

Министерство образования и науки Российской Федерации

ТОМСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
СИСТЕМ УПРАВЛЕНИЯ И РАДИОЭЛЕКТРОНИКИ (ТУСУР)

В. Ю. Цибульникова

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Учебное пособие

*Рекомендовано Сибирским региональным учебно-методическим центром
высшего профессионального образования для межвузовского
использования в качестве учебного пособия для студентов,
обучающихся по направлениям подготовки бакалавров
080100.62 «Экономика», 080200.62 «Менеджмент»*

Томск
«Эль Контент»
2011

УДК 336.76(075.8)

ББК 65.262.29я73

Ц 569

Рецензенты:

Красина Ф. А., доцент кафедры экономики ТУСУРа;

Шарф И. В., доцент кафедры экономики природных ресурсов Института природных ресурсов Томского политехнического университета

Цибульникова В. Ю.

Ц 569 Финансовые рынки : учебное пособие / В. Ю. Цибульникова. — Томск: Эль Контент, 2011. — 154 с.

ISBN 978-5-4332-0017-3

Финансовый рынок — это глобальная мировая структура по обеспечению различных институтов финансовыми средствами. Финансовый рынок состоит из рынка ссудных капиталов, денежного рынка, рынка ценных бумаг и других. Финансовый рынок в целом, с точки зрения экономики, это средство распределения, а затем использования денежных средств.

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

В данном пособии рассмотрены основные виды финансовых рынков, формы отношений на них, а также различные участники финансового рынка и их роль в экономике. Также внимание уделено вопросам оценки рисков вложений на финансовых рынках и страхованию финансовых рисков.

УДК 336.76(075.8)

ББК 65.262.29я73

ISBN 978-5-4332-0017-3

© Цибульникова В. Ю., 2011
© Оформление.
ООО «Эль Контент», 2011

Оглавление

1	Введение в финансовый рынок	5
2	Сущность и структура финансового рынка	9
2.1	Понятие финансового рынка и его субъекты	9
2.2	Понятие фиктивного капитала и механизм его накопления	12
2.3	Глобализация финансового рынка	13
2.4	Роль, место и значение финансового рынка в системе рыночных отношений	14
2.5	Основные составляющие финансового рынка	16
2.6	Особенности рынков, входящих в состав финансового	19
3	Рынок капиталов	23
3.1	Значение и структура рынка капиталов	23
3.2	Денежный рынок	25
3.2.1	Суть денежного рынка и его значение для формирования и развития рыночных отношений	25
3.2.2	Составляющие денежного рынка	26
3.3	Учетный рынок	27
3.3.1	Значение и место учетного рынка в процессе развития рыночной экономики	27
3.3.2	Виды ценных бумаг, обращающихся на учетном рынке, и их характеристика	29
3.4	Межбанковский рынок	31
3.4.1	Межбанковский рынок как часть рынка ссудных капиталов	31
3.4.2	Межбанковские депозиты и сроки привлечения свободных денежных ресурсов	31
3.4.3	Операции на межбанковском рынке	32
3.5	Кредитный рынок	33
3.5.1	Содержание, принципы, источники образования кредитных ресурсов	33
3.5.2	Функции и формы международного кредита	36
3.5.3	Влияние кредита на развитие макроэкономических процессов	37
3.5.4	Синдицированное кредитование	38
4	Международный валютный рынок	44
4.1	Сущность валютного рынка, его виды, участники	44
4.2	Специфика международных расчетов и условия расчетов по внешнеторговым сделкам	48

