всего такие акции приобретают институциональные инвесторы. Бумаги не проходят процедуру листинга на бирже. Этим способом можно привлечь 15–20% необходимого капитала у иностранных финансовых компаний.

#### Размещение «по правилу 144А»

Размещая ценные бумаги по «правилу 144А», российские эмитенты сталкиваются с требованиями комиссий по ценным бумагам и фондовым биржам различных государств (и, прежде всего, США) и с дополнительными формальностями. Правило 144А вступило в силу 01.08.1990. В соответствии с ним не нужно регистрировать финансовые инструменты, предназначенные для квалифицированных институциональных инвесторов, к которым относятся страховые компании, инвестиционные компании и инвестиционные консультанты с объемом инвестиций в ценные бумаги неаффилированных лиц в размере не менее 100 млн долл. Этот тип размещения позволяет охватить 20–35% потенциального капитала.

## Открытое размещение

Открытое размещение требует проверки аудиторского баланса и проспекта эмиссии по стандартам Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам США или по Единому европейскому стандарту, но позволяет привлечь почти 100% потенциального капитала.

Еще один способ — конкретная методика продаж — техническое привлечение капитала — в акциях, облигациях, депозитарных расписках, конвертируемых ценных бумагах или комбинация указанных методов. Выбор того или иного варианта зависит от того, краткосрочный или долгосрочный капитал хочет привлечь эмитент.

Основными методами выхода российских предприятий на международный рынок капиталов являются давно используемые в международной практике и получившие мировое признание депозитарные расписки и еврооблигации, подробнее описанные ниже.

### 1.7.2 Еврооблигации

*Еврооблигации* — это облигации, эмитированные на международном фондовом рынке и деноминированные в евровалютах — валютах, иностранных по отношению к стране-эмитенту. Свободно обращаются на рынке. В настоящее время еврооблигации выпускает ряд крупнейших корпораций РФ (Лукойл, Мосэнерго, Татнефть).

Еврооблигации используются для долгосрочного кредитования. Они очень похожи на облигации, эмитируемые государством и компаниями на внутреннем рынке.

*Еврооблигации, или евробонды*, (от англ. *bond* — облигация), выпускаются правительствами, муниципалитетами, коммерческими банками и транснациональными компаниями. Выпускаются они обычно на длительный срок, который может достигать до нескольких десятков лет, в основном на предъявителя. Номинированы еврооблигации в валюте какой-либо развитой страны (довольно большая часть — в долларах США). Как правило, еврооблигации являются процентными. Процент может быть как фиксированным, так и плавающим. Плавающие проценты часто состоят из фиксированного дохода и какой-либо международной процентной ставки (чаще всего LIBOR<sup>1</sup>). Размещение обычно происходит посредством андеррайтинга крупными инвестиционными банками [13].

*Евроноты* — это долговые обязательства, выпускаемые акционерными обществами, номинированными в иностранной валюте. Выпускаются евроноты сроком на 3–6 месяцев, однако нередко зарубежные коммерческие банки обязуются приобретать их у эмитента в течение нескольких лет, поэтому они являются краткосрочными лишь по своей форме. Доход по евронотам базируется на ставке LIBOR.

Первые еврооблигации были эмитированы Внешэкономбанком СССР в 1988–1990 гг. сроком на 6–8 лет.

Чтобы разместить еврооблигации на мировом финансовом рынке необходимо, чтобы эмитент получил кредитный рейтинг ведущих рейтинговых агентств. Присвоение рейтингов позволило России выпустить еврооблигации в 1996 г., которые

---

<sup>1</sup>Ставка LIBOR — это ставка, по которой предлагаются межбанковские кредиты на Лондонском международном рынке межбанковских кредитов.

оценивались как рискованные вложения в портфеле западного инвестора. Из российских бумаг это наиболее качественные, погашение и выплаты производились всегда по графику.

### 1.7.3 Евроакции

*Евроакции* — эмиссии обыкновенных и привилегированных акций и других долевых ценных бумаг, распространяемых на международном фондовом рынке, так же вторичные эмиссии, размещаемые путем закрытой подписки и с помощью инвестиционных фондов закрытого типа. Эмиссии евроакций также пользуются большой популярностью. В частности, в начале 90-х гг. на евроакции приходилось около 2/3 объема рынка, соответственно на прочие международные акции — 1/3, а в конце 90-х гг. соотношение между ними составляло примерно 50:50. Основой иностранных международных заимствований в 90-х гг. были обыкновенные облигации, около 70% из них были деноминированы в американских долларах, а введение единой европейской валюты — евро — привело к расслоению рынка на евробумаги и долларовые ценные бумаги, потому что доля других валют в совокупности не превышает 10%. В 1999 г. было эмитировано евроакций на сумму 5 365,5 млрд долл., из которых инструментов денежного рынка — на сумму 260 млрд долл. Основными эмитентами стали корпорации США (1 310,8 млрд долл.), зоны евро (1746,5 млрд долл.) и Японии (338,3 млрд долл.). Прочие государства эмитировали евроакций на сумму всего 408 млрд долл. Основная валюта выпуска — американский доллар (2 512,2 млрд долл.).

### 1.7.4 Депозитарные расписки



.....  
*Депозитарные расписки* — это свободно обращающаяся на фондовом рынке производная ценная бумага на акции иностранной компании, депонированные в крупном депозитарном банке, который выпустил расписки в форме сертификатов или в бездокументарной форме.  
.....

- 1) (*ADR\АДР*) — американские депозитарные расписки — это свободно обращающиеся расписки на иностранные акции, депонированные в банке США. Один из методов выйти на международный рынок Российским эмитентам. АДР были введены в 1927 г. в ответ на законодательство Великобритании, ограничивающее возможности британских организаций по регистрации акций за рубежом. Процедура выпуска АДР в общих чертах следующая:
  - а) Клиент сообщает американскому депозитарному банку о намерении купить иностранные акции.
  - б) Депозитарный банк связывается с брокером на иностранном рынке, который покупает нужные акции.
  - в) Местный финансовый агент депозитарного банка депонирует акции.

- г) Американский банк выпускает соответствующее количество АДР для продажи клиенту.
- д) Клиент может продать АДР на бирже или внебиржевом рынке.
- 2) *ГДР – глобальные депозитарные расписки*, операции с которыми могут осуществляться в других странах. Они выпускаются одновременно в нескольких странах, но в одной и той же валюте. Сделки с АДР и ГДР осуществляются на биржевом и внебиржевом рынке.

Таблица 1.6 – Преимущества, которые дают депозитарные расписки

Инвестор	Эмитент
Удобный инструмент, позволяющий приобретать акции иностранных организаций	Упрощает доступ на иностранные рынки, что позволяет расширить базу инвесторов и облегчить мобилизацию капитала
Упрощают заключение сделок и процедуру расчетов по иностранным акциям, которые требуют участие финансового агента, конвертирования валют	Способствуют повышению популярности неамериканской организации на международном рынке



## Контрольные вопросы по главе 1

- 1) Выделите основные виды акций, опишите их свойства.
- 2) Охарактеризуйте основные отличия обыкновенных и привилегированных акций.
- 3) Как Вы думаете, если конвертация привилегированных акций является добровольной, что может сделать акционерное общество, чтобы заинтересовать их владельцев в обмене?
- 4) Опишите основную сущность и свойства корпоративных облигаций.
- 5) Выделите основные признаки классификации корпоративных облигаций. Опишите каждый из них.
- 6) Выделите основные функции и свойства государственных ценных бумаг.
- 7) Опишите виды классификации государственных ценных бумаг.
- 8) Охарактеризуйте основные особенности государственных краткосрочных бескупонных облигаций.
- 9) Охарактеризуйте основные особенности облигаций федерального займа.
- 10) Какие основные функции в экономике выполняет вексель?
- 11) Чем отличается простой вексель от переводного?
- 12) Чем выгодны депозитные сертификаты инвесторам?

- 13) В чем заключаются положительные стороны выпуска банковских сертификатов для коммерческих банков?
- 14) Зачем физические лица покупают у коммерческих банков сберегательные сертификаты?
- 15) Что такое опцион?
- 16) Что такое фьючерс?
- 17) Чем отличаются депозитарные расписки от евроакций?
- 18) Какие Международные ценные бумаги вы знаете?

---

## Глава 2

# ИНСТИТУТЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

---

К институтам рынка ценных бумаг (если понимать понятие «институт» в широком смысле слова<sup>1</sup>) относятся брокерские и дилерские фирмы, управляющие компании, расчетные (клиринговые) палаты, специализированные депозитарии, специализированные регистраторы, фондовые биржи, внебиржевые торговые площадки (которые вместе с фондовыми биржами называются организаторами торговли на рынке ценных бумаг, они будут рассмотрены в следующей теме), а также инвестиционные фонды и регулирующие данный рынок организации. Институты рынка ценных бумаг, за исключением инвестиционных фондов и регулирующих органов, являются профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Профессиональными участниками рынка ценных бумаг считаются юридические и физические лица (зарегистрированные как индивидуальные предприниматели), которые занимаются оказанием различного рода услуг экономическим субъектам, действующим на рынке ценных бумаг.

Для понимания системы взаимодействия всех институтов рынка ценных бумаг необходимо выделить несколько понятий.



.....  
***Эмитент** — юридическое лицо или объединение юридических лиц, которые привлекают денежные средства и несут обязанности от своего имени перед инвесторами в осуществлении прав, удостоверяемых ценной бумагой.*  
.....

Эмитентом может выступать и государство. От имени государства выступают уполномоченные органы федерального или местного управления (министерство финансов, финансовые управления местных органов управления). Основная цель эмитента — привлечение денежных средств для осуществления своей деятельности [14].

---

<sup>1</sup>Прим.: Экономические институты в широком смысле слова — это субъекты хозяйствования, связи, отношения и нормы социально-экономической жизни, которые имеют устойчивый характер и сохраняются в течение длительного периода времени.



.....  
**Инвестор** — физическое или юридическое лицо, обладающее свободными денежными средствами и приобретающее на них ценные бумаги.  
.....

Цели инвестора при работе с ценными бумагами:

- максимизация прибыли;
- сохранение ликвидности капитала;
- приращение капитала;
- расширение сферы влияния;
- спекулятивная игра.

При вложении денег в ценные бумаги инвестор может быть ориентирован:

- на получение дивидендов или процентов,
- на получение дохода в виде разницы между ценой покупки ценной бумаги и ее продажи,
- на участие в управлении предприятием-эмитентом.

Инвестиции принято подразделять следующим образом:

- 1) *Прямые инвестиции* — с целью участия в управлении предприятием-эмитентом.
- 2) *Портфельные инвестиции* — набор разнообразных активов фондового рынка, таких, как акции, облигации, находящиеся во владении инвестора и управляемые как одно целое, с целью получения прибыли от роста стоимости и диверсификации рисков.

*Институциональный инвестор* — юридическое лицо, размещающее денежные средства своих клиентов на фондовом рынке. Институциональные инвесторы формируют инвестиционные портфели с целью получения дохода и снижения риска (пенсионные фонды, трастовые компании, страховые компании, инвестиционные фонды и т. п.) [14].

## 2.1 Брокерские фирмы и самостоятельные брокеры

*Брокеры* — это экономические субъекты, которые занимаются заключением сделок по купле-продаже ценных бумаг для клиентов и за их счет. Брокерские услуги могут оказывать брокерские фирмы, самостоятельные брокеры и коммерческие банки. Коммерческие банки могут заниматься брокерской деятельностью только через фондовые биржи, а брокерские фирмы и самостоятельные брокеры могут действовать как на биржевом, так и внебиржевом рынках (причем как на организованном внебиржевом рынке, так и неорганизованном — уличном — см. следующую тему) [8].

Брокеры могут действовать по одному из двух видов договоров с клиентами: договору поручения и договору комиссии. При заключении договора поручения брокер заключает сделку по купле-продаже ценных бумаг от имени и за счет клиента. Таким образом, стороной сделки является сам клиент, а брокер является его поверенным. По договору комиссии брокер покупает и продает ценные бумаги от

своего имени, но за счет средств клиента и выступает в качестве комиссионера. При этом, если сделка заключена на более выгодных условиях, чем предусматривал клиент, то дополнительная выгода делится между брокером и клиентом. Порядок распределения дополнительной выгоды и пропорция этого распределения устанавливается в договоре о брокерском обслуживании. Если же брокер заключил сделку на худших условиях по сравнению с указанными клиентом в торговом поручении, то брокер должен или доказать, что у него не было возможности совершить сделку на оговоренных условиях, или убедить клиента, что таким образом он предотвратил убытки, или возместить клиенту разницу. Клиент в установленное время должен заявить о своем несогласии принять сделку, если он этого не сделает, то сделка будет считаться принятой. В любом случае, выполнив торговое поручение, брокер должен сообщить о его выполнении клиенту. Поручения выполняются в порядке их поступления брокеру. Брокеры могут также заниматься дилерской деятельностью. В этом случае сделки по поручениям клиентов должны исполняться в приоритетном порядке.

Брокеры выполняют, помимо выполнения поручений клиентов по купле-продаже ценных бумаг, следующие основные функции:

- оформляют сделку,
- отслеживают переоформление права собственности на ценные бумаги,
- получают доходы по ценным бумагам (курсовую разницу, дивиденды, проценты или дисконт), принадлежащим клиентам, и перечисляют их последним,
- производят учет ценных бумаг, принадлежащих клиентам,
- консультируют клиентов,
- выпускают аналитические обзоры развития рынка ценных бумаг и т. д.

Брокеры хранят ценные бумаги своих клиентов на счете-депо в специализированном депозитарии на имени брокера, который считается номинальным держателем (поэтому брокеры и занимаются учетом прав своих клиентов на ценные бумаги).

Обычно брокерские фирмы устанавливают минимальный размер средств на счете клиента, которым имеет право пользоваться брокер. При классическом брокерском обслуживании минимальный размер средств равен нескольким десяткам тысяч рублей, хотя в последнее время некоторые брокеры, чтобы привлечь клиентов, в том числе мелких, снижают его в несколько раз.



### Пример

Клиенты могут получить у брокеров маржинальный кредит. Маржинальный кредит представляет собой предоставление клиентам для совершения сделок денежных средств или ценных бумаг под залог принадлежащих клиенту активов. Денежные средства предоставляются со счета брокера, а ценные бумаги — со счета-депо. Внутрисуточный маржинальный кредит является бесплатным, а за маржинальный кредит, превышающий по своему сроку торговый день, брокер взимает проценты. Кредит выдается в определенном соотношении с собственными активами клиента. Это соотношение называется кредитным плечом. По российскому

законодательству максимальный размер кредитного плеча составляет 1:3 (один к трем), то есть на каждый рубль клиента брокер может выдать три рубля в качестве кредита.

.....

За свою работу брокеры получают вознаграждение — комиссионные, — которые могут составлять определенную сумму в месяц и/или процент от оборота. У одного брокера, как правило, имеется несколько тарифных планов, которые зависят и от рынка, на который клиент при помощи брокера получает доступ.

Клиент может работать через брокера одним из следующих способов: выдавая поручение лично, по телефону, по факсимильной связи, в дилинговом зале брокерской фирмы, с рабочего или домашнего компьютера. В последних двух случаях клиент пользуется программой, которая предоставляет доступ к торгам на одном или нескольких биржевых и/или организованных внебиржевых рынков, для этого брокером клиенту выдаются ключи к программе.

## 2.2 Дилерские фирмы

*Дилерские фирмы* — это фирмы, которые занимаются куплей-продажей ценных бумаг от своего имени и за свой счет. «За свой счет» означает, что дилеры взимают средства за осуществление операций на рынке ценных бумаг после совершения сделки, в отличие от брокеров, которым клиенты заранее открывают брокерский счет. Дилерские фирмы так же, как и брокеры, занимаются маржинальным кредитованием своих клиентов. Поручения клиента выполняются в первоочередном порядке [13].

Дилерские фирмы могут совмещать свою деятельность с брокерской деятельностью. Дилерами в нашей стране могут быть только юридические лица, которые являются «коммерческой» (правильно: прибыльной) организацией. Дилерская деятельность лицензируется, причем выдается отдельно лицензия на операции с корпоративными ценными бумагами и с государственными ценными бумагами.

Дилеры заранее объявляют цены покупки и продажи ценных бумаг в системе биржевой и/или внебиржевой торговли. При этом дилер может оговорить дополнительные условия: минимальное и/или максимальное количество покупаемых и продаваемых ценных бумаг каждого вида, срок действия объявленной цены, валюта расчета и т. д. Сделка заключается, если находится контрагент, согласный заключить сделку на оговоренных условиях. Если дополнительные условия не зафиксированы, то дилер *обязан* принять условия, предложенные контрагентом. Исполнение сделки в любом случае является обязательным, и если дилерская фирма откажется от нее, то должна будет возместить убытки либо ей будет предъявлен иск о принудительном заключении сделки. Дилерские фирмы называют маркет-мейкерами рынка, поскольку они, обладая информацией о состоянии эмитента ценных бумаг, устанавливают цены, на которые ориентируются все участники рынка.

Доход дилерских фирм складывается из следующих основных составляющих:

- спрэд — разница между ценой ценных бумаг, продаваемых дилером, и ценой тех же ценных бумаг, покупаемых дилером;
- доход от деятельности дилера как инвестора и спекулянта (курсовая разница, дивиденды, проценты или дисконт);

- плата эмитентов ценных бумаг дилерам за поддержание ликвидности их ценных бумаг;
- процент за пользование маржинальным кредитом.

## 2.3 Управляющие компании

*Управляющая компания* — это юридическое лицо или индивидуальный предприниматель без образования юридического лица, занимающийся доверительным управлением активами, переданными клиентами в интересах клиента или указанного им лица (выгодополучателя). Управляющая компания совершает сделки на рынке ценных бумаг от своего имени, но указывая, что она является доверительным управляющим. Учредитель доверительного управления обычно предоставляет полную свободу управляющей компании в распоряжении переданным имуществом при условии, что выгода от использования этого имущества предоставляется выгодополучателю (бенефициарию). Доверительное управление является одним из способов извлекать прибыль на рынке ценных бумаг, не будучи специалистом по данному рынку, однако у него имеются и существенные недостатки: очень высокая минимальная стоимость активов, передаваемых управляющей компании (во многих управляющих компаниях она составляет 1 млн руб., хотя еще менее года назад ее размер составлял около 300 тыс. руб.), и 13%-ный подоходный налог, начисляемый на доходы от доверительного управления за вычетом вознаграждения управляющей компании. Однако преимуществом является то, что ценные бумаги при снижении их курсовой стоимости могут быть проданы и куплены ценные бумаги с растущей курсовой стоимостью. Наиболее очевидно это преимущество при сравнении с паевыми инвестиционными фондами, которые всегда размещены «в бумагах».

Выделяют следующие виды активов, которые могут передаваться в доверительное управление: денежные средства, корпоративные и государственные ценные бумаги (в экономически развитых странах этот перечень значительно шире). Не могут передаваться в доверительное управление простые и переводные векселя, чеки, банковские сертификаты, сберегательные книжки на предъявителя и товарораспорядительные документы.

Управляющие компании заключают с клиентами договор о доверительном управлении, который содержит сведения о сторонах сделки, выгодоприобретателе, активах, передаваемых в доверительное управление, вознаграждении управляющего, срок действия договора (но не более пяти лет), а также инвестиционную декларацию. В инвестиционной декларации содержатся данные об объектах инвестирования, устанавливается соотношение между активами разных видов и срок действия декларации [14].

При передаче активов в доверительное управление в коммерческом банке открывается счет доверительного управления, на который переводятся денежные средства учредителем доверительного управления и/или средства от продажи активов доверительным управляющим. Также открывается счет-депо доверительного управляющего в специализированном депозитарии, на котором учитываются принимаемые в доверительное управление ценные бумаги и/или приобретенные управляющей компанией для клиента ценные бумаги.