4.3	Валютный курс и его виды	49
4.4	Механизм осуществления операций на международном валютном рынке	53
4.5	Паритеты покупательной способности и процентных ставок	55
5	Рынок ценных бумаг	59
5.1	Сущность и функции рынка ценных бумаг	59
5.2	Международный рынок акций	67
5.2.1	Депозитарные расписки	67
5.2.2	Виды депозитарных расписок	68
5.2.3	Российские депозитарные расписки	72
5.3	Международный рынок облигаций	75
5.3.1	Понятие и сущность еврооблигаций	75
5.3.2	Участники рынка еврооблигаций	79
5.3.3	Порядок выпуска и размещения еврооблигаций	79
5.3.4	Оценка инвестиционной привлекательности еврооблигаций	81
5.4	Международный рынок производных ценных бумаг	84
5.4.1	Регулирование международного рынка производных ценных бумаг	84
5.4.2	Форвардные и фьючерсные контракты	86
5.5	Международный рынок опционов	89
5.6	Кредитные деривативы	94
6	Международный рынок драгоценных металлов	98
6.1	Международный рынок драгоценных металлов: содержание и виды	98
6.2	Участники международного рынка драгоценных металлов	103
6.3	Ценообразование на рынке драгоценных металлов	105
6.4	Операции с золотом на мировом рынке драгоценных металлов	107
7	Страховой рынок	113
7.1	Сущность и структура страхового рынка	113
7.2	Страхование финансовых рисков по видам	117
7.3	Страхование финансовых инвестиций и гарантий	119
7.4	Хеджирование	120
7.5	Мировой страховой рынок. Тенденции развития	125
8	Риск и доходность на финансовых рынках	128
8.1	Понятие и виды финансовых рисков	128
8.2	Взаимосвязь риска, доходности и ликвидности	135
8.3	Методы управления финансовым риском и способы его снижения	142
	Заключение	147
	Литература для изучения	148
	Глоссарий	150

Глава 1

ВВЕДЕНИЕ В ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК

Уже из названия рассматриваемого курса «Финансовый рынок» вытекает неоднозначность его трактовки, поскольку оно содержит два понятия: рынок и финансы. Одни экономисты рассматривают рынок как отношения по поводу купли-продажи, другие на первое место выдвигают наличие определенных институтов, которые сводят покупателей и продавцов. И если относительно этой трактовки понятия можно примирить обе стороны, понимая рынок и как взаимоотношения по обмену, и как структуры, помогающие его осуществлять, то с финансами дело обстоит сложнее. Одни экономисты склонны рассматривать их как приемы и методы для максимизации общей стоимости фирмы, другие как систему отношений в обществе, складывающихся в процессе распределения и перераспределения стоимости валового национального продукта (ВНП). Таким образом, суть и роль финансового рынка трактуются в литературе по-разному. Но с точки зрения экономики, все же ближе подход к финансам как средству распределения, а затем использования денежных средств.

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

Известна простая аксиома экономики: чтобы что-то купить, необходимо сначала что-то продать. Поэтому взаимоотношения продавцов и покупателей будем рассматривать через призму перераспределяемого ВНП (Рисунок 1.1).

В экономике постоянно происходит кругооборот финансовых ресурсов, субъектами которого являются домашние хозяйства (хозяйства граждан и их семей), предприятия, государство и различные финансовые институты — посредники (Рисунок 1.2).

В процессе хозяйствования у одних субъектов возникает потребность в средствах для расширения их деятельности, а у других накапливаются сбережения. Распределение средств происходит посредством формирования фондов: централи-



Рис. 1.1 – Взаимоотношения продавцов и покупателей на финансовом рынке

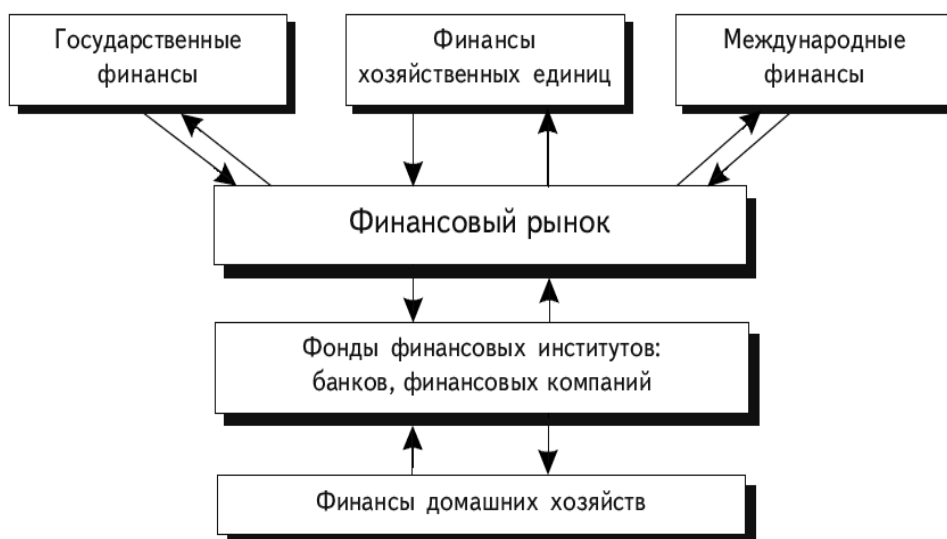


Рис. 1.2 – Кругооборот финансовых ресурсов

зованных (являющихся собственностью государства) и децентрализованных (принадлежащих субъектам производства).