Вознаграждение управляющей компании снимается периодически (часто ежеквартально). Вознаграждение управляющей компании бывает одним из следующих видов:

- фиксированная сумма при заключении договора плюс периодически уплачиваемый процент от полученного дохода,
- процент от активов,
- процент от прибыли (чаще) или дохода.

Наиболее выгодная для бенефициара система оплаты — процент от прибыли, т. к. в этом случае управляющая компания кровно заинтересована зарабатывать для него прибыль.

Управляющая компания может поручить доверительное управление активами другой управляющей компании. Это происходит, когда учредитель доверительного управления письменно просит об этом управляющую компанию; в случае, если такая возможность предусмотрена договором доверителя управления; в чрезвычайных обстоятельствах, когда получить согласие учредителя доверительного управления невозможно.

Помимо доверительного управления активами одного клиента, управляющие компании также занимаются доверительным управлением негосударственными пенсионными фондами и пенсионными накоплениями граждан.

## 2.4 Расчетные палаты

*Расчетные (или клиринговые) палаты (центры)* — юридические лица, которые занимаются определением взаимных обязательств между продавцами и покупателями ценных бумаг и расчетами между ними. Расчетные палаты (деятельность которых лицензируется) организуются в форме хозяйственного общества (то есть общества с ограниченной ответственностью, общества с дополнительной ответственностью или акционерного общества, как открытого, так и закрытого). Учредителями расчетных палат нередко выступают фондовые биржи, коммерческие банки, финансовые компании. Одна расчетная палата может обслуживать как одну, так и несколько фондовых бирж и/или внебиржевых организованных рынков. Иногда расчетные палаты занимаются еще и депозитарной деятельностью [13].

Расчетные палаты выполняют следующие функции: сверяют параметры сделки в документах контрагентов, регистрируют сделку, определяют сумму платежа продавцу ценных бумаг, комиссионных брокеру, фондовой бирже, производят расчеты или взаимозачеты по перечисленным обязательствам. После этого, если ценные бумаги продолжают числиться у того же номинального держателя<sup>1</sup>, то расчетная палата дает распоряжение депозитарию внести изменения в счет-депо, открытый на его имя. Если в результате заключения сделки ценные бумаги переходят

---

<sup>1</sup>Прим.: Номинальным держателем ценных бумаг может быть брокер, дилер или управляющая компания. Управляющая компания от своего имени управляет ценными бумагами своих клиентов, и они отображаются на ее счете-депо, хотя принадлежат эти ценные бумаги клиентам. Брокерам и дилерам клиенты могут передать ценные бумаги для продажи или на хранение. Они тоже учитываются (и хранятся) в специализированном депозитарии на счете-депо дилера или брокера. В свою очередь, брокеры, дилеры и управляющие компании сами ведут учет ценных бумаг по клиентам, то есть реальным собственникам.

в собственность клиента другого номинального держателя, то они списываются со счета-депо предыдущего номинального держателя и зачисляются на счет нового номинального держателя. Также расчетные палаты после заключения сделки сообщают ее параметры специализированным регистраторам.

## 2.5 Специализированные депозитарии

*Специализированный депозитарий* — это юридическое (и только юридическое) лицо, занимающееся хранением ценных бумаг, их сертификатов и учетом прав на ценные бумаги. Депозитарной деятельностью нередко занимаются коммерческие банки и расчетные палаты. Клиент может иметь счета-депо в разных депозитариях, однако каждая ценная бумага может учитываться только на одном счете-депо.

Отношения между специализированным депозитарием и депонентом (клиентом депозитария) оформляются депозитарным договором или договором счета — депо. Договор оформляется только если открывается счет-депо. Для хранения ценных бумаг в депозитарии договор не требуется. Ценные бумаги в безбумажной форме хранятся только в депозитарии.

На счете-депо учитываются ценные бумаги, принадлежащие клиентам, и записываются данные об операциях с ценными бумагами. Факт передачи ценных бумаг на хранение подтверждается выдачей депоненту выписки со счета-депо. Эта выписка не является ценной бумагой и не может быть объектом сделки купли-продажи.

Помимо ведения счетов-депо, специализированные депозитарии выполняют следующие функции:

- хранение сертификатов ценных бумаг и самих ценных бумаг в бумажной и безбумажной формах,
- передача информации, предоставленной эмитентом, собственнику или номинальному держателю,
- проверка ценных бумаг и их сертификатов на подлинность,
- транспортировка ценных бумаг и сертификатов.

Если договором счета депо не запрещено, то один специализированный депозитарий может привлечь другой депозитарий к выполнению части своих функций.

Основной доход, который получают специализированные депозитарии, — это вознаграждение за обслуживание счета депо.

## 2.6 Специализированные регистраторы

*Специализированные регистраторы (держатели реестра)* — юридические лица, которые по договору с эмитентом занимаются ведением реестра владельцев именных ценных бумаг. По ценным бумагам на предъявителя реестр не ведется. Реестр может вестись в бумажном или электронном виде. Держателем реестра может быть сам эмитент (если число владельцев ценных бумаг не превышает пяти-сот) или специализированный регистратор. У каждого эмитента может быть только один регистратор, а у регистратора может быть любое количество эмитентов, предоставивших ему право вести реестр [14].

В реестре указываются следующие сведения:

- владелец ценных бумаг или номинальный держатель,
- вид ценных бумаг,
- количество ценных бумаг,
- их номинальная стоимость.

Помимо ведения реестра, специализированный регистратор открывает на каждого владельца или номинального держателя ценных бумаг лицевой счет, в котором отражаются данные о держателе, количество, номинальная стоимость, вид ценной бумаги. На основании этих данных держателей информируют о собраниях акционеров, выплате текущего дохода и т. д.

В нашей стране сложилась многоступенчатая система учета ценных бумаг. Если владелец ценных бумаг не передает ценные бумаги брокеру, то и в депозитарии на счете депо, и у специализированного регистратора на лицевом счете будет указано имя собственника ценных бумаг. Но если ценные бумаги передаются брокеру (а если собственник постоянно занимается куплей-продажей ценных бумаг, особенно на биржевом рынке, то это необходимо для его же удобства), то они хранятся и учитываются в депозитарии на имени номинального держателя — брокера. В расчетной палате на лицевом счете ценные бумаги будут учитываться на имени уже депозитария (который на этом уровне становится также номинальным держателем). Таким образом, реального собственника может раскрыть депозитарий или брокер. Операции с ценными бумагами, произведенными собственниками одного брокера, депозитария и регистратора, будут отражены только у брокера, счет депо брокера и личный счет депозитария не изменятся. И только если произойдет сделка купли-продажи ценных бумаг между клиентами разных брокеров, у которых открыты счета депо в разных депозитариях, произойдет движение ценных бумаг по счетам депо и личным счетам у специализированного регистратора.

Когда собственник продает ценные бумаги, они списываются с его лицевого счета или с лицевого счета номинального держателя этих ценных бумаг и вписываются в лицевой счет покупателя или номинального держателя его ценных бумаг. Это делается на основании передаточных распоряжений владельцев или номинальных держателей. Форма передаточного распоряжения устанавливается Федеральной комиссией по финансовым рынкам (ФСФР). Владельцу или держателю ценных бумаг в течение пяти рабочих дней после получения распоряжения выдается выписка из лицевого счета, в которой указывается в том числе наличие или отсутствие обременения ценных бумаг (залог, неполная оплата и т. д.).

Но вернемся к основной функции специализированных регистраторов — ведению реестра. Когда акционерному обществу нужен реестр (например, при созыве собрания акционеров или выплате дивидендов или процентов), оно обращается к регистратору с просьбой его предоставить. Тогда специализированный регистратор обращается к номинальным держателям ценных бумаг, которые в течение семи рабочих дней предоставляют ему список реальных собственников, счета которых ведет каждый из них. В странах, в которых имеется единый централизованный депозитарий, регистраторы не нужны.

Специализированный регистратор получает следующие виды вознаграждения за выполнение своих функций.

- 1) Вознаграждение за составление реестра. Раз в год акционерное общество (или ООО, которое может выпускать облигации) может обратиться за составлением реестра за сумму, которая не превышает расходов на его составление. В остальных случаях вознаграждение регистратора определяется договором между эмитентом и регистратором.
- 2) Вознаграждение за внесение изменений в лицевой счет за каждое распоряжение.
- 3) Вознаграждение за выдачу выписок из лицевого счета.

Максимальный размер за выдачу выписок из лицевого счета и внесение изменений в лицевой счет определяется ФСФР.

Все или часть своих функций специализированный регистратор может передать другому регистратору в день расторжения договора. При замене держателя реестра эмитент должен сообщить об этом в средствах массовой информации либо уведомить владельцев своих именных ценных бумаг письменно (за свой счет).

## 2.7 Инвестиционные фонды

Инвестиционные фонды бывают двух видов, которые столь различны, что определить их можно только по отдельности. Первый вид инвестиционных фондов — *акционерный инвестиционный фонд* (АИФ), который представляет собой акционерное общество, занимающееся исключительно инвестированием в ценные бумаги или недвижимость и отдается в доверительное управление управляющей компании.

Имущество акционерного инвестиционного фонда делится на два вида. Первый вид имущества — инвестиционные резервы, то есть денежные средства, которые передаются в доверительное управление управляющей компании. Это имущество хранится в специализированном депозитарии. Второй вид имущества — это имущество, которое обеспечивает деятельность органов управления акционерного инвестиционного фонда.

Акционерный инвестиционный фонд может выпускать только простые именные акции, проводя только открытую подписку на них. Акционерный инвестиционный фонд печатает инвестиционную декларацию, в которой указываются:

- в какие финансовые инструменты АИФ может инвестировать средства (только акции, только корпоративные и/или государственные облигации, только недвижимость или несколько финансовых инструментов),
- цели инвестирования средств,
- риски,
- требования к структуре активов.

Инвестиционная декларация утверждается общим собранием акционеров (если иное не указано в уставе). Акционеры могут потребовать выкупа у них акций, если инвестиционная декларация изменена, а они голосовали против или не принимали участия в голосовании.

*Паевой инвестиционный фонд* (ПИФ) — это имущественный комплекс, переданный в доверительное управление управляющей компании. ПИФ — это форма объединения средств множества инвесторов. Срок доверительного управления па-

евым инвестиционным фондом не должен превышать пятнадцати лет. В отличие от акционерного инвестиционного фонда паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом. Паевым он называется потому, что средства, передаваемые управляющей компании, складываются из паев инвесторов.

Право собственности на долю в имуществе паевого инвестиционного фонда удостоверяется инвестиционным паем. Инвестиционный пай является неэмиссионной ценной бумагой в бездокументарной форме (владельцам выдается договор купли-продажи инвестиционных паев и квитанция к приходному кассовому ордеру. Инвестиционный пай представляет, по сути, комплекс ценных бумаг, в которые вложены средства паевого инвестиционного фонда. Приобретая пай, пайщик, по сути, присоединяется к договору доверительного управления конкретным инвестиционным фондом.

Управляющая компания ежедневно рассчитывает и объявляет (чаще всего на собственном сайте) стоимость инвестиционного пая каждого ПИФа, которым она управляет. Состав портфеля может раскрываться с определенной периодичностью (например, один раз в квартал) или быть постоянно открытым.

Доход пайщика составляет изменение стоимости пая ПИФа. Однако чтобы его получить, инвестор должен продать инвестиционный пай управляющей компании, у которой он его купил по заявке. Приобрести инвестиционный пай уже существующего ПИФа (а это возможно только с паями открытых ПИФов), погасить его или обменять можно по расчетной стоимости ( $PC$ ), которая рассчитывается следующим образом:

$$PC = \frac{СЧА}{K}, \quad (2.1)$$

где  $СЧА$  — стоимость чистых активов на день принятия заявки (не ранее),  $K$  — количество инвестиционных паев по данным реестра.

Для возмещения расходов управляющей компании продаваться пай может с надбавкой, а погашаться (т. е. покупаться управляющей компанией) и обмениваться — со скидкой. Надбавка может быть не более 1,5% расчетной стоимости, а скидка — 3%. При выдаче, обмене и погашении инвестиционных паев управляющая компания может действовать через своего агента (по доверенности).

Количество инвестиционных паев, принадлежащих одному пайщику, может быть дробным. Имущество паевых инвестиционных фондов хранится в специализированном депозитарии. Инвестиционная декларация устанавливает соотношение между различными ценными бумагами, входящими в инвестиционный портфель того или иного паевого инвестиционного фонда. Правила доверительного управления паевыми инвестиционными фондами регистрируются ФСФР.

Для расчетов по операциям доверительного управления паевыми инвестиционными фондами открывается банковский счет доверительного управления, а для учета прав на ценные бумаги, находящиеся в инвестиционном портфеле ПИФа, — счет-депо в специализированном депозитарии на имя управляющей компании (реальные владельцы в этих счетах не указываются).

Расходы по управлению акционерными и паевыми инвестиционными фондами покрываются за счет их имущества. Вознаграждение управляющей компании, депозитария, регистратора, оценщика и аудитора выплачивается за счет имущества акционерного или паевого инвестиционного фонда. Оно составляет не менее 10%

среднегодовой стоимости чистых активов. Иногда вознаграждение указанных экономических субъектов устанавливается в зависимости от доходов от управления акционерным инвестиционным фондом, а также в зависимости от роста имущества паевого инвестиционного фонда. Способ извлечения доходов управляющей компанией определяется договором между ней и клиентом.

Паевые инвестиционные фонды имеют серьезные преимущества по сравнению с другими способами инвестирования. Первое преимущество состоит в том, что деятельность компаний, управляющих ПИФаами, контролируется специализированными депозитариями, аудиторами и ФСФР. Второе преимущество связано с тем, что управляющая компания не может использовать средства вкладчиков на другие цели, поскольку функции хранения имущества и управления им разделены: хранит имущество депозитарий, а управляет управляющая компания. Поскольку имущество ПИФов вкладывается только в высоколиквидные ценные бумаги, сами инвестиционные паи также являются высоколиквидными. Немаловажно также, что минимальная сумма для покупки паев ПИФов невысока, она составляет от 1000 до 5000 руб., хотя есть и ПИФЫ, минимальная сумма для покупки паев которых составляет более 100 тыс. руб., они все же относительно редки. Более того, при последующих вложениях минимальная сумма средств снижается. Одним из самых важных преимуществ является значительно более высокая доходность, чем по банковским депозитам (хотя доходы по доверительному управлению активов клиентов выше) [8].

Тем не менее паевые инвестиционные фонды не лишены некоторых недостатков. Главным недостатком является то, что цена инвестиционного пая ПИФа колеблется вместе с курсами ценных бумаг, в которые вложено имущество ПИФа. Конечно, когда курсы ценных бумаг растут, это хорошо, но когда падают — плохо, и изменить здесь ничего нельзя, поскольку имущество ПИФа всегда вложено в бумаги. Поэтому покупать инвестиционные паи нужно, когда рынок находится «на дне», а продавать на пике.

Существует три вида паевых инвестиционных фондов — открытые, интервальные и закрытые. Владелец инвестиционного пая *открытого ПИФа* в любой рабочий день может подать заявку о его приобретении или потребовать от управляющей компании его погасить или обменять. Количество инвестиционных паев не ограничено. В доверительное управление в этом случае передаются только денежные средства, и вкладываются они исключительно в ценные бумаги, преимущественно первого эшелона. Пай открытого ПИФа может быть обменен на пай другого открытого ПИФа данной управляющей компании (эта возможность должна быть предусмотрена правилами доверительного управления; правда, в случае отсутствия такого указания ничто не мешает владельцу пая продать паи одного ПИФа и купить паи другого, лишь издержки будут чуть больше). Обмен пая заключается в передаче имущества из одного ПИФа в другой.

Пайщик *интервального ПИФа* может требовать от управляющей компании погашения или обмена паев в течение срока, который установлен в правилах доверительного управления имуществом ПИФа, но не реже одного раза в год. В этот же срок можно приобретать паи уже существующих интервальных ПИФов. В доверительное управление также передаются только денежные средства. Количество инвестиционных паев не ограничено. Стоимость инвестиционного пая рассчитывается один раз в месяц. Пай может быть обменен на пай другого интервального

паевого инвестиционного фонда (если такая возможность предусмотрена правилами доверительного управления). Паи интервальных ПИФов могут котироваться на фондовых биржах.

Инвестиционные паи *закрытых ПИФов* можно купить только при их формировании, а погасить (и, соответственно, получить доход) — по окончании срока действия договора доверительного управления ПИФом. В доверительное управление передаются денежные средства и иное имущество (виды передаваемого имущества указываются в инвестиционной декларации), в том числе недвижимость (возможно, и только недвижимость). Если имущество закрытого ПИФа вкладывается в ценные бумаги, то это могут быть ценные бумаги любого эшелона.

Пайщик закрытого ПИФа имеет право на участие в общем собрании владельцев инвестиционных паев закрытого ПИФа. Общее собрание (которое может проводиться в очной и заочной формах) решает следующие вопросы: передача имущества ПИФа в доверительное управление (при этом расходы на организацию собрания оплачиваются из имущества ПИФа), смена управляющей компании, внесение изменений и дополнений в инвестиционную декларацию им правила доверительного управления.

Количество инвестиционных паев закрытого ПИФа ограничено, оно указывается в правилах доверительного управления. Разновидностью закрытых ПИФов являются венчурные фонды, которые могут приобретать даже доли в уставном капитале ООО.



## Контрольные вопросы по главе 2

- 1) Выделите основные особенности Брокерских фирм.
- 2) Выделите основные особенности Дилерских фирм.
- 3) Каковы основные функции Управляющих компаний?
- 4) Каковы основные функции Клиринговых палат?
- 5) Каковы основные функции Специализированных депозитариев?
- 6) Каковы основные функции Специализированных регистраторов?
- 7) Какие виды Инвестиционных фондов вы знаете?
- 8) Какой способ вознаграждения управляющей компании более всего стимулирует ее эффективно управлять имуществом или деньгами клиента?
- 9) Можно ли отнести инвестиционные фонды к профессиональным участникам рынка ценных бумаг? Почему? А к институтам рынка ценных бумаг?
- 10) Назовите активы, в которые могут вкладывать средства инвестиционные фонды различных видов и подвидов?
- 11) Зачем акционерные и паевые инвестиционные фонды публикуют инвестиционную декларацию?

---

## Глава 3

# ПЕРВИЧНЫЙ И ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

---

### 3.1 Первичный рынок ценных бумаг

#### 3.1.1 Процедура эмиссии ценных бумаг

Рынок ценных бумаг — это совокупность субъектов, связей и отношений между ними по поводу выпуска, размещения и обращения ценных бумаг. Рынок ценных бумаг делится на первичный и вторичный.

*Первичный рынок ценных бумаг* — рынок, на котором осуществляется размещение впервые выпущенных ценных бумаг, т. е. продажа первому владельцу. На первичном рынке осуществляется инвестирование капитала непосредственно в предприятие, выпустившее ценные бумаги. Основные его участники — эмитенты и инвесторы. Эмитенты, нуждающиеся в финансовых ресурсах для инвестиций в основной и оборотный капитал, определяют предложение ценных бумаг на фондовом рынке. Инвесторы, ищущие выгодную сферу для вложения своего капитала, формируют спрос на ценные бумаги. На первичном рынке происходит распределение финансовых ресурсов по отраслям национальной экономики [14].

Первичное размещение на рынке может быть открытым или закрытым. При закрытом размещении акции распространяются среди заранее определенного круга инвесторов. Обычно такое размещение проводится на этапе учреждения открытого акционерного общества, его проще осуществить с формальной точки зрения.

Открытое или публичное размещение осуществляется путем выставления пакета акций на рынок, где круг потенциальных инвесторов очень широк и точно не известен. Потенциальная возможность привлечь капитал значительно выше при открытом размещении акций.

Открытое размещение выпуска акций производится при посредничестве инвестиционного или финансового института, называемого андеррайтером данного

выпуска. Андеррайтер рекламирует, регистрирует, размещает выпуск, получая согласованное вознаграждение от общей суммы размещенного выпуска.