Экономика немыслима без соответствующей финансовой системы, а в последней важнейшее место занимает финансовый рынок, на котором происходит движение денег (капитала). Деньги не только главная цель предпринимательской деятельности, но и важнейшее средство ее достижения. При этом необходимо решить два вопроса: об источнике капитала и его вложении. Таким образом, все хозяйствующие субъекты сталкиваются в первую очередь с финансовым рынком, именно на нем ищут необходимые для себя денежные средства либо получают дополнительный доход от удачного инвестирования временно свободных средств.



.....
 Целью изучения данной дисциплины является формирование теоретических знаний и практических навыков в области функционирования финансовых рынков и международных финансовых институтов.

Задачами изучения дисциплины являются:

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

В соответствии с поставленными задачами предметом изучения являются экономические отношения, которые связаны с покупкой и продажей финансовых фондов, т.е. имеющих в излишке денежных средств. Финансовый рынок это место их купли и продажи. Но финансовые фонды не могут быть проданы в больших объемах, поэтому распространена практика превращения их в ценные бумаги (юридические документы, подтверждающие либо наличие долга, либо право на владение имуществом, либо выплату долгов). Ценные бумаги могут быть реализованы или отданы в залог. Это товар, который реализуется в обмен на денежные средства. В свою очередь, ценные бумаги должны иметь следующие характеристики:

- стандарт: надпись эмитента, сумма, доход, информация об эмитенте;
- рыночность: подтверждение того, что данная ценная бумага может обращаться на рынке;
- ликвидность: свидетельство того, что ценная бумага может быть в любой момент реализована без больших потерь;
- регулируемость государством: наличие стандартов, регистрация эмиссии.

Предметом изучения являются также и сегменты финансового рынка как многофункциональной системы, финансовые услуги (например, информация о продаже валюты), субъекты и функции финансового рынка, функции его составляющих.



Вопросы для самоконтроля по главе 1

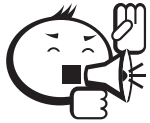
- 1) Каким образом организованы взаимоотношения продавцов и покупателей на финансовом рынке?
- 2) Что такое кругооборот финансовых ресурсов в экономике?
- 3) Что является предметом изучения курса «Финансовые рынки»?

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.



..... **Выводы**

Эта пиктограмма означает выводы. Здесь автор подводит итоги, обобщает изложенный материал или проводит анализ.



..... **Вопросы для самоконтроля по главе**

Глава 2

СУЩНОСТЬ И СТРУКТУРА ФИНАНСОВОГО РЫНКА

2.1 Понятие финансового рынка и его субъекты

Финансовый рынок представляет собой организованную или неформальную систему торговли финансовыми инструментами. На этом рынке происходит обмен деньгами, предоставление кредита и мобилизация капитала. Основную роль здесь играют финансовые институты, направляющие потоки денежных средств от собственников к заемщикам. Товаром выступают собственно деньги и ценные бумаги. Как и любой рынок, финансовый рынок предназначен для установления непосредственных контактов между покупателями и продавцами финансовых ресурсов.

Финансовые рынки осуществляют практически все те же функции, что и их товарно-сырьевые аналоги, — они обеспечивают участников всей необходимой информацией о спросе и предложении на ресурсы и формируют рыночные цены этих ресурсов. Реализация этих функций позволяет финансовым рынкам создавать возможности выбора для потребителей, способствовать управлению рисками, воздействовать на управление компаниями. Вследствие большого разнообразия видов и форм различных финансовых инструментов, а также способов торговли ими существуют различные финансовые рынки. Их можно классифицировать по нескольким признакам. В зависимости от длительности предоставляемых ресурсов различают рынки долгосрочного и краткосрочного капиталов. В последнем случае обычно говорят о денежных рынках, на них заключаются сделки сроком до 1 года. Денежные рынки подразделяются на кредитные и валютные рынки. На кредитных рынках предприятия и банки могут получить краткосрочные ссуды. Предприятия обычно кредитуются в коммерческих банках. Сами банки привлекают краткосрочный капитал на рынке межбанковского кредита.