*Андеррайтинг* — открытое размещение выпуска акций производится при посредничестве андеррайтера данного выпуска. В зависимости от условий договора между андеррайтером и эмитентом возможны следующие виды андеррайтинга:

- *Твердое соглашение* — андеррайтер обязуется разместить весь выпуск в течение определенного времени, а оставшуюся часть выкупить за свой счет.
- *Максимум усилий* — андеррайтер прилагает все усилия, а непроданная часть возвращается эмитенту.
- *«Все или ничего»* — если корпорация эмитент заинтересована в конкретном проекте, она может поставить условие отменить выпуск, если нужная сумма не набрана.
- *«Мини-макси»* — выпуск считается состоявшимся при размещении определенного процента акций.

От первичного размещения зависит, сколько денег получит предприятие-эмитент для своих целей. А от котировок на вторичном рынке зависит, насколько желательны будут следующие выпуски акций этого эмитента на рынке.

«Жизненный цикл» ценных бумаг включает в себя следующие фазы:

- эмиссия ценных бумаг,
- размещение ценных бумаг,
- обращение ценных бумаг,
- погашение (только для долговых ценных бумаг).

Эмиссия и размещение ценных бумаг происходит на первичном рынке, а обращение — на вторичном.

*Эмиссия ценных бумаг* — это выпуск ценных бумаг в обращение. Эмиссию ценных бумаг часто путают с размещением ценных бумаг, и даже в Федеральном законе о рынке ценных бумаг они отождествляются. Поскольку размещение ценных бумаг — это переход ценных бумаг от эмитента первому держателю, то можно рассматривать размещение максимум как этап эмиссии ценных бумаг, а более корректно — отдельно от нее.

Эмиссия ценных бумаг происходит в несколько этапов. Первый этап заключается в том, что эмитент принимает решение о выпуске ценных бумаг и утверждает его. Второй этап составляет выпуск ценных бумаг. Третий — государственная регистрация выпуска ценных бумаг. Государственной регистрацией выпусков ценных бумаг занимается Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР). Государственная регистрация производится на основании следующих документов: заявления эмитента, утвержденного решения о выпуске, документа, подтверждающего, что эмитент соблюдает законодательство, регулирующее рынок ценных бумаг, и проспекта эмиссии [8].

При открытой подписке или закрытой подписке, при которой число подписчиков не превышает пятисот, проспект эмиссии передается вместе с другими документами. Если число подписчиков больше пятисот, то регистрация проспекта эмиссии происходит позднее. Проспект эмиссии содержит следующую информацию:

- о лицах, входящих в состав органов управления, аудиторы, оценщике, финансовом консультанте и других лицах, подписавших проспект эмиссии,
- о банковских счетах эмитента,
- об объемах и сроках выпуска и условиях размещения ценных бумаг,
- об уже размещенных ценных бумагах,
- об акционерах,
- об эмитенте, его финансово-экономическом состоянии за последние 5 лет,
- бухгалтерскую отчетность за последние три года.

Проспект эмиссии утверждается исполнительным органом (для АО — советом директоров) и подписывается руководителем исполнительного органа, главным бухгалтером и аудитором. При выпуске обеспеченных ценных бумаг подписывается также должное лицо фирмы, организации или учреждения, которое предоставило обеспечение. В некоторых случаях свои подписи ставят также финансовый консультант и/или оценщик.

Государственная регистрация выпуска ценных бумаг происходит в течение тридцати дней со дня подачи указанных выше документов. При необходимости проверки сведений, указанных в документах, регистрация выпуска прерывается на срок не более одного месяца. Каждому выпуску ценных бумаг присваивается регистрационный номер. Отказано в регистрации выпуска ценных бумаг может быть по следующим причинам: недостоверность информации в документах, поданных на регистрацию; нарушение эмитентом законодательства, регулирующего рынок ценных бумаг; несоответствие документов требованиям ФСФР; отсутствие части документов, а также по некоторым другим причинам. В этом случае эмитент может обжаловать решение ФСФР в суде или арбитражном суде. Помимо отказа в регистрации, ФСФР может также приостановить регистрацию выпуска ценных бумаг до устранения нарушения. Эмиссия ценных бумаг также может быть признана недействительной. В этом случае ценные бумаги их владельцы возвращают эмитенту, который должен в течение двух месяцев вернуть затраченные инвесторами средства, причем все издержки ложатся на плечи эмитента.

### 3.1.2 Процесс размещения ценных бумаг

Размещение ценных бумаг начинается после того, как их выпуск зарегистрирован государством. Размещение ценных бумаг может производиться публично или частно. Публичное размещение ценных бумаг (называемое также открытой подпиской) заключается в продаже выпуска ценных бумаг ни чем не ограниченному кругу инвесторов. В этом случае эмитент должен сообщить о государственной регистрации выпуска в СМИ тиражом не менее 10 тыс. экземпляров. При частном размещении (закрытой подписке) ценные бумаги размещаются среди заранее определенного круга инвесторов. При частном размещении эмитент должен сообщить о государственной регистрации выпуска ценных бумаг в СМИ тиражом не менее 1 тыс. экземпляров. В обоих случаях в сообщении указывается порядок доступа инвесторов к информации в проспекте эмиссии ценных бумаг. При учреждении акционерного общества возможно только частное размещение акций его учредителям.

Размещение ценных бумаг может производиться самим эмитентом или андеррайтером. Андеррайтер (от англ. *underwriter* — надписатель) — это инвестиционный

институт или группа инвестиционных институтов, покупающая ценные бумаги у эмитента при их выпуске, на согласованных с эмитентом условиях за определенное вознаграждение. Покупка ценных бумаг с целью последующей продажи на оговоренных условиях называется андеррайтингом. В качестве андеррайтеров могут выступать инвестиционные банки, коммерческие банки, брокерские фирмы, инвестиционные компании, финансовые компании.

Возможны следующие варианты отношений между эмитентом и андеррайтером (андеррайтерами):

- 1) Поручительство. При поручительстве вся эмиссия ценных бумаг или ее часть надписана андеррайтером, он должен выставить ценные бумаги на продажу на фондовой бирже по установленной цене. Риски убытков при этом лежат целиком на андеррайтере. Он выплачивает эмитенту цену публичного размещения ценных бумаг за вычетом комиссионных. Непроданную на фондовой бирже часть ценных бумаг приобретает сам андеррайтер.
- 2) Резервное соглашение. По этому соглашению акционерное общество покупает часть эмиссии по стартовой цене (разумеется, для того чтобы впоследствии продать), а остальное обязуется выкупить андеррайтер. В нашей стране возможно только при вторичной эмиссии (если речь идет об акциях).
- 3) Соглашение по мере сил. Андеррайтер выставляет выпуск ценных бумаг на фондовую биржу, за цену и количество проданных ценных бумаг он не отвечает. Нереализованные ценные бумаги возвращаются эмитенту, а комиссионные андеррайтер получает только за проданные ценные бумаги. Для эмитента соглашение по мере сил — не самый лучший вариант, но тем не менее он дает ему существенное преимущество — возможность продавать свои ценные бумаги почти сразу после эмиссии на фондовой бирже.

Через 30 дней после размещения ценных бумаг эмитент должен представить в ФСФР отчет об итогах выпуска и размещения ценных бумаг, в котором указываются даты начала и окончания размещения, количество размещенных ценных бумаг, цена размещения, общая сумма размещенных ценных бумаг. ФСФР в течение двух рабочих дней рассматривает отчет и утверждает или не утверждает его.

После того, как ценные бумаги выпущены и размещены, они начинают обращаться на вторичном рынке ценных бумаг, который делится на биржевой и внебиржевой.

## 3.2 Вторичный рынок ценных бумаг

### 3.2.1 Общая характеристика вторичного рынка ценных бумаг

На вторичном рынке ценных бумаг обращаются ранее выпущенные ценные бумаги, то есть ценные бумаги, которые продаются первым владельцем второму, вторым — третьему и т. д. *Вторичный рынок ценных бумаг* может быть биржевым (он представлен фондовыми биржами, причем, чтобы ценная бумага могла продаваться на бирже, ее эмитент должен пройти сложную процедуру — листинг) и внебиржевым. Внебиржевой рынок ценных бумаг, в свою очередь, может быть организованным и неорганизованным. Организованным называют рынок, на котором существуют правила торговли, а сама торговля осуществляется через организо-

ную торговую площадку, часто сильно напоминающую биржу, или через специальные издания. Неорганизованный вторичный рынок ценных бумаг также называется уличным, поскольку торговля ценными бумагами происходит без какой-либо торговой площадки, посредством прямой договоренности между брокерами. Торги на биржевом и организованном внебиржевом рынках происходят по принципу простого аукциона, на котором товар (в данном случае ценная бумага) достается предложившему наибольшую цену.

Вторичный рынок, в отличие от первичного рынка ценных бумаг, не влияет на размеры инвестиций и накоплений в стране. Он обеспечивает лишь постоянное перераспределение уже аккумулированных через первичный рынок денежных средств между различными субъектами экономических отношений.

Вторичный рынок обеспечивает ликвидность ценных бумаг, т. е. возможность их реализации по приемлемому курсу, и тем самым создает благоприятные условия для первичного размещения новых выпусков ценных бумаг.

Вторичный рынок обязательно несет элемент спекуляции. Цель деятельности на нем — доход в виде курсовой разницы, а курсовая стоимость формируется под воздействием спроса и предложения. Вторичный рынок, концентрируя спрос и предложение ценных бумаг, формирует тот равновесный курс, по которому покупатели хотят купить ценные бумаги, а продавцы — продать, что необходимо при перераспределении ссудного капитала между отраслями экономики, между хозяйствующими субъектами.

В зависимости от операционного механизма совершения сделок с ценными бумагами различают биржевой и внебиржевой рынок ценных бумаг.

В американской практике внебиржевой рынок представлен в виде 3 рынков:

- «второй рынок» — внебиржевой рынок, на котором осуществляются операции с незарегистрированными на бирже ценными бумагами;
- «третий рынок» — внебиржевой рынок, на котором осуществляются операции с зарегистрированными на бирже ценными бумагами через посредников;
- «четвертый рынок» — внебиржевой рынок, ориентированный на институциональных инвесторов, операции на котором осуществляются через компьютерные сети.

### 3.2.2 Организация биржевой торговли ценными бумагами

*Фондовая биржа* — это организатор торговли ценными бумагами через реальную или виртуальную торговую площадку (площадки), действующую по установленным правилам. Ценные бумаги для допуска их к торгам на фондовой бирже должны пройти определенную процедуру (см. ниже). Фондовые биржи могут действовать только на основании лицензии, выдаваемой ФСФР. За свою работу фондовые биржи получают вознаграждение, которое называется комиссиями. Комиссионные составляют определенный процент от суммы сделки (как правило, на крупной бирже этот процент составляет тысячную или даже десятитысячную долю процента). Крупнейшими российскими фондовыми биржами являются Российская торговая система (РТС), Московская фондовая биржа (МФБ) и Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ), на них приходится подавляющая доля оборота ценных бумаг.

По форме собственности фондовые биржи в разных странах могут быть:

- публичными, так называют фондовые биржи, принадлежащие государству,
- частные, собственниками которых являются физические и/или юридические лица,
- смешанные, часть уставного капитала которых принадлежит государству, а часть — частным инвесторам.

По видам активов, которыми могут торговать, фондовые биржи делятся на специализированные (торгующие исключительно ценными бумагами) и универсальные (торгующие также товарами и/или валютой).

Членами российских фондовых бирж могут быть только профессиональные участники рынка ценных бумаг (которые перечислены в начале предыдущей главы). Фондовые биржи в нашей стране могут заниматься только биржевой деятельностью на других рынках, клиринговой деятельностью, распространением информации о рынке ценных бумаг, издательской деятельностью и сдавать в аренду свободные площади. Работники фондовых бирж, включая руководителей, не могут заниматься торговлей или быть профессиональным участником рынка ценных бумаг на данной или другой фондовой бирже.

Участниками торгов на фондовых биржах являются брокеры и дилеры. В большинстве случаев допуск к торгам на бирже имеют участники, являющиеся членами биржи (ее сособственниками) или арендовавшие места на бирже. Однако если фондовая биржа является некоммерческим партнерством, то сдача мест на бирже в аренду не допускается, а торговать на такой бирже могут только ее члены.

К обращению на фондовых биржах допускаются только ценные бумаги, прошедшие процедуру листинга или соответствующие правилам допуска ценных бумаг к торгам, установленным фондовой биржей (без листинга). Листинг — это оценка эмитента и его ценных бумаг на соответствие их требованиям, предъявляемым фондовой биржей к ценным бумагам, включаемым в котировочный лист. Процедура листинга предусматривает оценку следующих показателей: уставного капитала эмитента, его чистых активов, доли эмитента на рынке, рыночной капитализации его акций, количества или доли акций в публичном обращении, количества размещенных акций, прибыль за последние годы и некоторые другие. К заявке на листинг прилагаются устав и /или учредительный договор, проспект эмиссии ценной бумаги, финансовые сводки, годовые отчеты, заключение юридического консультанта эмитента по вопросам организации его деятельности и выпуска ценных бумаг.

В результате прохождения процедуры листинга эмитент приобретает ряд преимуществ: возрастает доверие к его ценным бумагам, а значит, и спрос на них, в результате растет ликвидность ценных бумаг и облегчается привлечение капитала.

Ежегодно эмитент должен представлять в комитет по листингу информацию о своем финансовом и экономическом состоянии, указанную в основных документах. Ежегодно комитет по листингу на основании этих данных принимает решение о сохранении ценных бумаг эмитента в котировочном листе или исключении из него (последнее называется делистингом). Делистинг в нашей стране происходит в следующих случаях: при нарушении правил торговли на фондовой бирже; уменьшении ниже установленных биржей значений показателей, отражающих де-

тельность эмитента; при наличии у эмитента признаков банкротства; при непредставлении части или всех документов, требующихся для поддержания листинга.

Торги на фондовых биржах, как и на товарных, производятся по принципу аукциона. Однако в связи с развитием компьютерной техники и новейших средств связи встретить на современной фондовой или товарной бирже брокеров и дилеров, выкрикивающих предложения купить или продать ценную бумагу или товар и их цену, а также маклеров, проводящих торги, невозможно. Почти на всех биржах мира торги имеют электронную форму и чаще всего предполагают участие через интернет. Наиболее распространенными способами организации электронных торгов являются мэтчинг (от англ. *match* — подходить, соответствовать, гармонизировать) и способ получения согласия. В условиях мэтчинга участники торгов вводят в компьютерную программу, через которую организована торговля, свои заявки. Эти заявки программа проверяет на наличие встречных заявок с соответствующими условиями. Если найти встречную заявку с приемлемыми условиями сразу не удалось, программа ставит заявку в очередь по определенному признаку (времени поступления, объему или цене заявки). Заявку можно изменить или отменить, но связаться друг с другом участники торгов не могут. Способ получения согласия заключается в том, что участники торгов могут связаться друг с другом, чтобы договориться об объеме сделки или цене [15].

Заключение сделок на фондовой бирже проходит в несколько этапов:

- 1) Заключение договора с брокерской фирмой или самостоятельным брокером о брокерском обслуживании.
- 2) Когда возникает необходимость в совершении сделки на фондовой бирже, клиент передает брокеру поручение (способы передачи поручений см. в п. 2.1). Поручения могут быть следующих видов:
  - рыночное поручение, то есть поручение купить или продать ценную бумагу по текущей биржевой цене;
  - ограниченное ценой (или лимитированное) поручение, которое предписывает брокеру купить ценную бумагу по цене не выше установленной или продать по цене не ниже установленной;
  - стоп-поручение — поручение купить или продать ценную бумагу по достижении определенной курсовой стоимости;
  - ограниченное временем поручение, которое должно быть исполнено в течение определенного времени, например биржевого дня;
  - открытое поручение — это поручение, которое остается в силе до его исполнения, то есть клиент не оговорил время исполнения (часть брокеров устанавливает максимальный срок исполнения поручений такого вида в пределах одного-трех месяцев, а часть — не лимитирует);
  - поручение по цене открытия — поручение купить или продать ценные бумаги в начале биржевого дня, при открытии торгов;
  - поручение по последней цене биржевого дня, то есть по цене закрытия торгов;
  - «все или ничего» — поручение купить или продать все ценные бумаги, указанные в поручении, или ничего не покупать или не продавать;

- «приму в любом количестве» — поручение, в котором не оговорено количество продаваемых или покупаемых ценных бумаг;
  - «исполнить или аннулировать» — по такому виду поручения брокер должен сделать однократное предложение купить или продать ценные бумаги по определенной цене и, если оно не исполнено, аннулировать его;
  - «или-или» — выполнить одно из действий, предусмотренных в заявке;
  - поручение с переключением — поручение продать ценные бумаги, а на вырученную сумму купить ценные бумаги, или наоборот;
  - негарантированное поручение — поручение купить или продать ценную бумагу с предоставлением брокеру полной свободы относительно цены, времени заключения сделки и, бывает, вида ценных бумаг.
- 3) Предоставление гарантий. Покупатель ценных бумаг должен перечислить на специальный счет в расчетной палате биржи, которым может пользоваться брокер, сумму, достаточную для совершения одной или нескольких сделок. Если покупатель предполагает купить ценные бумаги на собственные средства, то открывается кассовый счет. Если же покупатель предполагает часть сделки или сделок оплатить за счет кредита брокера, то открывается маржинальный счет. В большинстве случаев автоматически открывается маржевой депозит. Если перечисленной суммы не хватает, брокер может предоставить маржинальный кредит (см. п. 2.1), причем ценные бумаги передаются клиенту только после погашения задолженности по маржинальному кредиту. Также покупатель может предоставить вексель на сумму сделки, аккредитив или банковскую гарантию. Чаще всего происходит депонирование денежных средств. Продавец должен предоставить брокеру принадлежащие ему ценные бумаги, которые депонированы в специализированном депозитарии. Если клиент брокера — юридическое лицо, то он может предоставить брокеру сохранную расписку, заверенную директором и главным бухгалтером, которая содержит обязательство выдать ценные бумаги по первому требованию брокера или лиц, действующих по доверенности брокера. Продаваемые на фондовой бирже ценные бумаги на торгах на фондовой бирже не присутствуют. Во время торгов они могут находиться у брокера, инвестора или в специализированном депозитарии.
- 4) Брокер подает на фондовой бирже заявку на куплю-продажу ценных бумаг. Он может это сделать или до начала торгов, или в начале биржевого дня, или во время торгов в любое время. Сейчас чаще всего заявки подаются в любое время биржевого дня (биржевой день — это время от начала торговой сессии до ее окончания, он может длиться как обычный рабочий день — с 9–00 до 17–00, а может быть коротким; может устанавливаться на все ценные бумаги или их часть). Заявки могут подаваться на стандартное количество ценных бумаг, которое принято на фондовой бирже, — лот. На российских фондовых биржах лот составляет от 1 акции до 100 (чаще всего). Но необеспеченные заявки на спот-рынок (см. ниже) не принимаются.
- 5) Расчетная палата определяет объем обязательств брокеров и их клиентов друг к другу и фондовой бирже и производит расчеты.

- 6) Специализированный депозитарий, если он имеет данные о реальном бывшем и нынешнем собственнике ценных бумаг, переводит их со счета депо продавца на счет депо покупателя. Если ценные бумаги продавца хранились на имени номинального держателя ценных бумаг продавца, то они переводятся с этого счета депо на счет депо номинального держателя ценных бумаг покупателя.
- 7) Специализированный регистратор, если ценные бумаги переходят от одного номинального держателя к другому, изменяет запись в лицевом счете.

Денежные расчеты и перевод ценных бумаг происходят по окончании биржевого дня в тот же день.

### 3.2.3 Биржевые операции на рынке ценных бумаг



.....  
***Кассовые (или спот) операции** — это операции по купле-продаже ценных бумаг, поставка и оплата которых происходит в течение нескольких дней. Кассовые операции происходят с лотом, в который входит 100 ценных бумаг одного вида [16].*  
 .....