.....
 Субъектами финансового рынка являются заемщики, инвесторы и финансовые институты.



.....
 Заемщики — физические или юридические лица, которые привлекают денежные средства кредиторов, чтобы мобилизовать часть фондов, необходимую для развития бизнеса, и становятся дебиторами (должниками) перед инвесторами (кредиторами).



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

Они продают свои фонды на рынке, устанавливают плату за их использование для того, чтобы эти фонды приносили доход. Значит, инвесторы могут выступать в роли вкладчиков, кредиторов, покупателей. Права у всех инвесторов независимо от формы собственности равны, и осуществление инвестиций в любые объекты является их неотъемлемым правом, охраняемым законом. С точки зрения рынка финансов это кредиторы, предоставляющие временно бездействующие денежные средства, трансформируя их в ссудный капитал.



.....
 Финансовые институты — это посредники, обеспечивающие встречу заемщика и инвестора (кредитора) на финансовом рынке. Они осуществляют трансформацию временно свободных денежных средств.

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

На рисунке 2.1 отражена структура финансовых институтов посредников на финансовом рынке.

В современном мире с его исключительно сложной и запутанной системой экономических взаимосвязей проблема вложения собственных сбережений становится все более острой. Часто приходится принимать серьезные и взвешенные решения об инвестировании, поскольку сбережения накапливаются у все большей части населения, а в условиях рыночной экономики для их сохранения и приумножения нужно переходить к инвестированию как лучшему способу накопления.



Рис. 2.1 – Посредники на финансовом рынке



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



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

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

Финансовый рынок в экономике выполняет несколько важных функций. Основными являются следующие:

- мобилизация средств для экономического развития;
- перераспределение аккумулированного капитала между национальными экономиками, странами, регионами, корпорациями;

- обеспечение накопления средств, которые определяют экономический рост;
- формирование рыночной цены на отдельные финансовые инструменты под воздействием спроса и предложения;
- снижение издержек финансовых операций;
- ускорение концентрации и централизации капитала (образование крупных финансовых холдингов), что особенно ярко проявляется в слияниях и поглощениях коммерческих и инвестиционных банков, а также бирж.

Кроме того, финансовый рынок выполняет еще одну функцию: делает фонды денежных средств равнодоступными для всех его участников: государств, предприятий, домашних хозяйств.

2.2 Понятие фиктивного капитала и механизм его накопления



.....
Фиктивный капитал — это капитал, представленный в ценных бумагах, который дает его владельцу право получать доход в виде дивидендов или процентов.

Накопление фиктивного капитала происходит по определенным законам, а потому качественно и количественно отличается от накопления денежного капитала. В то же время эти процессы взаимодействуют.

Механизм создания фиктивного капитала состоит в том, что он образуется не в результате кругооборота промышленного капитала (как денежный), а как следствие приобретения ценных бумаг, которые дают право на получение некоторого дохода.

Первичной формой фиктивного капитала были облигации государственного займа. Создание и рост акционерных обществ содействовали появлению нового вида ценных бумаг — акций. Преобразование акционерных обществ в более сложные объединения (концерны, тресты, картели, консорциумы) обусловило привлечение облигационного капитала — выпуск частных облигационных займов. Поэтому структура фиктивного капитала включает три основных элемента:

- акции;
- облигации частного сектора;
- государственные облигации.

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

2.3 Глобализация финансового рынка

Финансовый рынок носит международный характер и является неотъемлемой частью мирового хозяйства. Как известно, в основе экономических отношений на мировом уровне лежит международное разделение труда. Оно способствует более рациональному использованию ресурсов всего мира, а также углублению специализации в международном производстве.

Это вызывает становление новых форм сотрудничества стран, в том числе на финансовом уровне. В последние десятилетия мир вступил в новую эру политических, экономических и социальных взаимоотношений. Это, прежде всего, связано с переходом в начале 90-х годов бывших социалистических стран к рыночным формам хозяйствования. Эти страны постепенно интегрируются в мировую систему на рыночных условиях.