Кассовые сделки имеют несколько разновидностей:

- Купленные в результате совершения кассовой сделки ценные бумаги могут быть заложены под банковский кредит, затем на сумму банковского кредита снова покупаются ценные бумаги, закладываются и т. д. Такой вид кассовой сделки называется пирамидой.
- Кроссинг — многократная купля-продажа собственных ценных бумаг эмитентом с целью поддержания их курсовой стоимости и ликвидности.
- Арбитраж — одновременная покупка ценных бумаг на одной бирже и продажа на другой по более высокой цене с целью извлечения прибыли.
- Линкидж — это покупка ценных бумаг и продажа их на той же или другой фондовой бирже при росте их курсовой стоимости.
- Шорт (или блиц) сделки заключаются в том, что клиент брокера, получивший информацию о том, что ценные бумаги какого-либо эмитента через некоторое время снизятся в цене, обращается к брокеру с просьбой продать ценные бумаги данного эмитента, принадлежащие другому клиенту. Когда курс ценной бумаги действительно падает, брокер на сумму, вырученную от продажи, покупает большее количество. Часть ценных бумаг возвращается клиенту брокера, у которого они занимались, а другая часть передается клиенту, по просьбе которого была совершена сделка. Цель этой операции — либо получение нужных ценных бумаг за минимальную сумму, либо извлечение прибыли. В последнем случае ценные бумаги продаются.

Помимо кассовых, существуют *срочные операции, или операции с деривативными инструментами*. Операции с деривативными инструментами — это операции с ценными бумагами, цены которых зависят от движения цен на спот-рынке. Срочными их называют потому, что они предполагают не немедленную постав-

ку и оплату ценных бумаг, а поставку и оплату в определенный срок в будущем. Операции с деривативными инструментами бывают нескольких видов.

Первый вид операций с деривативными инструментами — это *форвардные операции*. Форвардные операции представляют собой куплю-продажу ценных бумаг с их поставкой в определенный момент времени в будущем по фиксированной в момент заключения сделки цене. Все условия контракта оговариваются при заключении сделки. Исполнение сделки обязательно для обеих сторон, за исключением случаев резкого изменения цен спот-рынка накануне дня поставки. Часто (но не всегда) форвардные операции заключаются вне фондовых бирж, поэтому условия форвардных контрактов не являются унифицированными, в отличие от следующего вида операций с ценными бумагами.

*Фьючерсные операции* — это сделки по купле-продаже ценных бумаг с их поставкой в будущем по цене момента поставки. Срок поставки ценных бумаг по фьючерсным контрактам является стандартным для каждого вида ценных бумаг. Стандартный срок обращения фьючерсов составляет три месяца. Период обращения фьючерсов по акциям в Российской торговой системе начинается 15 марта, 15 июня, 15 сентября и 15 декабря. Фьючерсный контракт называется по месяцу, в котором он исполняется. Наиболее активно торги идут по фьючерсам с ближайшим сроком исполнения, но в целом сделки заключаются и на больший период времени (чаще всего год). По фьючерсному контракту оплачивается не только цена приобретаемого актива, но и цена самого фьючерса. Она складывается из затрат, связанных с хранением актива в течение срока действия контракта, а также из упущенной выгоды.

Предыдущий вид фьючерса можно условно назвать «поставочным», поскольку в результате фьючерсный контракт будет исполнен, то есть ценные бумаги будут поставлены. Контрагенты поставочной фьючерсной сделки открывают маржевой депозит в расчетной палате биржи, на который кладут гарантийное обеспечение. Гарантийное обеспечение в нашей стране составляет (на РТС) 15% от стоимости данной ценной бумаги на спот-рынке на день заключения расчетного фьючерсного контракта.

Другой разновидностью фьючерсных сделок являются расчетные фьючерсы, которые сейчас составляют подавляющую часть фьючерсного рынка. Один из участников отношений по расчетному фьючерсу рассчитывает на повышение курса какой-либо ценной бумаги (он выступает в роли продавца фьючерса), а другой — на его понижение (он выступает в роли покупателя фьючерса). Размер лота фьючерса с поставкой и расчетного фьючерса составляет 1000 ценных бумаг одного вида.

Расчетные фьючерсы не предполагают поставку ценных бумаг. Участников рынка расчетных фьючерсов интересует вариационная маржа, или фьючерсная премия, — разница между ценами момента заключения сделки и ценами каждого дня до дня расчетов по данному фьючерсу включительно. Каждый участник рынка расчетных фьючерсов (будь то «покупатель» или «продавец») открывает в расчетной палате фондовой биржи гарантийное маржевое депозит. Маржевое депозит обычно составляет гарантийное обеспечение, принятое для такого вида сделок, умноженное на два. На два гарантийное обеспечение умножается для того, чтобы обеспечить вариационную маржу, если рынок движется не в ту сторону, какую предполагал трейдер.

Каждый день до дня окончательного расчета маржевой депозит у каждого участника рынка расчетных фьючерсов увеличивается или уменьшается в соответствии с тем, что происходит с ценой данной ценной бумаги на спот-рынке, то есть проигравший в своем расчете на тенденцию движения цены перечисляет выигравшему фьючерсную премию (или вариационную маржу). Расчетной ценой считается цена закрытия (последняя цена биржевого дня на данный вид актива). Расчеты производятся после окончания биржевого дня, а зачисление вариационной маржи происходит утром следующего дня.



### Пример

Вы продаете расчетный фьючерс на одну обыкновенную акцию некоего акционерного общества. Допустим, что в день заключения контракта акция стоила на спот-рынке 100 руб. На следующий день ее цена упала на 5 руб. Раз Вы продаете фьючерс, то рассчитываете на повышение стоимости. В первый день рынок двинулся против Вас, следовательно, с Вашего маржевого депозита расчетная плата снимет 5 руб. и перечислит ее на маржевой депозит покупателя фьючерса. На следующий день цена может вырасти, тогда изменение цены за день будет списано со счета покупателя и перечислено на Ваш депозит. И так до дня закрытия сделки. Если изменение курса ценных бумаг на спот-рынке происходит не в том направлении, на которое Вы рассчитывали, то маржевой депозит нужно будет пополнять.

Минимальная сумма средств, которую трейдер должен поддерживать на маржевом депозите, называется «поддерживающий маржевой депозит». Если поддерживающего маржевого депозита недостаточно для покрытия отрицательной вариационной маржи (то есть средств, которые должны быть списаны с вашего депозита из-за движения в рынка в направлении, противоположном тому, на который вы рассчитывали), то до определенного времени (например, в Российской торговой системе до 16 часов следующего биржевого дня) нужно внести недостающие средства. Если денежные средства не внесены, то ваша позиция закрывается (разумеется, если к этому времени не образуется положительная маржа).

То, что фьючерс является расчетным, в большинстве случаев заранее известно. Но если это не так, то накануне дня поставки контрагенты по расчетной фьючерсной сделке, чтобы действительно не поставлять ценные бумаги и не платить за них денежные средства, должны занять противоположную позицию (то есть продавец должен купить фьючерсный контракт, а покупатель — продать). Сейчас более 90% фьючерсов являются расчетными. При неисполнении фьючерсной сделки гарантийное обеспечение переводится с депозита покупателя на депозит продавца.

Как фьючерсы с поставкой, так и расчетные фьючерсы могут быть на сами ценные бумаги или на фондовые индексы. Фьючерсы на фондовые индексы, предполагающие поставку, по сути, представляют собой фьючерсы на пакет ценных бумаг, входящих в индекс. Гарантийное обеспечение фьючерсов на индексы обычно меньше (например, на РТС оно составляет 10%).



.....

Интересной разновидностью фьючерсов (правда, не на рынке ценных бумаг) являются процентные фьючерсы. Процентные фьючерсы являются расчетными и, по сути, представляют собой спор между лицом, которое считает, что какая-либо процентная ставка (ставка процента по депозитам или какая-либо международная процентная ставка, например, ставка LIBOR) повысится к определенному моменту в будущем (продавец фьючерса), и лицом, которое считает, что она понизится (покупатель). Когда наступает дата расчетов, проигравший выплачивает выигравшему премию. Поскольку спорить можно на любую сумму депозита, то премия умножается на сумму депозита. Сумма депозита в данном случае — это расчетная величина, аналогичная количеству лотов на товарном рынке или рынке ценных бумаг. Сейчас даже на российских фондовых биржах (правда, лишь крупнейших — таких, как РТС, например) можно заключать процентные фьючерсные контракты.

.....

*Опцион* (от англ. *option* — право выбора) — сделка, в результате которой приобретается право купить или продать ценные бумаги по фиксированной в момент заключения сделки цене в течение определенного периода времени. Срок исполнения опционов на ценные бумаги заканчивается за 2 дня до наступления срока исполнения фьючерсов на ценные бумаги. Так, опционы на акции в Российской торговой системе имеют сроки исполнения 13 сентября, 13 декабря, 13 марта и 13 июня [16].

За право купить или продать ценные бумаги нужно платить. Цена опциона называется премией, она уплачивается в момент заключения опционной сделки. Премия рассчитывается на единицу базового актива (в данном случае — на один лот ценных бумаг). Помимо премии у опциона есть цена страйк, который представляет собой цену его исполнения (то есть цену, по которой покупатель купит оговоренную в контракте ценную бумагу).

Опционы бывают двух видов: колл-опцион и пут-опцион. Колл-опцион — это право купить ценные бумаги. А пут-опцион — это право продать ценные бумаги. Продавец опциона вносит определенную сумму на маржевой депозит, а покупатель — нет, поскольку он уже внес цену опциона — премию. Продавец опциона (а не базового актива, то есть ценной бумаги!) обязан совершить сделку.

Как и фьючерсные сделки, опционные сделки сейчас редко заканчиваются поставкой ценных бумаг, поскольку стороны закрывают свои позиции: продавец опциона покупает идентичный опцион, а покупатель — продает. Затем расчетная палата фондовой биржи вычеркивает позиции.

Опционы бывают американские и европейские. Американские опционы исполняются в течение определенного периода. А европейские опционы исполняются при наступлении определенной даты. В нашей стране приняты американские опционы.

По видам базовых активов опционы бывают на акции и на фьючерсы. Виды акций, которые могут продаваться на условиях опциона, устанавливаются каждой

фондовой биржей. Количество акций по одному опционному контракту является стандартным и обычно составляет 100 или 1000 акций.

Опционы на фьючерсы дают право купить или продать фьючерсный контракт по цене исполнения, которая устанавливается в момент продажи опциона. Продавец опциона обязан купить или продать фьючерс, в зависимости от того, колл это опцион или пут.



.....  
**Хеджирование** — страхование от снижения или повышения в будущем курса ценных бумаг, продаваемых или покупаемых на спот-рынке, с помощью совершения противоположной операции с одним из деривативных инструментов (чаще всего, с помощью фьючерсов или опционов).  
 .....



### Пример

.....

Механизм хеджирования при помощи фьючерса выглядит следующим образом. Один из трейдеров собирается купить акцию некоего ОАО в апреле будущего года. В декабре (сейчас) она стоит, например, 10 тыс. руб. Если к апрелю цена упадет, трейдер выиграет, а если повысится, то он переплатит за акцию. То есть он в данном случае должен застраховаться от повышения курсовой стоимости акции. Для этого он покупает фьючерсный контракт на эту акцию со сроком расчета в апреле. Если в апреле курсовая стоимость повысилась, например на 1 тыс. руб., то трейдер теряет эту сумму на спот-рынке. Но, продав купленный ранее фьючерс со сроком исполнения в апреле, он получит на 1 тыс. руб. больше, компенсировав переплату на спот-рынке.

.....

Механизм хеджирования при помощи опционов еще проще. Если Вы хотите купить ценную бумагу в апреле, то Вам нужно застраховать себя от роста цены. В этом случае Вы можете купить колл-опцион на данную ценную бумагу с близким к нужному сроком исполнения (а цена базового актива устанавливается в момент заключения опционной сделки). И если цена акции на спот-рынке выросла, то покупаете акцию по опционной сделке.

### 3.2.4 Допуск ценных бумаг к торгам на фондовой бирже

Для того чтобы ценная бумага участвовала в биржевых торгах, она должна пройти процедуру листинга.



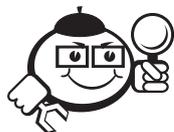
.....  
**Листинг (включение в список)** — специальная биржевая процедура для включения в котировочный бюллетень.  
 .....

При этом эмитент предоставляет бирже заявку о включении в котировочный бюллетень с приложением ряда документов — сведения о выпуске ценных бумаг (номер выпуска, номинал), учредительные документы, справка об оплаченном уставном капитале, копии проспекта эмиссий. Листинг — контроль финансово-экономического положения эмитента, призванный сократить риск инвестора [2].

Листинг эмиссионных ценных бумаг осуществляется фондовой биржей на основании договора с эмитентом ценных бумаг, а листинг инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда — на основании договора с управляющей компанией этого паевого инвестиционного фонда. В котировальные списки могут включаться только ценные бумаги, соответствующие требованиям законодательства Российской Федерации и нормативных правовых актов федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг. При этом фондовая биржа вправе устанавливать дополнительные требования к ценным бумагам, включаемым в котировальные списки.

Ценные бумаги могут быть допущены к торгам на фондовой бирже без прохождения процедуры листинга в соответствии с правилами допуска ценных бумаг к торгам без прохождения процедуры листинга.

Включение в котировочный бюллетень приносит фирмам следующие преимущества: повышается ликвидность ценной бумаги, цена акции становится более стабильной, инвестор получает достоверную информацию об эмитенте, в целом эмитент имеет возможность привлечь большее количество акционеров и получает большую известность.



### Пример

В РТС (русская торговая система) существуют 2 вида котировальных листов.

Таблица 3.1

Условия	Котировальный лист первого уровня	Котировальный лист второго уровня
Срок существования	3 года	1 год
Количество акционеров	1000	500
Собственный капитал	50 млн дол.	3 млн дол.
Среднемесячный мин. объем торговли акциями	1000 тыс. дол.	15 тыс. дол.
Количество сделок в месяц	20	—

*Котировка ценной бумаги* — установление рыночного курса ценной бумаги на основе анализа финансового состояния фирм эмитентов и спроса на данную ценную бумагу. Котировками занимается котировальная комиссия при бирже. Котировка ценных бумаг на бирже является рыночной ценой, которую собственник ценной бумаги должен отражать в своих финансовых отчетах.

В основе процесса установления котировки ценной бумаги лежит составление заявок на продажу и покупку и выведение с помощью арифметических операций цены, объединяющей эти заявки. При этом должно быть соблюдено основное правило — искомый биржевой курс всегда будет таким, по которому может быть осуществлено наибольшее количество сделок. Тем самым будет наилучшим способом соблюден баланс между заявками на покупку и продажу ценных бумаг.

### 3.3 Внебиржевой рынок ценных бумаг

*Организованный внебиржевой рынок ценных бумаг* представлен организаторами торговли ценными бумагами, которые не являются фондовыми биржами, или на своей торговой площадке и/или через Интернет.

На организованном внебиржевом рынке чаще всего торгуют ценными бумагами дилеры, а на некоторых — и брокеры, что приближает их к фондовым биржам. Размер лота на многих внебиржевых площадках не устанавливается. На части крупных внебиржевых площадок имеются правила допуска ценных бумаг к торгам — то есть квазилистинг или сам листинг. Обычно требования к ценным бумагам, допускаемым к торгам, менее жесткие, чем на фондовых биржах, но далеко не всегда. Нередко правила допуска ценных бумаг к торгам предусматривают, чтобы не менее определенного количества дилеров маркет-мейкеров («делателей» рынка, т. е. крупных дилеров, которые оказывают существенное влияние на цену) торговали данными ценными бумагами.

Самой крупной внебиржевой площадкой торговли ценными бумагами является американская NASDAQ (National Association of Dealers Automated Security), созданная в 1971 году. На NASDAQ торгуются ценные бумаги, которые не котируются на фондовых биржах. Но уже давно сама NASDAQ превратилась в площадку, которую можно сравнить по ее влиянию на экономику с крупнейшей биржей. Например, именно на NASDAQ котируются акции «Microsoft». Аналогичные NASDAQ внебиржевые площадки созданы также в Канаде (COATC), Европе (EASDAQ) и Сингапуре (SESDAQ).

Кроме крупных площадок торговли ценными бумагами, организованный внебиржевой рынок ценных бумаг представлен вторыми, третьими и т. д. параллельными рынками, созданными под эгидой фондовых бирж (или непосредственно на фондовых биржах) и регулируемые ими.

Третьим видом организованного внебиржевого рынка являются публикации дилерами маркет-мейкерами объявлений о купле-продаже ценных бумаг в специальных изданиях. Кроме того, многие коммерческие банки организуют торговлю ценными бумагами и расчеты по сделкам.

*Неорганизованный внебиржевой рынок ценных бумаг* также называют уличным. Уличный рынок функционирует следующим образом: когда клиент желает купить или продать какие-либо ценные бумаги, он обращается к брокеру. Брокер всеми доступными способами ищет брокера, клиент которого желает совершить обратную сделку. Сделка состоится, если он найдет желающего совершить обратную сделку и если объемы и цена ценной бумаги совпадут.

Неорганизованный рынок ценных бумаг представлен только брокерами, дилеры на нем не торгуют. Данный рынок практически не регулируется.

## 3.4 Фондовые индексы и рейтинги

На большинстве бирж ценные бумаги классифицируют по их ликвидности, т. е. насколько легко они могут быть проданы или куплены.

«Голубые фишки» — это акции крупных корпораций, которые легко продаются и покупаются, и они формируют рынок на бирже.

С целью охарактеризовать, количественно оценить состояние фондового рынка информационно-аналитическими агентствами и фондовыми биржами рассчитываются различные фондовые индексы и фондовые индикаторы.

*Фондовый индикатор* — исчисляется как средняя величина курсов акций представленной группы компаний в данный момент. Для анализа сравниваются показатели текущего дня и прошлого периода. На основе анализа динамики изменения фондовых индикаторов говорят о ситуации на фондовом рынке в целом. Наметился ли подъем или спад деловой активности.

*Фондовый индекс* определяется как средняя величина курсов акций на конкретную дату по репрезентивной группе предприятия (акции, наиболее обращаемые на рынке) по отношению к их базовой величине, рассчитанной на более раннюю дату. Текущее значение индекса характеризует направление движения рынка.

Анализируя индексы и индикаторы, инвесторы могут судить о тенденциях на фондовом рынке.

Рост индикаторов и индексов говорит о росте курса акций — «рынок быков».

Снижение индикаторов говорит о снижении курса акций — «рынок медведей».

Приведем несколько основных фондовых индексов.

*Промышленный индекс DOW-Jones* — среднеарифметическое цен на акции ведущих компаний, акции которых котируются на бирже (изначально 11 железнодорожных компаний); в настоящее время рассчитывается по 30 крупнейшим корпорациям

*Nikkei* — фондовый индекс Японии. Рассчитывается методом простой средней арифметической на базе курсовой стоимости 225 акций, котирующихся на Токийской фондовой бирже.

*Индекс NASDAQ* (Внебиржевой рынок США) — система автоматической котировки национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам; рассчитывается по курсам 4000 обыкновенных акций, котирующихся в этой системе. Определяется методом средней арифметической взвешенной.

*DAX-30* (Германия) — определяется методом средней арифметической взвешенной по стоимости 30 крупнейших корпораций.

*S & P (США) Standard & Poor's* — определяется методом средней арифметической взвешенной. Рассчитывается в 2 вариантах — для 500 компаний (SP-500) и 100 компаний. В основном в расчет включаются акции, которые котируются на Нью-Йоркской фондовой бирже, а также акции, котирующиеся на Американской фондовой бирже и находящиеся во внебиржевом обороте системы NASDAQ.

*FT (Financial Times)* (Великобритания) — предназначен для показа движения цен акций на Лондонской фондовой бирже. Рассчитывается методом равновзвешенной геометрической средней. «Футси-100» — индекс 100 ведущих Британских компаний, зарегистрированных на Лондонской фондовой бирже.

*Индекс РТС* — является официальным индикатором Фондовой биржи РТС. Индекс рассчитывается в двух значениях — валютном и рублевом. Рублевые значения являются вспомогательными и рассчитываются на основе валютных значений. Индекс (валютное значение) на расчетное время рассчитывается как отношение суммарной рыночной капитализации акций, включенных в список для расчета индекса, к суммарной рыночной капитализации этих же акций на начальную дату, умноженное на значение индекса на начальную дату. Индекс РТС — официальный индикатор Биржи — впервые был рассчитан 1 сентября 1995 года и на сегодняшний день является основным показателем развития российского фондового рынка. Индекс рассчитывается каждые полчаса в течение всей торговой сессии на основании данных о сделках, заключенных в РТС с наиболее ликвидными акциями. Индекс РТС обновляется в режиме реального времени и публикуется на WEB-сервере РТС, транслируется на рабочие станции и распространяется информационными агентствами.

*AK & M* — определяет рыночную цену акции, при этом за текущую цену акции принимается средневзвешенная цена покупки и продажи, где в качестве весов используются количество предложений на покупку и продажу, при получении средней цены не учитываются по 10% от общего количества предложений с min и max ценами.

*Рейтинги* в свою очередь определяют инвестиционную привлекательность фондового инструмента.

Например, рейтинг облигации определяет вероятность возврата суммы займа и процентов заемщику. Подобная информация — результат всестороннего анализа эмитента, ценной бумаги, ситуации на рынке; публикуется независимыми организациями, наиболее известными агентствами являются «Standard & Poor's» и «Moody's». В 2002 г. российские облигации получили рейтинг ВВВ — как весьма рискованные вложения для иностранных инвесторов.

На сегодняшний день приняты следующие международные рейтинги облигаций:

Таблица 3.2

<b>Standard &amp; Poor</b>	<b>Moody</b>	<b>Пояснение</b>
AAA	Aaa	Наилучшее качество, наименьший риск
AA	Aa	Высокое качество, небольшой долгосрочный риск
A	A	Среднее качество, чувствителен к экономическим условиям
ВВВ	Baa	Среднее качество, ненадежность в долгосрочной перспективе
ВВ	Ba	Недостаточная защита, существует спекулятивный элемент
В	B	Эмитент платежеспособен сегодня, но не в будущем
ССС	Саа	Низкое качество, опасность банкротства очевидна
СС	Са	Чисто спекулятивные «бросовые» облигации
С	С	Минимальное качество, низкие перспективы относительно выплат



## Контрольные вопросы по главе 3

- 1) В чем суть Первичного рынка ценных бумаг?
- 2) Чем отличается Биржевой рынок ценных бумаг от Внебиржевого?
- 3) Какие Фондовые индексы вы знаете?
- 4) Зачем производится государственная регистрация выпусков ценных бумаг?
- 5) Какой выпуск ценных бумаг (первичный или последующие) более выгоден эмитенту? Почему? А инвесторам?
- 6) Каковы сходства и различия эмиссионного дохода и учредительской прибыли?
- 7) Каковы преимущества и недостатки публичного размещения ценных бумаг?
- 8) Назовите преимущества и недостатки андеррайтинга по сравнению с таким способом частного размещения, как продажа ценных бумаг корпорацией одному инвестиционному институту или их группе, не предполагающей их скорой перепродажи.
- 9) Какие функции выполняют фондовые биржи?
- 10) Какие преимущества эмитентам дает прохождение листинга? А инвесторам?
- 11) Какие функции выполняют организованные внебиржевые площадки торговли ценными бумагами? А уличный рынок ценных бумаг?

---

## Глава 4

# АНАЛИЗ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

---

Существует два метода анализа ценных бумаг — *фундаментальный* и *технический* анализ.



.....  
**Фундаментальный анализ** — это анализ движения курсов ценных бумаг на макроэкономическом уровне, а также анализ инвестиционных характеристик той или иной ценной бумаги путем изучения финансового и экономического положения эмитента, его отрасли, а также влияния макроэкономических факторов на отдельного эмитента, отрасль и рынок ценных бумаг в целом.  
.....

Фундаментальный анализ способствует определению рыночной тенденции, то есть преобладающего направления динамики той или иной ценной бумаги и рынка ценных бумаг в целом. Фундаментальный анализ, будучи связан с глобальными факторами, проводится на срок месяц и более, а обычно значительно на больший — квартал, полгода, год и даже более [17].



.....  
**Технический анализ** — это анализ будущего движения курсов ценных бумаг с помощью применения математических методов. Технический анализ рынка ценных бумаг основан на следующих предпосылках:

- история повторяется (то есть на будущее значение курса ценных бумаг влияют закономерности прошлого их движения),
  - цена уже учитывает все факторы, которые оказывают влияние на рынок,
  - движение курсов ценных бумаг подчинено тенденциям.
- .....

Технический анализ включает в себя определенные способы графического представления информации, графические методы анализа рынка ценных бумаг, а также пропорции Фибоначчи и открытые Р. Эллиоттом закономерности построения волн. Технический анализ используется для прогнозирования движения цены не только самих ценных бумаг, но и фьючерсных контрактов на них.

## 4.1 Основы фундаментального анализа рынка ценных бумаг

*Фундаментальный (факторный) анализ* базируется на определении количественных показателей будущего развития компании. На основе этих показателей инвестор принимает решение о вложении средств. Фундаментальный анализ изучает основные факторы, влияющие на прибыль и дивиденды компании. Анализ начинается не с компании, а со среды, в которой действует компания [17].

Направления фундаментального анализа:

- *Общэкономический или макроэкономический анализ* — прогнозирование рыночных показателей с помощью статистических и эконометрических методов; анализируются показатели, характеризующие развитие экономики в целом: потребление и накопление, движение денежной массы, уровень инфляции, финансовое состояние государства, сопоставляются фондовые индексы с показателями экономической активности (ВВП, объем промышленного производства). Так как основной источник капитала — ВВП, финансовый рынок лишь перераспределяет капитал, следовательно, чем выше ВВП, тем на больший объем инвестиции может рассчитывать фондовый рынок. Увеличение занятости, рост заработной платы, снижение налогов способствуют притоку капитала на фондовый рынок. Однако высокий уровень инфляции может привести к тому, что все сбережения будут использованы на потребление.
- *Индустриальный анализ* — позволяет классифицировать отрасли по отношению к уровню деловой активности и по стадиям развития; анализ доходности и риска вложений в активы фондового рынка, их поведение друг относительно друга, ликвидность и реакция на изменения рынка.
- *Финансовый анализ конкретного предприятия* — оценка финансовых показателей эмитента и сопоставление с рыночными показателями. Основные показатели — ликвидности, финансовой устойчивости, доходности, деловой активности; поток наличности, размер дивиденда на акцию, фактический дивидендный доход, отношение курс акции к прибыли и др. Предприятия анализируются с целью найти те, цены на акции которых будут расти.

Таким образом, структура фундаментального анализа имеет следующий вид:

- получение информации, выраженной в количественных показателях,
- обработка ее по определенным правилам,
- прогноз значения базисного показателя.

Основываясь на фундаментальном анализе, аналитики делают вывод о целесообразности покупки активов, которые, по их мнению, недооценены рынком относительно сравнительных показателей предприятий реального сектора или в среднем по рынку. Инвестировать денежные средства надо в те компании, которые в настоящий момент недооценены рынком, т. к. в будущем рыночная цена этих акций будет расти.

*Недооцененные акции* — акции корпораций, рыночная цена которых значительно ниже их стоимости, определенной как балансовая стоимость акций, т. е. отношение чистых активов предприятия к количеству выпущенных акций.

Фундаменталисты изучают причины, движущие рынком, и на основе их анализа принимают решение. Обычно такие вложения носят долгосрочный характер.

Основные недостатки фундаментального подхода:

- Не учитываются закономерности движения курса ценных бумаг на бирже, возможность воздействия чисто спекулятивных операций.
- Низкая цена акции по сравнению с активами корпорации может быть следствием депрессивного состояния рынка ценных бумаг, вызванного структурным кризисом биржи, подрывом доверия инвестора к биржевому механизму или движением экономического цикла к кризису.

К инструментарию фундаментального анализа относятся следующие показатели [2].

- 1) Отношение цены к балансовой стоимости и балансовая стоимость акций.
- 2) Дивидендный доход ( $d/E$ ).
- 3) Прибыль на акцию ( $EPS$ ).
- 4) Отношение цены акции к доходу ( $P/E$ ).
- 5) Покрытие дивиденда.
- 6) Коэффициент выплат.
- 7) Суммарный годовой доход на вложенный капитал.
- 8) Фондовые индексы.
- 9) Информация о рынке.

#### 4.1.1 Отношение цены к балансовой стоимости и балансовая стоимость акций

*Стоимость чистых активов* — балансовая стоимость активов организации, отраженная в финансовом балансе, которая представляет стоимость организации (актив баланса (без убытков) — обязательства и целевое финансирование). При поглощении — это стоимость организации, при ликвидации — это собственность акционеров. Высокая стоимость чистых активов (не менее 50% от валюты баланса и зависит от отрасли) подкрепляет рыночную цену акции.

*Рыночная капитализация* — рыночная стоимость акций компании, обращающихся на рынке ( $Q$ ), рассматривается как измеритель способности получать прибыль. С течением времени рыночная капитализация успешно функционирующей компании становится выше стоимости ее чистых активов:

$$\text{Цена к балансовой стоимости} = \frac{\text{Рыночная капитализация } (P_{\text{рын.}} \cdot Q)}{\text{Балансовая стоимость акций}} \cdot \frac{\text{Чистые акции}}{\text{Число выпущенных акций}}$$
$$\text{Балансовая стоимость 1 акции} = \frac{\text{Чистые акции}}{\text{Число выпущенных акций}}$$

Акции большинства компаний продаются по цене выше балансовой стоимости.

#### 4.1.2 Дивидендный доход ( $d/E$ )

*Дивидендный доход* — этот показатель служит измерителем доходности инвестиций, определяется как отношение текущего дивиденда к рыночной стоимости акции.

В расчет принимаются только дивиденды по обыкновенным акциям, и сумма дивиденда определяется до налогообложения по налогу на дивиденды (начисленный дивиденд, брутто-дивиденд).

$$R_{\text{тек}} = \frac{d}{P_{\text{тек}}} \cdot 100\%,$$

где  $d$  — размер годового дивиденда, руб.;  $P_{\text{тек}}$  — текущая рыночная стоимость акции, руб.

Этот показатель позволяет сравнивать инвесторам доходность по секторам рынка, сопоставлять доход на капитал, вложенный в другие финансовые инструменты, с процентными ставками. В целом дивидендные доходы ниже, чем текущие доходы по облигациям. Он основан на исторических данных и не отражает реальных результатов в текущий момент.

Растущие организации направляют основную часть прибыли на развитие и выплачивают небольшие дивиденды, это может быть замечено рынком, что приведет к росту курсовой стоимости.

Высокодоходные акции — акции компаний, занимающих лидирующее положение на рынке и в отрасли, работающие продолжительное время. В этом случае снижение дивиденда может негативно отразиться на котировке акции.

#### 4.1.3 Прибыль на акцию ( $EPS$ )

Обычно это значение выше размера дивиденда на акцию, поскольку часть прибыли инвестируется в производство и идет на увеличение резервов.

$EPS$  рассчитывается как отношение прибыли после уплаты налогов и процентов (Чистая прибыль) к числу выпущенных акций.

Этот показатель организации публикуют в своих финансовых отчетах.

#### 4.1.4 Отношение цены акции к доходу ( $P/E$ )

Этот показатель может оценивать предприятия в одной отрасли экономики. Чем он выше, тем больше ожидаемая прибыль.

$P/E$  рассчитывается как отношение рыночной цены акции к прибыли на одну акцию.

Можно интерпретировать этот показатель как число лет, необходимых для того, чтобы заработать рыночную цену акции. Рассчитывается как отношение последней котировки на  $EPS$ .

Высокое значение  $P/E$  по сравнению с другими участниками данного сектора говорит о том, что организация является лидером отрасли или что цена ее акций завышена.

#### 4.1.5 Покрытие дивиденда

Этот коэффициент показывает, сколько раз за один период организация может выплатить дивиденды без использования прибыли прошлых лет или во сколько раз должна сократиться прибыль, чтобы поставить под угрозу выплату дивидендов.

Покрытие дивиденда рассчитывается как соотношение прибыли на 1 акцию к размеру дивиденда на акцию.

#### 4.1.6 Коэффициент выплат

Коэффициент выплат — величина, обратная покрытию дивидендов. Коэффициент обычно устанавливается по решению совета директоров. Он является эффективным инструментом отслеживания политики организации и прогнозирования будущих дивидендов, если известна прогнозируемая прибыль.

Коэффициент выплат рассчитывается как отношение размера дивиденда на акцию к размеру прибыли на 1 акцию.

#### 4.1.7 Суммарный годовой доход на вложенный капитал

Суммарный годовой доход на вложенный капитал = Цена продажи – Цена приобретения + дивиденды + реинвестированный доход – дилинговые издержки – налоги.

Реинвестировать капитал можно путем приобретения инструментов денежного рынка или путем приобретения акций.

$$\text{Доходность периода владения} = \frac{\text{Суммарный годовой доход}}{\text{Цена приобретения}} \cdot 100\%.$$

Суммарный денежный доход для долгосрочных финансовых инструментов определяется на основе дисконтирования денежных потоков по периодам с учетом первоначальных затрат на приобретение. Для инструментов с фиксированным доходом для облигаций дисконтированный денежный поток определяется по формуле:

$$PV_{\text{общ.}} = \frac{C_1}{1+R} + \dots + \frac{C_n + P}{(1+R) \cdot n},$$

где  $P$  — номинал;  $C$  — купонная ставка, %;  $R$  — ставка дохода;  $n$  — число лет.

## 4.2 Способы графического представления информации

*Виды графиков курсов ценных бумаг.* На рынке ценных бумаг (так же как и на товарных и валютных рынках) используются следующие способы графического представления информации. Первый способ — это тиковый график, который отражает каждое изменение цен и не привязан к фиксированной оси времени (можно сказать также, что ось времени нелинейна). При вялом рынке количество тиков на определенном интервале будет мало, а при большой активности участников рынка на том же интервале тиков будет много. Тиковый график представлен на рисунке 4.1. Технический анализ тиковый график не берет в расчет, за исключением игроков, работающих на минутах и часах, чтобы получить подробную информацию [18].

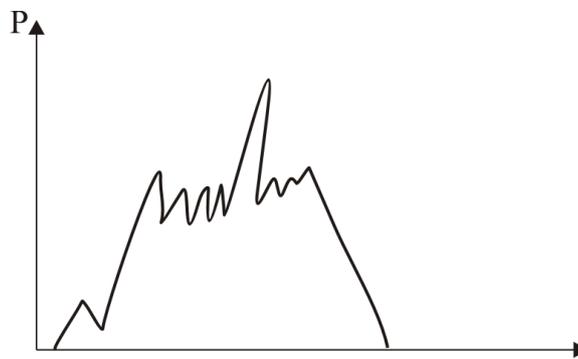


Рис. 4.1 – Тиковый график

Линейный график показывает изменение курса ценной бумаги с течением времени. В техническом анализе используются стандартные интервалы 1 мин., 5 мин, 15 мин., 30 мин., 1 час, 1 день, 1 неделя, 1 месяц, которые выбираются в интерфейсе программы технического анализа, используемой торговцем. Чаще всего линейный график строится по цене закрытия. Линейный график за несколько дней выглядит как кривая.

Бары (см. рис. 4.2) отражают цену открытия, закрытия, наивысшую и минимальную цену выбранного трейдером временного интервала. Первоначально графики баров строились только дневные и недельные, сейчас же строят даже пятиминутные и часовые.

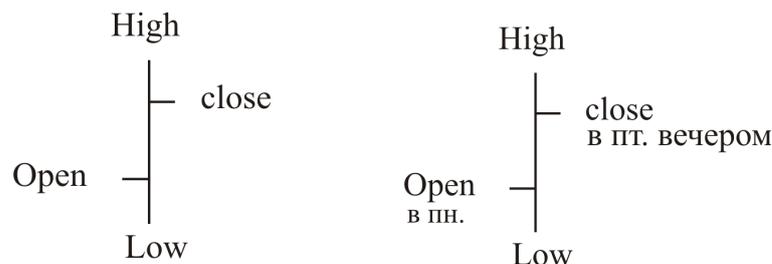


Рис. 4.2 – Бары

Японские свечи также показывают цену открытия, закрытия торгов, а также максимальную и минимальную цену интервала на выбранном временном промежутке. Они были придуманы японскими торговцами рисом в 18 веке. Однако у них совершенно иная форма (см. рисунок 4.3). Прямоугольник, верхняя и нижняя линии которого показывают цену открытия и закрытия, называется телом свечи. Линии, ведущие от тела свечи к максимальному и минимальному значению цены, называются соответственно верхней и нижней тенью. Если японская свеча светлая, то это означает, что цена закрытия выше цены открытия, то есть рынок движется вверх. Такая свеча называется бычьей. Черная свеча означает, что цена закрытия ниже цены открытия, то есть тренд понижательный. Черная свеча называется медвежьей.

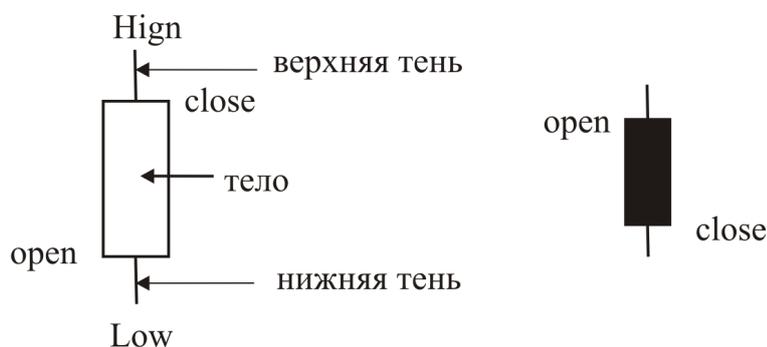


Рис. 4.3 – Японские свечи

Наиболее информативными и показательными считаются графики баров и японских свеч.

График «крестики — нолики» строится следующим образом. Любое движение цены вверх на определенную величину обозначается крестиком. Движение цены вниз обозначается ноликом. Соответственно график выглядит как некоторое количество столбиков разной высоты крестиков и некоторое количество столбиков ноликов. Этот вид графика используется для выделения уровней, вокруг которых курсы ценных бумаг колеблются в течение более или менее продолжительного времени — уровней консолидации [18].

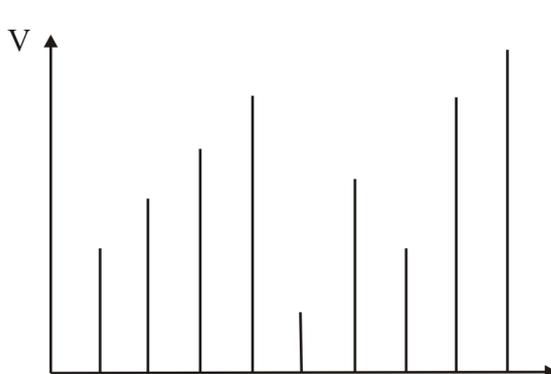


Рис. 4.4 – График движения цены

При использовании графиков нужно помнить важнейшее правило — рост объемов торгов должен подтвердить движение цены. График движения цены показан на рис. 4.4. Его можно строить, начиная с нескольких минут, однако считается, что он наиболее информативен на часовых графиках.

*Разрывы графиков*, редко встречаясь на международном валютном рынке «Forex», довольно распространены на рынке ценных бумаг. Разрывы образуются, когда цена меняется очень быстро и «проскакивает» определенный диапазон своих значений. Обычно разрывы графика свидетельствуют о существенных переменах, однако конкретное значение разрыва зависит от его вида.

Обычный разрыв — это разрыв, который очень быстро закрывается, то есть последующее движение цены входит в его диапазон (см. рис. 4.5). Обычно после возникновения данного разрыва график возвращается в свое нормальное состояние. Однако в момент формирования неизвестно, будет разрыв заполнен или нет. Таким образом, определить вид разрыва (и отреагировать на него) можно с запозданием — только после того, как разрыв полностью сформируется.



Рис. 4.5 — Разрыв ценового графика — обычный

Разрыв прорыва либо не заполняется ближайшим движением цены, либо заполняется частично. Границы восходящего разрыва образованы уровнем поддержки, а границы нисходящего — уровнем сопротивления. Разрыв прорыва указывает на грядущую смену тренда и показывает направление дальнейшего движения рынка. При высокой активности трейдеров (т. е. при большом объеме торгов) он предсказывает ралли.

Убегающий разрыв — это разрыв в середине быстрого движения рынка (см. рис. 4.6). Он свидетельствует о предстоящем скачке в направлении тренда. Этот вид разрыва также называют измерительным, потому что он нередко приходится на середину движения курса ценной бумаги по тренду.



Рис. 4.6 — Убегающий разрыв

Разрыв на излете (см. рис. 4.7) возникает в конце движения курса ценной бумаги по тренду, когда курс делает последний рывок в направлении тренда. Таким

образом, он свидетельствует о грядущей смене направления движения рынка. Чаще всего он возникает на товарных рынках и также других рынках, торги на которых идут не круглосуточно. Экономические и политические новости, появившиеся в перерыве между торгами, могут привести к скачку цен в начале следующих торгов.

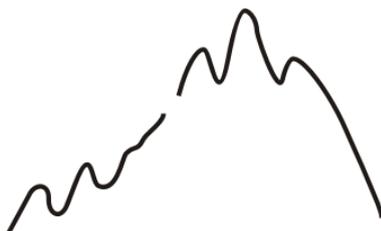


Рис. 4.7 – Разрыв на излете

### 4.3 Графические методы технического анализа

Базовым понятием технического анализа рынка ценных бумаг является тенденция — основное направление движения курса ценной бумаги в определенный промежуток времени. Графическим эквивалентом тенденции является тренд.

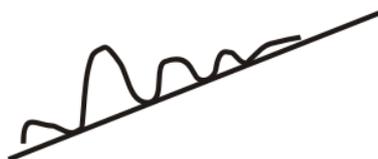


Рис. 4.8 – Восходящий тренд

Тренд может быть восходящим («бычьим»), когда минимальные цены колебаний рынка растут (см. рис. 4.8); нисходящим («медвежьим»), когда снижаются максимальные цены колебаний (см. рис. 4.9), и боковым. Боковой тренд (см. рис. 4.10) также называется коридором и свидетельствует об отсутствии явно выраженной тенденции к повышению или понижению курса той или иной ценной бумаги. Изменение курса ценной бумаги на противоположный в пределах тенденции называется коррекцией. Противоположная линии тренда линия называется линией канала. При восходящем тренде нужно покупать у линии тренда и продавать у линии канала. При нисходящем тренде нужно покупать у линии тренда и продавать при пересечении линии тренда (см. рис. 4.11). В коридоре (т. е. при наличии бокового тренда) трейдеру лучше или не играть вообще, или купить у уровня поддержки и продать у уровня сопротивления. После прорыва коридора обычно следует сильное изменение цены. Считается, что цены падают быстрее, чем растут. Рост курсовой стоимости более изменчив, меньше по времени и по разбросу цен. На медвежьем рынке объемы торгов обычно малы.

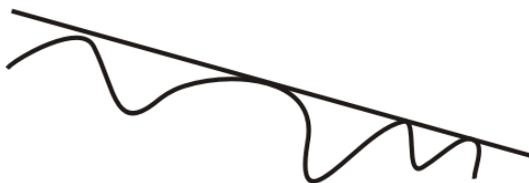


Рис. 4.9 – Нисходящий тренд

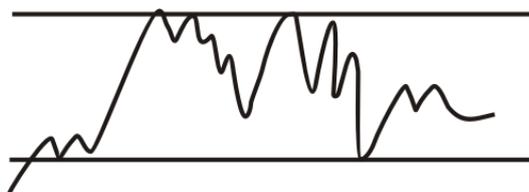


Рис. 4.10 – Боковой тренд



Рис. 4.11 – Рекомендации при работе с трендами



Рис. 4.12 – Линия поддержки

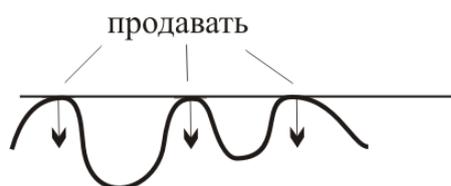


Рис. 4.13 – Линия сопротивления

У каждого тренда есть сила, которая определяется временем действия тренда, объемом торгов и количеством касаний графика курса ценной бумаги линии тренда. Чем больше сила тренда, тем больше тренду можно доверять. Угол наклона (крутизна) тренда показывает, сколько максимум можно получить прибыли на данном рынке [18].

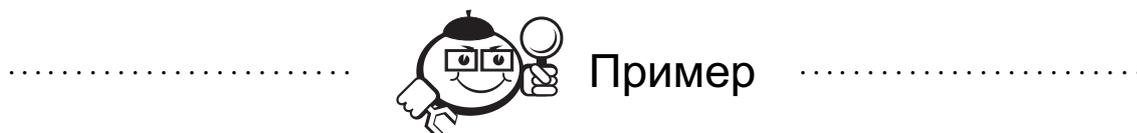
Важную роль в техническом анализе играют также уровни (линии) поддержки и сопротивления. Линия поддержки (см. рис. 4.12) — это линия, проведенная как минимум через две впадины в движении курса какой-либо ценной бумаги. У линии поддержки следует покупать ценные бумаги, что на рисунке (тот, что и предыдущий) обозначено стрелками, направленными вверх (такое обозначение связано с тем, что покупатель рассчитывает на рост курса).

Линия сопротивления (см. рис. 4.13) — это линия, проведенная минимум через две вершины в движении курса ценной бумаги. У уровней сопротивления следует продавать ценные бумаги, что на рисунке обозначено стрелками, направленными вниз. Такое обозначение связано с тем, что продавцы считают, что в будущем курс понизится, поэтому продают, пока он высок. Уровни поддержки и сопротивления могут периодически превращаться друг в друга (см. рис. 4.14).



Рис. 4.14 – Пример использования уровней поддержки и сопротивления

Лучше всего проводить линии поддержки и сопротивления не через все впадины или вершины, а только через экстремумы, то есть через зоны скопления цен (зоны консолидации). Более значимыми являются линии консолидации, проведенные через самые крупные вершины и впадины. Пробой уровней поддержки и сопротивления является сигналом о возможной последующей смене тренда.



Имеются определенные закономерности, касающиеся линий поддержки и сопротивления:

- уровни поддержки и сопротивления на больших временных интервалах более важны;
- чем с большей амплитудой курс ценной бумаги бьется об один из уровней, тем более существенное препятствие для изменения тренда этот уровень представляет;
- чем больше активность участников в районе уровня поддержки или сопротивления, тем сильнее этот уровень;
- курс ценной бумаги изменится тем сильнее, чем более объемный уровень пробит (объем уровня определяется длительностью его удержания и размахом цен),

- если цена закрытия превысила уровень сопротивления, то это сигнал готовящегося прорыва,
  - если график курса ценной бумаги не достигает линий поддержки и сопротивления, то такой тренд считается ослабленным и последующий прорыв линии тренда означает изменение тенденции,
  - после прорыва линии поддержки или сопротивления курс ценной бумаги (отражаемый на оси ординат) проходит обычно расстояние, равное расстоянию от линии поддержки до уровня сопротивления.
- .....

## 4.4 Фигуры технического анализа

Фигуры технического анализа — это графический образ, который позволяет прогнозировать развитие ситуации на рынке с большой степенью достоверности. Фигуры технического анализа обладают следующими свойствами [19]:

- появление фигур нередко происходит после пробоя линий поддержки или сопротивления,
- чем дольше формировалась фигура, тем более отдаленными по времени будут ее последствия,
- полностью сформированная фигура — сильный сигнал.

Фигуры технического анализа делятся на разворотные (т. е. свидетельствующие о грядущем или уже начавшемся изменении тренда) и фигуры продолжения тренда. Разворотные фигуры обладают следующими свойствами:

- первый сигнал разворота — прорыв линии тренда (однако должны быть и другие подтверждающие сигналы),
- в коридоре на разворотные фигуры не стоит обращать внимания,
- величина предыдущего движения курса ценной бумаги по тренду примерно равна величине движения курса после разворота,
- при формировании переломной фигуры (и особенно, когда она сформировалась) объем сделок по данной ценной бумаге должен расти, что особенно характерно для перехода к бычьему тренду.

Фигуры технического анализа считаются более надежными, чем индикаторы (которые в данном учебном пособии не рассматриваются), но не самым популярным, поскольку они в значительной степени субъективны и когда они сформированы, значительная часть движения курса по тренду уже пройдена.

*Рассмотрим основные виды разворотных фигур.*

- 1) Голова-плечи (см. рис. 4.15) и перевернутая фигура «голова — плечи». Линия поддержки в данной фигуре — это линия «шеи». Доверять можно только фигуре, у которой на бычьем тренде линия шеи имеет неотрицательный наклон (и неположительный на медвежьем тренде). Считается, что величина пробоя уровня будет равна расстоянию от вершины фигуры до линии шеи. Для реализации бычьего тренда необходим растущий объем торгов.

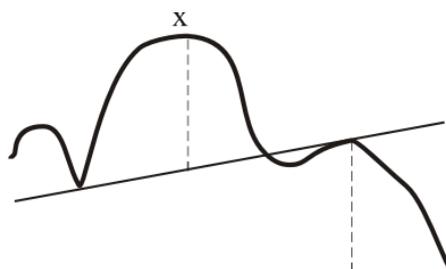


Рис. 4.15 – «Голова-плечи»

- 2) Двойная вершина (см. рис. 4.16) и двойное дно. Двойной вершиной является только фигура, у которой оба пика находятся на одинаковом уровне. Формирование «двойной вершины» заканчивается после пробоя линии, горизонтально проведенной через впадину. Пробой вниз часто примерно равен расстоянию от точки, обозначенной  $x$ , до точки  $y$  (и наоборот, для «двойного дна»).

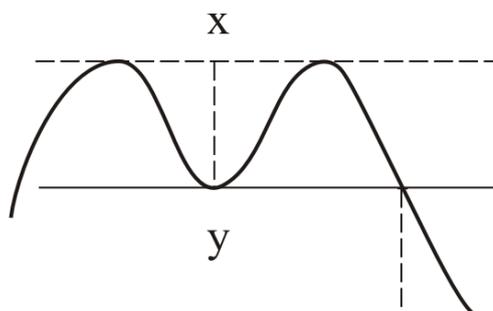


Рис. 4.16 – Двойная вершина

- 3) Тройная вершина (см. рис. 4.17) и тройное дно. Высота вершин (и соответственно глубина впадин) должна быть одинаковой. Тройная вершина считается более сильным сигналом к смене тренда, чем двойная вершина.

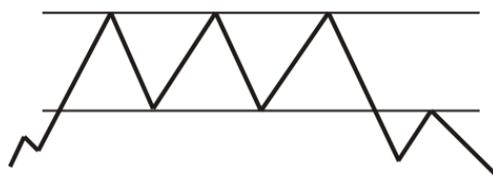


Рис. 4.17 – Тройная вершина

- 4) Расширяющийся треугольник (см. рис. 4.18). Стороны треугольника могут иметь как одинаковый, так и разный наклон.
- 5) Клин (см. рис. 4.19). Наклон в данном случае должен быть одинаковым. Считается, что на нисходящем тренде клин формируется быстрее.
- 6) Восходящий треугольник в основании рынка и нисходящий — на вершине.

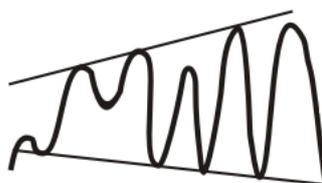


Рис. 4.18 – Расширяющийся треугольник

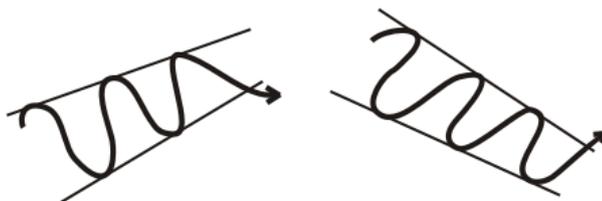


Рис. 4.19 – Клин

Треугольники во многих учебниках по техническому анализу рассматриваются как разворотные фигуры, однако в действительности они могут быть как разворотными фигурами, так и фигурами продолжения тренда. Это зависит от того, в какую сторону произойдет пробой. Для треугольников действуют следующие правила: если цена входит в треугольник сверху, то вероятнее дальнейшее движение вниз, и наоборот; куда направлен острый угол треугольника, в ту сторону и будет двигаться цена.

*К фигурам продолжения тренда относятся:*

- 1) Симметричный треугольник (см. рис. 4.20) может формироваться как на восходящем, так и на нисходящем тренде. Обычно формируется из пяти или более волн. Стороны треугольника симметричны, поэтому можно говорить о примерном равновесии медвежьих и бычьих настроений, поэтому в принципе можно ожидать пробития в любом направлении. Однако при этом нужно принимать во внимание следующую закономерность: на восходящем тренде симметричный треугольник, скорее всего, будет пробит вверх и наоборот. Пробой будет примерно равен высоте. О пробое можно говорить только когда цена закрытия оказалась за пределами одной из линий консолидации.

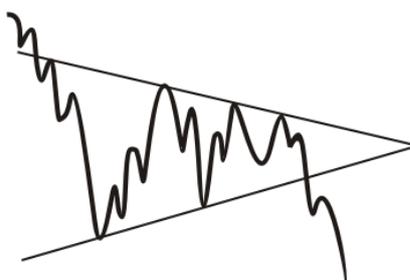


Рис. 4.20 – Симметричный треугольник

- 2) Восходящий (см. рис. 4.21) и нисходящий (см. рис. 4.22) треугольники. У восходящего треугольника горизонтальная линия сопротивления и восходящая линия поддержки. У нисходящего — горизонтальная линия поддержки и нисходящая линия сопротивления.

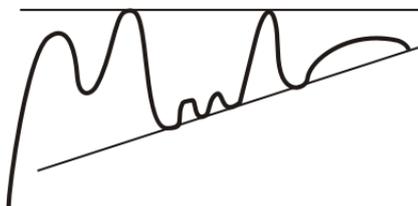


Рис. 4.21 – Восходящий треугольник

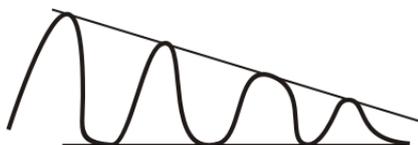


Рис. 4.22 – Нисходящий треугольник

- 3) Вымпел (см. рис. 4.23) или сходящийся треугольник, у которого, в отличие от треугольника, обе линии консолидации направлены в одну и ту же сторону и не горизонтальны.



Рис. 4.23 – Вымпел

- 4) Флаг (см. рис. 4.24). У флага линии консолидации параллельны. Он означает паузу в движении тренда, когда линии консолидации горизонтальны. Флаг и вымпел являются более надежными фигурами продолжения тренда в случае, если они ориентированы против него (при прорыве против наклона).
- 5) V-формация (см. рис. 4.25). В отношении фигур продолжения тренда действуют следующие правила: объем торгов до того, как фигура сформировалась, велик, затем падает, а после прорыва фигуры резко растет; на падающем рынке вымпелы и флаги формируются быстрее, чем на растущем; вымпелам и флагам часто предшествуют разрывы графика; когда вымпел и флаг ориентированы по рынку, они являются разворотными фигурами.

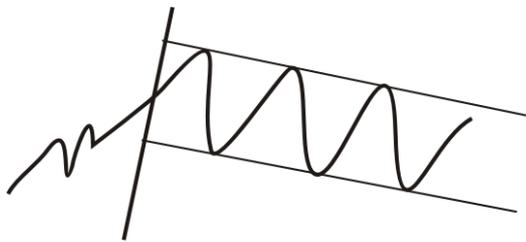


Рис. 4.24 – Флаг

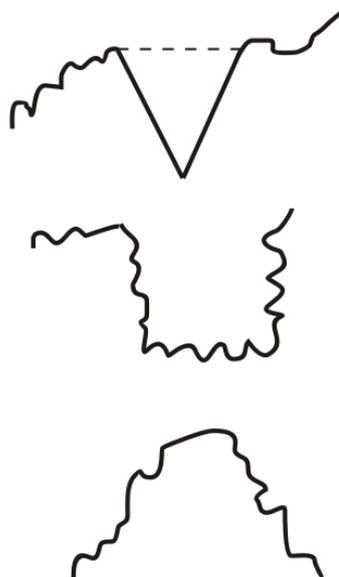


Рис. 4.25 – V-формация

## 4.5 Теория Чарльза Доу

Чарльз Доу является одним из создателей первого в истории индекса биржевого рынка ценных бумаг — индекса Доу-Джонса. Рассмотрим основные положения его теории.

Ч. Доу считал, что рыночные индексы отражают все факторы, которые влияют на спрос и предложение ценных бумаг. Этот постулат является аксиомой технического анализа и звучит так: «цена отражает все факторы, которые действуют на рынок».

Ч. Доу выделил три вида тенденций: первичные (полные) — долгосрочные, действующие в течение года и более и изменяют курс ценной бумаги не менее чем на 20%; вторичные, которые действуют в противоположном направлении, на время прерывая первичный тренд (сейчас вторичный тренд чаще называют коррекцией); третичные — краткосрочные, которым особого значения не придается (поэтому справедливо считается, что теория Доу предназначена для инвесторов, а не для спекулянтов) [19].

Любой тренд, как полагал Ч. Доу, имеет три движения, или фазы: на первой фазе движения действуют наиболее дальновидные инвесторы, на втором — большин-

ство трейдеров, на третьем — консервативное и не склонное к риску большинство инвесторов, выжидающих однозначной ситуации.

*Теория Ч. Доу основывается на трех принципах:*

- 1) Различные индексы должны подтверждать друг друга. Только если минимум два индекса развернулись в своем движении, можно считать, что тренд развернулся.
- 2) Объемы торговли должны подтверждать тенденцию (на растущем рынке объем торгов также должен расти, а на падающем — падать). Этот принцип также используется современным техническим анализом.
- 3) Тренд должен приниматься до того времени, пока не подаст сигнала о развороте. Данный принцип в техническом анализе не используется и даже критикуется, поскольку следование ему приводит к опозданию инвесторов при входе на рынок и выходе с него.

## 4.6 Пропорции Фибоначчи в техническом анализе рынка ценных бумаг

Фибоначчи — это прозвище купца Леонардо из Пизы (1180–1240). Числовая последовательность Фибоначчи выглядит следующим образом: 1, 1, 2, 3, 5, 8, 13... Сумма любых соседних чисел равна следующему числу. Последовательность Фибоначчи была открыта в процессе нахождения формулы... размножения кроликов.

Последовательность Фибоначчи обладает следующими свойствами:

- Любое число последовательности Фибоначчи, деленное на следующее, примерно равно 0,618.
- Любое число последовательности, деленное на предыдущее, составляет 1,618.
- Любое число, деленное на следующее за ним через одно число, примерно равно 0,382.
- Любое число, деленное на предшествующее ему через одно, примерно равно 2,618.
- Любое число, деленное на следующее за ним через два числа, составляет примерно 0,236.
- Любое число, деленное на предшествующее ему через два числа, примерно равно 4,236.

В техническом анализе рынка ценных бумаг пропорции Фибоначчи используются для определения возможной величины хода при продолжении тренда (она может составлять 1,618; 2,618 или 4,236), а также для определения уровня коррекции, т. е. временного отката от тренда с последующим возвращением к нему (эта величина может составлять 0,618; 0,382 и, редко, 0,236). Все эти величины берутся от высоты графика курса ценной бумаги. Данные пропорции наблюдаются на графиках любой продолжительности.

Типичными являются откаты (коррекции) на 0,618 и 0,382. Если на восходящем тренде произошла коррекция, но график отталкивается от уровня 2/3, то это

означает с высокой степенью вероятности сохранение тенденции. Если уровень  $2/3$  пробивается, то это коррекция. Если пробивается уровень  $1/3$ , то высока вероятность смены тренда.

Пропорции Фибоначчи (как и большинство инструментов технического анализа) сейчас можно строить при помощи программ технического анализа Metastock или Omega в графической форме, называемой Фибо-уровнями, либо в виде веера Фибоначчи (в котором используются те же принципы, но форма представления имеет веерообразный вид).

## 4.7 Волновая теория Р. Эллиотта

Ральф Эллиотт — бухгалтер, который из-за серьезной болезни в 1930-х годах был вынужден оставить работу и занялся анализом закономерностей, которые действуют на рынке ценных бумаг. Через несколько лет исследовательской работы его прогнозы движения курса ценных бумаг (которые были точными) на основании созданной им волновой теории стали публиковаться в одном из самых известных деловых изданий Америки [18].

Основные положения теории Р. Эллиотта формулируются следующим образом. Волна — это направленное движение цены в одну сторону (т.е. тренд без учета коррекции). В волне выделяются волны двух видов. Первый вид — импульсные волны — это волны, которые идут в направлении основного движения рынка. Они обозначаются цифрами от 1 до 5 (см. рис. 4.26). Второй вид волн — корректирующие — волны, которые идут в противоположном тренду направлении (сейчас они называются коррекциями). Они обозначаются буквами А, В, С (см. рис. 4.26). Импульсные волны состоят из пяти подволн, а корректирующие — из трех. Волна любого порядка является подволной более могущественной волны.

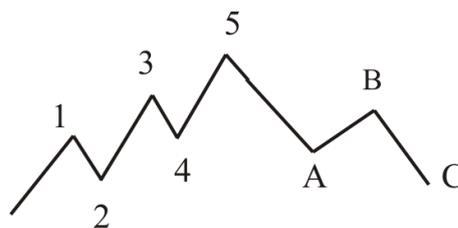


Рис. 4.26 – Схема волн Эллиотта

Пользуясь этими правилами деления волн на подволны, можно узнать, в каком месте волнового движения рынок находится в данный момент. Например, если при общей тенденции к росту наблюдаются пятиволновое падение, то, скорее всего, падение продолжится (то есть это падение является не коррекцией, а сменой тренда с бычьего на медвежий). На медвежьем рынке после трех волн роста должно возобновиться падение, если этого не произойдет, значит, имеет место смена тренда.

*Рассмотрим свойства волн Р. Эллиота для БЫЧЬЕГО рынка:*

- Вторая волна не может опускаться ниже начала первой.
- Третья волна не может быть самой короткой (а обычно она самая длинная).

- Четвертая волна не может опускаться ниже максимума первой волны (то есть начала второй).
- В половине случаев первая волна начинается внизу рынка.
- Первая волна — самая короткая.
- Вторая волна более чем наполовину закрывает первую.
- Если у второй волны сложная структура, то у четвертой — сложная (или наоборот).
- Пятая волна по своей структуре аналогична первой.
- Формирование волны А из пяти волн — сигнал к смене тренда.
- Волна С должна пробивать линию окончания четвертой волны.

Импульсные и корректирующие волны имеют особенности развития. Особенности развития импульсных волн — отклонения от их правильной пятиволновой структуры — можно охарактеризовать следующим образом:

- Импульсные волны могут растягиваться (см. рис. 4.27), то есть делить волну на несколько подволн. Более одной волны не растягивается. Чаще всего растягивается волна номер три. Растянутую волну нужно сжать, чтобы получилась характерная пятиволновая структура.

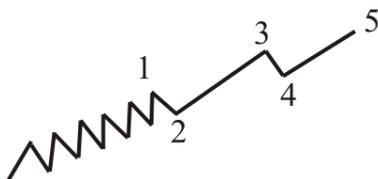


Рис. 4.27 – Импульсные волны

- Второе отклонение называется двойной коррекцией (см. рис. 4.28). Она заключается в том, что после завершения растянутой пятой волны курс ценной бумаги тремя волнами падает до уровня, где начинается растяжение, а затем снова поднимается до уровня завершения пятой волны.

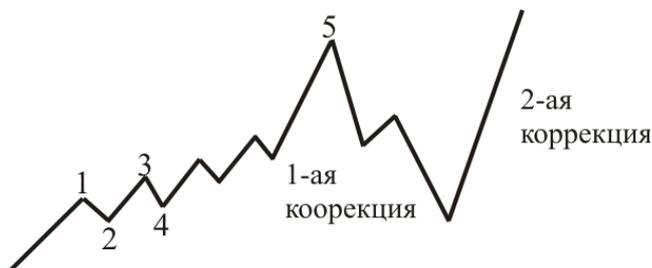


Рис. 4.28 – Двойная коррекция

- На пятой волне нередко возникает клин, что является признаком грядущего разворота рынка.
- Клин на волне номер один или А свидетельствует о продолжении тренда.

- Неудача (см. рис. 4.29) — вершине пятой волны не удается достичь уровня вершины третьей волны (или дна на медвежьем рынке) — является признаком разворота.

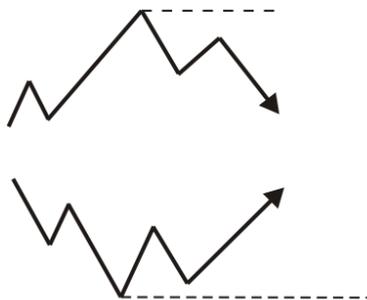


Рис. 4.29 – Неудачное развитие волновой структуры

- Волны, имеющие стандартную структуру 5-3, свидетельствуют о продолжении тренда.

Отклонения от нормальной трехволновой структуры корректирующих волн возможны следующих видов:

- Зигзаг (см. рис. 4.30) или двойной зигзаг (см. рис. 4.31), заключающийся в двойном повторении структуры 5-3-5, перемещает рынок горизонтально или вниз.

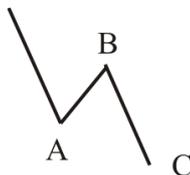


Рис. 4.30 – Зигзаг

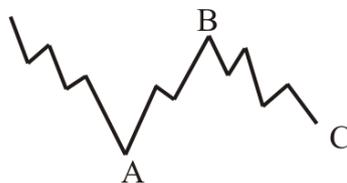


Рис. 4.31 – Двойной зигзаг

- Типичные (правильной конфигурации) плоские волны. Плоские волны на медвежьем рынке показаны на рис. 4.32. Уровень окончания волны В достигает начала волны А, а волна С заканчивается на том же уровне, что А. То есть колебания происходят на одном уровне. Означает сохранение тренда, часто свидетельствует о нерешительности трейдеров.

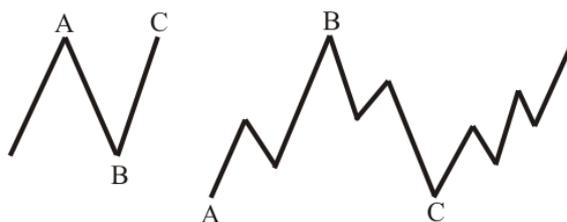


Рис. 4.32 – Плоские волны правильной конфигурации

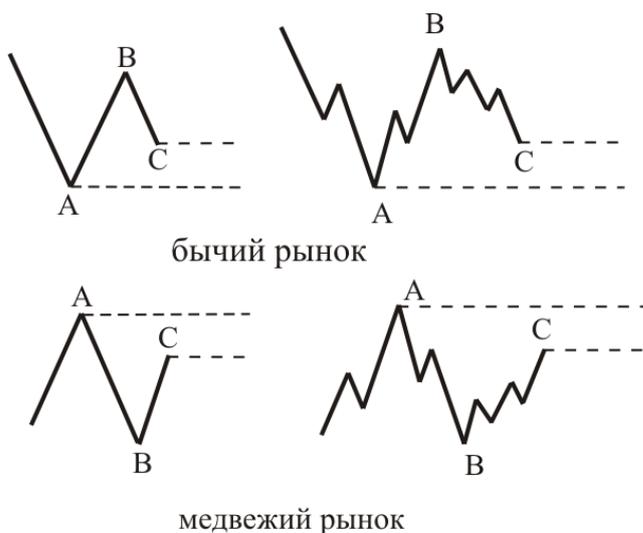


Рис. 4.33 – Волны неправильной конфигурации

- Кроме правильных, существуют еще неправильные (см. рис. 4.33) и растянутые (см. рисунок 4.34) плоские волны.

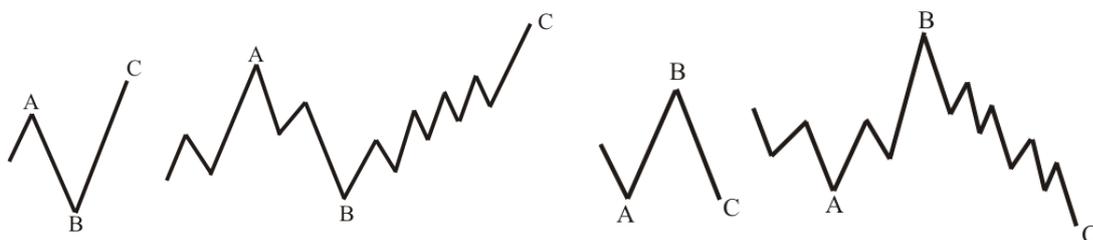


Рис. 4.34 – Растянутые плоские волны

- Треугольники обычно появляются на четвертой волне. Их значение идентично трактовке в классическом техническом анализе.

Существуют определенные числовые соотношения волн Р. Эллиотта в соответствии с пропорциями Фибоначчи. Например, отношение третьей волны к первой составляет примерно 1,618. Отношение пятой волны к первой — 0,618 или 1,618 (при растяжении пятой волны). Величина трехволновой коррекции после пятиволнового хода часто составляет 38%.

## 4.8 Индикаторы технического анализа

Избавиться от субъективности инструментов графических способов технического анализа позволяют количественные способы, в основе которых лежит сравнение рассчитанных по определенным математическим формулам количественных значений с текущей ценой. Такое сравнение позволяет определить состояние рынка и на основании этого принимать решения о выполнении операций по покупке или продаже ценных бумаг.

Технический индикатор (индикатор технического анализа) — функция, построенная на значениях статистических показателей торгов (цены, объём торгов и т. д.), анализ поведения которой призван ответить на вопрос, изменится или сохранится текущая тенденция на рынке. На основе анализа технических индикаторов трейдеры, сторонники технического анализа, принимают решение об открытии (расширении) или закрытии (сокращении) позиций. В этом случае технические индикаторы обычно применяются в виде графиков, наложенных или совмещённых с графиками цен/объёмов торгуемых инструментов. Кроме того, технические индикаторы в той или иной мере используются механическими торговыми системами при алгоритмической торговле [19].

Техническими индикаторы названы потому, что они используют лишь статистические показатели торгов (рынков) и не принимают во внимание фундаментальные показатели торгуемых инструментов, например такие, как выручка и прибыль компаний, чьи ценные бумаги торгуются на фондовом рынке.

В зависимости от того, какую ситуацию на рынке необходимо оценить, инструменты количественного способа технического анализа делятся на следующие основные группы:

- Индикаторы тенденций (трендследующие) — подтверждающие тенденции. График изменения индикатора в основном повторяет движение тенденции, а пересечение им графика цены дает сигнал о возможном изменении ее направления.
- Осцилляторы — предсказывающие развороты тенденций.
- Канальные индикаторы.

В таблице 4.1 приведен перечень наиболее популярных технических индикаторов.

Индикаторы вырабатывают торговые сигналы. Эти сигналы могут появляться и исчезать в процессе торгов. До тех пор, пока торговый период, на котором строится индикатор (час, день, неделя и т. п.), не закрыт — сигнал (если он выработан) считается неподтвержденным. Такой сигнал может исчезнуть при незначительном движении цены в другую сторону. После закрытия периода, выработанный и не исчезнувший сигнал называется подтвержденным.

Самым известным индикатором является скользящее среднее значение. Этот индикатор отображает среднее значение цен закрытия в течение определенного количества интервалов времени (дней, часов, недель и т. д.).

Цель применения данного индикатора состоит в том, чтобы определить время начала новой тенденции, а также предупредить о ее завершении или повороте. Скользящие средние предназначены для отслеживания процессов развития тенден-

ций, их можно рассматривать как искривленные линии тренда. Однако скользящее среднее не предназначено для прогнозирования движений на рынке, поскольку оно всегда следует за динамикой рынка, а не опережает ее. Этот показатель всегда следует за движениями цен на рынке и сигнализирует о начале новой тенденции, но только после того как она появилась.

Построение скользящих средних представляет собой специальный метод сглаживания ценовых показателей.

Таблица 4.1

Трендовые индикаторы Запаздывающая (или инерционная) информация:	<ul style="list-style-type: none"> <li>— «Японские свечи», показывающие волатильность, или «разброс цен».</li> <li>— Скользящее среднее (англ. <i>MA</i>) — запаздывающая линия, показывает направление долгосрочного тренда.</li> <li>— Индикатор <i>MACD</i> — поиск точек пересечения «быстрой» и «медленной» средних линий.</li> <li>— Аллигатор — поиск точек расхождения на основе трёх запаздывающих средних</li> </ul>
Осцилляторы Скорость и ускорение рынка (первая и вторая производные от цены):	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Моментум — анализ скорости и направления изменения цены (первая производная, «изменение во времени»).</li> <li>— Стохастический осциллятор — анализ ускорения изменения цены (вторая производная или «скорость роста скорости»).</li> <li>— Индекс относительной силы <i>RSI</i> — сравнение скорости роста и скорости падения цены в выбранном промежутке времени</li> </ul>
Прочие индикаторы:	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Линии тренда.</li> <li>— Линии Боллинджера.</li> <li>— уровни Поддержки/сопротивления.</li> <li>— Взвешенный объём.</li> <li>— Направленность цены и объёма.</li> <li>— Индекс накопления/распределения.</li> <li>— Анализ опционных уровней.</li> <li>— Индикатор Ишимоку.</li> <li>— Метод волновой симметрии.</li> <li>— Индикаторы настроения рынка</li> </ul>

Пример трендового индикатора «Скользящая средняя» представлен на рисунке 4.35.



Рис. 4.35 – Индикатор «Скользящая средняя»

В отличие от индикаторов, которые являются инструментами продолжения тенденции, осцилляторы — инструменты определения изменения ее направления. Основное предназначение осцилляторов — отразить такое состояние рынка, при котором дальнейшее повышение или понижение цены вряд ли возможно. Состояние рынка, когда растущая цена достигает предела роста, определяют как состояние перекупленности, а когда падающая цена достигает предела снижения — состояние перепроданности. Именно в определении таких состояний рынка и заключается основное предназначение осцилляторов как инструментов количественного способа технического анализа. Если значение осциллятора находится внутри полосы перекупленности, то это — свидетельство предстоящего изменения восходящей тенденции. Если значение осциллятора лежит в полосе перепроданности, то это — свидетельство предстоящего изменения нисходящей тенденции.

Осцилляторы работают на боковых трендах, чего не скажешь об индикаторах. Наилучшие результаты осцилляторные методы дают в сочетании с другими, особенно трендовыми.

Важным элементом анализа рынка с помощью осцилляторов является сравнение направления графика цены с графиком осциллятора, т. е. выявление расхождений в их направленности, или дивергенций. Расхождения могут быть положительными и отрицательными. Положительное расхождение возникает тогда, когда график осциллятора не подтверждает падения, зафиксированного на графике, цены. Отрицательные расхождения проявляются в том, что график осциллятора не подтверждает отмеченного подъема цены.

Все осцилляторы классифицируют на две группы:

- 1) Осцилляторы, значения которых изменяются вокруг определенной средней линии. Такие осцилляторы достаточно просты в построении, в основе определения их значений лежит сравнение текущей цены закрытия с ценой закрытия несколько дней назад.
- 2) Осцилляторы, в которых текущая цена сопоставляется с прошлой ценой закрытия, а также с максимальной и минимальной ценами, которые были достигнуты в определенном интервале времени.

Индекс относительной силы (RSI - relative strength index) является одним из наглядных примеров из осцилляторов второй группы (см. рис. 4.36). Индекс дает надежные сигналы перекупленности и перепроданности, а также производит модели долгосрочной дивергенции, которые могут быть использованы для выявления основных пиков и впадин. RSI может применяться как в качестве механизма получения дохода, так и инструмента тонкой настройки рыночных вхождений, получаемых в результате сигналов прочих методов. Значения индекса RSI наносят в пределах вертикальных координат от 0 до 100. Когда показатель выше 70 или ниже 30, индекс регистрирует состояние перекупленности или перепроданности соответственно. Значения 30 и 70 рекомендуется использовать при боковом тренде, а при ярко выраженных бычьем или медвежьем трендах обычно используют значения 20 и 80.



Рис. 4.36 – Индекс относительной силы (RSI)

Использование различных приемов и методов технического анализа в конечном итоге направлено на создание трейдером собственной механической торговой системы, которая бы в полной мере удовлетворяла его инвестиционным предпочтениям. Но следует помнить, что универсальных технических индикаторов, как и механических торговых систем не существует. Поэтому при разработке стратегии, помимо использования технических моделей, необходимо учитывать и фундаментальные факторы.



## Контрольные вопросы по главе 4

- 1) В чем сущность Фундаментального анализа рынка ценных бумаг?
- 2) Опишите сущность и основные предпосылки технического анализа рынка ценных бумаг.
- 3) Выделите основные способы графического представления информации о движении рынка ценных бумаг.
- 4) Какие Графические методы технического анализа вы знаете?
- 5) Какие Фигуры технического анализа свидетельствуют о продолжении тенденции?
- 6) Опишите основные положения Волновой теории Эллиотта.
- 7) В каких случаях нужно применять фундаментальный, а в каких — технический анализ рынка ценных бумаг?
- 8) Через какие точки следует проводить уровни поддержки и сопротивления?
- 9) Каковы причины разрывов графиков движения курсов ценных бумаг? На каких рынках они встречаются часто? А на каких — редко?
- 10) Какими свойствами обладают фигуры технического анализа? Какова их надежность по сравнению с другими методами технического анализа?
- 11) Назовите основные достоинства и недостатки индикаторов. Каких правил следует придерживаться при их использовании?

---

# ЗАКЛЮЧЕНИЕ

---

Финансовый рынок как часть рыночной системы государства представляет собой часть рынка капиталов, где осуществляются эмиссия и купля-продажа ценных бумаг. Основное назначение фондового рынка состоит в том, что он позволяет аккумулировать временно свободные денежные ресурсы и направлять их на развитие перспективных отраслей экономики.

Фондовый рынок наряду с отмеченной выше основной функцией выполняет ряд важных задач, таких как: обслуживание государственного долга, перераспределение права собственности, спекулятивные операции.

Общая структура фондового рынка представлена инвесторами, эмитентами, инфраструктурой, которая является связующим звеном между инвесторами и эмитентами и институтами, регулирующими функционирование фондового рынка.

Реализация экономических интересов эмитентов происходит на первичном фондовом рынке, на котором эмитенты осуществляют привлечение инвестиционных средств путем выпуска и размещения ценных бумаг.

Основное назначение вторичного фондового рынка состоит в поддержании ликвидного рынка ценных бумаг, что позволяет реализовать интересы инвесторов. Другой задачей, которую позволяет решить вторичный фондовый рынок, является повышение курсовой стоимости ценных бумаг, «раскрутка» акций эмитента. Вторичный фондовый рынок является также инструментом для осуществления спекулятивной игры и получения спекулятивной прибыли.

Параметрами, характеризующими рынок ценных бумаг, являются фондовые индексы. Индексы представляют собой инструмент оценки поведения рынка ценных бумаг, который отражает происходящие макроэкономические процессы.

Законодательство, регулирующее рынок ценных бумаг в России, далеко от совершенства. При этом сам рынок функционирует и развивается, оказывает влияние на положение дел в государстве и способствует развитию предпринимательства в России.

Выделяют ряд ключевых моментов, связанных с проблемой обращения ценных бумаг в РФ:

- 1) Рынок ценных бумаг с его основными элементами (внебиржевым и биржевым оборотами) это механизм, который функционально входит в рынок ссудных капиталов. Рынок ценных бумаг развивается и движется по своим законам, определяемым спецификой фиктивного капитала, однако тесно увязан с рынком капитала.

- 2) Сегодня можно выделить множество видов и разновидностей ценных бумаг, таких как акции, облигации, векселя, депозитные сертификаты, государственные обязательства и другие, которые имеют широкое хождение в России.
- 3) Рынок ценных бумаг выполняет ряд функций, среди которых важнейшими являются функция перераспределения капиталов и функция страхования риска вложения капитала. В целом же функционирование капитала в форме ценных бумаг способствует формированию эффективной и рациональной экономики, поскольку он стимулирует мобилизацию свободных денежных ресурсов и их распределение в соответствии с потребностями рынка.
- 4) Рынок ценных бумаг подвержен регулированию как со стороны государства, так и со стороны самостоятельных организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг.
- 5) Формирование рынка ценных бумаг в России в значительной степени связано с темпами приватизации в стране и созданием класса собственников.
- 6) Особенностью отечественной практики является то, что первичный рынок ценных бумаг пока преобладает.

Наиболее болезненной и слабой стороной рынка ценных бумаг является его острая подверженность не только экономическим, но и политическим потрясениям, заставляющим его работать на более быстрых оборотах по сравнению с рынком капиталов и прочими рыночными механизмами.

Но несмотря на многие проблемы, с которыми столкнулся в настоящее время российский фондовый рынок, следует отметить, что это молодой, динамичный и перспективный рынок, который развивается на основе позитивных процессов, происходящих в нашей экономике: массового выпуска ценных бумаг в связи с приватизацией государственных предприятий, быстрого создания новых коммерческих образований и холдинговых структур, привлекающих средства на акционерной основе, и т. п. Кроме того, рынок ценных бумаг играет важную роль в системе перераспределения финансовых ресурсов государства, а также необходим для нормального функционирования рыночной экономики. Поэтому восстановление и регулирование развития фондового рынка является одной из первоочередных задач, стоящих перед правительством.

---

## ЛИТЕРАТУРА

---

- [1] Алехин Б. И. Рынок ценных бумаг : учеб. пособие / Б. И. Алехин. — М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2004. — 460 с.
- [2] Жданова А. Б. Рынок ценных бумаг : учеб. пособие / А. Б. Жданова. — Томск : Томский межвузовский центр дистанционного образования, 2004. — 131 с.
- [3] Анесянц С. А. Основы функционирования рынка ценных бумаг : учеб. пособие / С. А. Анесянц. — М. : Финансы и статистика, 2005. — 142 с.
- [4] Галанов В. А. Рынок ценных бумаг : учебник / В. А. Галанов. — М. : Финансы и статистика, 2008. — 446 с.
- [5] Едророва В. Н. Рынок ценных бумаг : учеб. пособие / В. Н. Едророва, Т. Н. Новожилова. — М. : Магистр, 2007. — 683 с.
- [6] Майоров С. И. Рынок государственных ценных бумаг : инструменты и организация / С. И. Майоров, Г. К. Оксенойт. — М. : Статистика России, 2006. — 311 с.
- [7] Жуков Е. Ф. Рынок ценных бумаг : учебник / Е. Ф. Жуков. — М. : ЮНИТИ, 2006. — 463 с.
- [8] Вавулин Д. А. Комментарий к Федеральному закону «О рынке ценных бумаг» / Д. А. Вавулин. — М. : Юстицинформ, 2007. — 303 с.
- [9] Журавлева Н. В. Рынок ценных бумаг / Н. В. Журавлева. — М. : МГУЛ, 2005. — 152 с.
- [10] Орлова А. Ф. Рынок ценных бумаг : учеб. пособие / А. Ф. Орлова. — СПб. : Изд-во Политех. ун-та, 2005. — 122 с.
- [11] Финансы, деньги, кредит : учебник / под ред. О. В. Соколовой. — М. : Юристъ, 2001. — 784 с.
- [12] Зверев В. А. Финансовые инструменты рынка ценных бумаг / В. А. Зверев. — М. : ИнтерКрим-пресс, 2007. — 237 с.

- [13] Ивасенко А. Г. Рынок ценных бумаг : инструменты и механизмы функционирования : учеб. пособие / А. Г. Ивасенко, В. А. Павленко, Я. И. Никонова. — М. : КНОРУС, 2005. — 271 с.
- [14] Львова Ю. Н. Первичный рынок ценных бумаг в Российской Федерации : учеб. пособие / Ю. Н. Львова. — СПб. : Изд-во С.-Петербур. гос. ун-та экономики и финансов, 2006. — 55 с.
- [15] Маренков Н. Л. Рынок ценных бумаг в России : учеб. пособие / Н. Л. Маренков, Н. Н. Косаренко. — М. : Флинта, 2004. — 246 с.
- [16] Найман Э. Л. Малая энциклопедия трейдера / Э. Л. Найман. — М. : Альпина Пабlishер, 2003. — 378 с.
- [17] Анализ финансовых рынков и торговля финансовыми активами : пособие по курсу / под ред. А. В. Федорова. — СПб. : Питер, 2005. — 240 с.
- [18] Как увидеть деньги на экране монитора / под ред. В. А. Сафина. — СПб. : Питер, 2004. — 222 с.
- [19] Харченко С. А. Введение в технический анализ рынка ценных бумаг : текст лекций / С. А. Харченко. — СПб. : Изд-во С.-Петербур. гос. ун-та экономики и финансов, 2000. — 32 с.

---

# ГЛОССАРИЙ

---

*Аваль* — вексельное поручительство за одно или нескольких лиц, обязанных по векселю, на всю сумму или ее часть. Лицо, совершившее аваль, называется авалистом, часто в качестве авалиста выступает коммерческий банк.

*Акционерный инвестиционный фонд (АИФ)* — акционерное общество, занимающееся исключительно инвестированием в ценные бумаги или недвижимость, отдается в доверительное управление управляющей компании.

*Акция* — эмиссионная ценная бумага, дающая владельцу следующие права: право на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, право на участие в управлении акционерным обществом (обыкновенные и привилегированные акции дают обычно разный объем прав), право на получение части имущества акционерного общества в случае его ликвидации.

*Американские депозитарные расписки (ADRADP)* — свободно обращающиеся расписки на иностранные акции, депонированные в банке США. Один из методов выйти на международный рынок Российским эмитентам.

*Андеррайтинг* — открытое размещение выпуска акций, которое производится при посредничестве специализированной организации (андеррайтера) данного выпуска.

*Балансовая стоимость* — показывает, сколько активов приходится на одну акцию.

*Банковский сертификат* — ценная бумага, подтверждающая внесение физическим или юридическим лицом срочного вклада в коммерческий банк. Вклады, оформленные банковскими сертификатами, можно получить в любом филиале коммерческого банка.

*Брокеры* — экономические субъекты, которые занимаются заключением сделок по купле-продаже ценных бумаг для клиентов и за их счет.

*Варрант* — ценная бумага, которая дает своему владельцу право в будущем купить по заранее установленной цене определенное количество ценных бумаг.

*Вексель* — долговая расписка, выдаваемая заемщиком кредитору, дающая право безусловного требования указанной в ней суммы с определенным доходом.

*Вторичный рынок ценных бумаг* — рынок, где обращаются ранее выпущенные ценные бумаги, то есть ценные бумаги, которые продаются первым владельцем второму, вторым — третьему и т. д.

*Государственная ценная бумага* — выпускается государством с целью покрытия дефицита государственного бюджета, привлечения дополнительных средств в экономику страны, регулирования кредитно-денежного обращения в стране и инфляционных процессов (облигации, казначейские векселя).

*Депозитарные расписки* — свободно обращающаяся на фондовом рынке производная ценная бумага на акции иностранной компании, депонированные в крупном депозитарном банке, который выпустил расписки в форме сертификатов или в бездокументарной форме.

*Депозитарные расписки* — ценные бумаги в виде свидетельства на право собственности на определенное количество простых акций иностранного акционерного общества.

*Депозитные сертификаты* — выдаются юридическим лицам и свидетельствуют о внесении на счет весьма значительной суммы денег.

*Дилерские фирмы* — фирмы, которые занимаются куплей-продажей ценных бумаг от своего имени и за свой счет. «За свой счет» означает, что дилеры взимают средства за осуществление операций на рынке ценных бумаг после совершения сделки, в отличие от брокеров, которым клиенты заранее открывают брокерский счет.

*Долговые ценные бумаги* — удостоверяют отношение займа, т. е. оформляют обязательство заемщика погасить основную сумму долга и выплатить проценты через определенное время. Могут быть краткосрочными и долгосрочными. По истечении срока действия ценные бумаги, деньги должны быть возвращены. Доход устанавливается в процентах от стоимости ценной бумаги (облигация, финансовый вексель, государственная облигация).

*Долевые ценные бумаги* — подтверждают право на владение определенной долей в имуществе предприятия. Доход начисляется в зависимости от результатов работы (акции, привилегированная акция).

*Евроакции* — эмиссии обыкновенных и привилегированных акций и других долевых ценных бумаг, распространяемых на международном фондовом рынке, так же вторичные эмиссии, размещаемые путем закрытой подписки и с помощью инвестиционных фондов закрытого типа.

*Евроноты* — долговые обязательства, выпускаемые акционерными обществами, номинированными в иностранной валюте.

*Еврооблигации* — облигации, эмитированные на международном фондовом рынке и деноминированные в евровалютах — валютах, иностранных по отношению к стране-эмитенту.

*Еврооблигации или евробонды* (от англ. *bond* — облигация) выпускаются правительствами, муниципалитетами, коммерческими банками и транснациональными компаниями. Выпускаются они обычно на длительный срок, который может до-

ходить до нескольких десятков лет, в основном, на предъявителя. Номинированы еврооблигации в валюте какой-либо развитой страны (довольно большая часть — в долларах США).

*Именная ценная бумага* — бумага выписывается на определенного владельца и регистрируется в реестре ценных бумаг. Переход прав собственности связан с процедурой перерегистрации (сертификат акций, облигации и т. д.).

*Инвестор* — физическое или юридическое лицо, обладающее свободными денежными средствами и приобретающее на них ценные бумаги.

*Индоссамент* — передаточная надпись на ценной бумаге, векселе, чеке, коносаменте и т. п., удостоверяющая переход прав по этому документу к другому лицу. Проставляется обычно на оборотной стороне документа или на добавочном листе.

*Кассовые (или спот) операции* — операции по купле-продаже ценных бумаг, поставка и оплата которых происходит в течение нескольких дней.

*Коносамент* — ценная бумага, которая выражает право собственности на конкретный указанный в ней товар. Представляет собой товарораспределительный документ, держатель которого получает право распоряжаться грузом.

*Корпоративная ценная бумага* — выпускается юридическими лицами (АО, ООО) в соответствии с действующим законодательством и уставными документами (Устав, учредительный договор) с целью привлечения дополнительных финансовых ресурсов (акции, облигации, векселя).

*Котировка ценной бумаги* — установление рыночного курса ценной бумаги на основе анализа финансового состояния фирм эмитентов и спроса на данную ценную бумагу.

*Краткосрочные ценные бумаги* — обслуживают денежный рынок, срок обращения таких ценных бумаг от 1 дня до 1 года. Они обслуживают отношения займа с целью обеспечить бесперебойность платежного и денежного оборота (коммерческие, банковские, казначейские векселя, чеки, депозитные и сберегательные сертификаты, др.).

*Курсовая стоимость* — цена акции на вторичном рынке ценных бумаг (т. е. на рынке, на котором происходит передача ценных бумаг от первого владельца второму и т. д.), которая складывается под влиянием спроса и предложения.

*Курсовая стоимость облигации* — цена облигации, которая складывается на рынке ценных бумаг под влиянием соотношения спроса и предложения, на которых, в свою очередь, сказываются доходность, надежность облигации и многие другие факторы.

*Ликвидационная стоимость* — сумма, которую владельцы акций получают при ликвидации акционерного общества.

*Листинг* (включение в список) — специальная биржевая процедура для включения в котировочный бюллетень.

*Международные ценные бумаги* (евроинструменты, евробумаги) — ценные бумаги, которые размещаются на рынке ценных бумаг за пределами страны-эмитента.

*Номинальная стоимость* — стоимость акции, указанная на ее номинале (лицевой стороне).

*Обеспеченные облигации* — облигации, выпуск которых произведен под залог финансовых (денежные средства, ценные бумаги) или материальных (здания, земля, транспортные средства, рабочие машины и т. д.) активов, облигационный заем может быть также застрахован или гарантирован коммерческим банком или государством.

*Облигации* — ценные бумаги, как правило, с фиксированными доходами, не дающие владельцам права на участие в управлении.

*Опцион* — контракт, заключенный между двумя лицами, в соответствии с которым одно лицо предоставляет другому лицу право купить или продать ценные бумаги по установленной цене (цене исполнения) в течение определенного времени. Это право может в последующем быть перепродано.

*Опцион покупателя или колл-опцион* — сделка, дающая право держателю опциона купить по фиксированной цене (цене исполнения) определенное количество ценных бумаг в будущем.

*Опцион продавца или пут-опцион* — сделка, предоставляющая право его держателю продать в будущем определенное количество ценных бумаг по фиксированной цене.

*Ордерная ценная бумага* выписывается на имя первого приобретателя или «его приказу». Это означает, что указанные в ней права будут по передаточной надписи — индоссаменту (вексель, сберегательный сертификат).

*Паевой инвестиционный фонд (ПИФ)* — это имущественный комплекс, переданный в доверительное управление управляющей компании. ПИФ — это форма объединения средств множества инвесторов.

*Первичный рынок ценных бумаг* — рынок, на котором осуществляется размещение впервые выпущенных ценных бумаг, т. е. продажа первому владельцу.

*Предъявительская ценная бумага* — выпускается без указания владельца, и переход права собственности осуществляется «из рук в руки» (облигации).

*Приватизационные ценные бумаги (ваучер)* — дают право владельцу участвовать в процессе приватизации государственной собственности и могут быть обменены на определенное количество долевых ценных бумаг (акций, привилегированных акций), предусмотренное правилами проведения приватизации.

*Производные ценные бумаги (опционы, фьючерсы, варранты)* — выпускаются по отношению к базовому активу. Базовым активом может выступать ценная бумага (акция, облигация) или широко распространенный, достаточно стандартизованный рыночный товар (нефть, зерно, др.). Цена изменяется в зависимости от изменения цены базового актива. Используются для хеджирования (страхования) потерь при изменении курса имеющегося в наличии базового актива, а также для получения спекулятивного дохода при отсутствии базового актива. Такие ценные бумаги обращаются на биржах и активно используются профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

*Расчетные (или клиринговые) палаты (центры)* — юридические лица, которые занимаются определением взаимных обязательств между продавцами и покупателями ценных бумаг и расчетами между ними.

*Сертификат эмиссионной ценной бумаги* — документ, выпускаемый эмитентом и удостоверяющий совокупность прав на указанное в сертификате количество ценных бумаг. Владелец ценных бумаг имеет право требовать от эмитента исполнения его обязательств на основании такого сертификата.

*Специализированные регистраторы (держатели реестра)* — юридические лица, которые по договору с эмитентом занимаются ведением реестра владельцев именных ценных бумаг.

*Специализированный депозитарий* — это юридическое (и только юридическое) лицо, занимающееся хранением ценных бумаг, их сертификатов и учетом прав на ценные бумаги.

*Сплит* — дробление акций путем уменьшения их номинальной стоимости. При сплите количество акций в целом и у одного держателя увеличивается, а уставный капитал акционерного общества остается неизменным.

*Страйк* — цена исполнения опциона.

*Технический анализ* — анализ будущего движения курсов ценных бумаг с помощью применения математических методов, который основан на следующих предположениях: на будущее значение курса ценных бумаг влияют закономерности прошлого их движения, цена уже учитывает все факторы, которые оказывают влияние на рынок, движение курсов ценных бумаг подчинено тенденциям.

*Торговые ценные бумаги* — имеют коммерческую направленность. Предназначены, главным образом, для расчетов по торговым операциям (векселя, коносаменты, чеки).

*Управляющая компания* — юридическое лицо или индивидуальный предприниматель без образования юридического лица, занимающийся доверительным управлением активами, переданными клиентами, в интересах клиента или указанного им лица (выгодополучателя). Управляющая компания совершает сделки на рынке ценных бумаг от своего имени, но указывая, что она является доверительным управляющим.

*Фондовая биржа* — организатор торговли ценными бумагами через реальную или виртуальную торговую площадку (площадки), действующую по установленным правилам.

*Фондовые ценные бумаги* — отличаются массовостью эмиссии и обращаются на фондовых биржах (акции, облигации, опционы, фьючерсы).

*Фондовый индекс* — определяется как средняя величина курсов акций на конкретную дату по репрезентативной группе предприятия (акции, которые наиболее обращаемы на рынке) по отношению к их базовой величине, рассчитанной на более раннюю дату.

*Фондовый индикатор* — исчисляется как средняя величина курсов акций представленной группы компаний в данный момент.

*Фундаментальный анализ* — анализ движения курсов ценных бумаг на макроэкономическом уровне, а также анализ инвестиционных характеристик той или иной ценной бумаги путем изучения финансового и экономического положения эмитента, его отрасли, а также влияния макроэкономических факторов на отдельного эмитента, отрасль и рынок ценных бумаг в целом.

*Фьючерс* — контракт на покупку или продажу стандартного количества определенного вида ценных бумаг на определенную дату в будущем по цене, заранее установленной при заключении сделки.

*Хеджирование* — страхование от снижения или повышения в будущем курса ценных бумаг, продаваемых или покупаемых на спот-рынке, с помощью совершения противоположной операции с одним из деривативных инструментов (чаще всего, с помощью фьючерсов или опционов).

*Цена выкупа* — цена облигации, по которой ее выкупает акционерное общество (оно обязано выкупить облигацию, т. е. вернуть заем). Цена выкупа может быть равна номинальной или курсовой стоимости. Цена выкупа или порядок ее определения указывается в проспекте эмиссии облигаций. Выкуп облигаций может быть единовременным или постепенным.

*Ценные бумаги* — права на капитал, существующий в денежной, производительной или товарной форме. Совокупность экономических субъектов, связей и отношений между ними по поводу выпуска, размещения и обращения ценных бумаг образуют рынок ценных бумаг.

*Чек* — документ, содержащий приказ владельца текущего счета банку о выплате указанной в чеке суммы определенному лицу (именной чек) или предъявителю (предъявительский чек).

*Эмиссионная стоимость или цена размещения* — цена, по которой акции продаются на первичном рынке, то есть первому своему владельцу.

*Эмиссионная ценная бумага* — ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками: закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных настоящим Федеральным законом формы и порядка; 2) размещается выпусками; 3) имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

*Эмитент* — юридическое лицо или объединение юридических лиц, которые привлекают денежные средства и несут обязательства от своего имени перед инвесторами в осуществлении прав, удостоверенных ценной бумагой.

Учебное издание  
**Цибульникова** Валерия Юрьевна

**РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ**

Учебное пособие

Корректор Осипова Е. А.  
Компьютерная верстка Хомич С. Л.

Подписано в печать 31.08.12. Формат 60x84/8.  
Усл. печ. л. 13,02. Тираж 500 экз. Заказ

---

Издано в ООО «Эль Контент»  
634029, г. Томск, ул. Кузнецова д. 11 оф. 17  
Отпечатано в Томском государственном университете  
систем управления и радиоэлектроники.  
634050, г. Томск, пр. Ленина, 40  
Тел. (3822) 533018.