Процесс сложной трансформации этих стран совпал с резко усилившимися глобализационными явлениями во всем мире. Эксперты МВФ определяют глобализацию как «растущую экономическую взаимозависимость стран всего мира в результате возрастающего объема и разнообразия международных сделок с товарами, услугами и мировых потоков капитала, а также благодаря всё более быстрой и широкой диффузии технологий» (World Economic Outlook. — 1997 — May — P. 45).

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

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

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

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

- доля финансового сектора значительно выше удельного веса сектора реальных активов в ВВП;
- объемы финансовых потоков и операций на финансовых рынках превышают объемы операций в нефинансовом секторе;
- доходы от операций на финансовых рынках занимают значительное место в структуре доходов корпораций в развитых странах;
- динамично развивается международное кредитование в форме синдицированных сделок, в которых участвуют несколько стран;
- рождаются новые финансовые инструменты, отвечающие возрастающим требованиям инвесторов на международном уровне;
- увеличиваются объемы эмиссии ценных бумаг, размещаемых на зарубежных рынках;
- претерпевают изменения функции международных финансовых организаций в связи с адаптацией их регулирующей деятельности к условиям возрастающей взаимозависимости стран.

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

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

2.4 Роль, место и значение финансового рынка в системе рыночных отношений

Рынок это совокупность социально-экономических отношений в сфере обмена, посредством которых осуществляются купля-продажа товаров и окончательное признание их общественной ценности (рисунок 2.2).



Рис. 2.2 – Механизм функционирования рынка

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

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

Но сколь бы различными ни были определения, все авторы признают кругооборот финансовых ресурсов, в процессе которого у одних накапливаются сбережения, а другие испытывают потребность в средствах для расширения деятельности.

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

На рисунке 2.3 видно, что все стороны финансового кругооборота встречаются на финансовом рынке, где и происходит перелив средств.



Рис. 2.3 – Схема кругооборота доходов и расходов в экономике

Финансовая деятельность каждого субъекта состоит в нахождении источников доходов, обеспечении их поступлений и, главное, умелом использовании для полу-

чения прибыли. Все агенты этого рынка — агенты денег. Значит, финансовый рынок помогает встретиться продавцам и покупателям особого товара — финансовых обязательств (обещаний заплатить деньги в будущем за деньги, получаемые сегодня). На этом рынке присутствуют, с одной стороны, индивиды, компании, правительственные органы, располагающие свободными средствами и готовые предоставить их пользователю (продавцы), а с другой — нуждающиеся в финансовых средствах и готовые заплатить за их использование (покупатели). Таким образом, финансовый рынок занимает важное место на рынке ресурсов, так как способствует обмену денег будущих на деньги настоящие. Он играет ведущую роль в стабилизации денежной единицы, ибо рыночная экономика требует нормального денежного обращения (через регулирование спроса и предложения на деньги).

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

2.5 Основные составляющие финансового рынка

В экономической литературе нет единого мнения относительно того, по каким признакам можно классифицировать финансовый рынок. Поэтому приведем несколько подходов к классификации:

Экономический:

- простого товарного производства
- всеобщего товарного производства

Территориальный:

- внутренний (локальный)
- национальный
- международный
- региональный

Уровень конкуренции:

- чистой конкуренции
- олигополистический
- чистой монополии
- монополистической конкуренции

Объект купли-продажи:

- товаров и услуг
- труда (потенциальный; дифференцированный; внутрифирменный)
- финансовый (капиталов; денежный)

Признаки спецификации:

- интеллектуальный
- информационный
- золота
- валют
- патентов и лицензий
- товаров
- инвестиционный
- рынок капиталов (ценных бумаг; средне- и долгосрочных кредитов)

Количественный:

- монопольный
- олигопольный
- полипольный

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

Финансовый рынок можно рассматривать также как совокупность первичного и вторичного рынков. Первичный рынок возникает в момент эмиссии ценных бумаг; на нем мобилизуются финансовые ресурсы. На вторичном рынке эти ресурсы перераспределяются, и даже не один раз. В свою очередь, вторичный рынок подразделяется на биржевой и внебиржевой. На последнем происходит купля-продажа ценных бумаг, по каким-то причинам не котирующихся на бирже (рисунок 2.4).

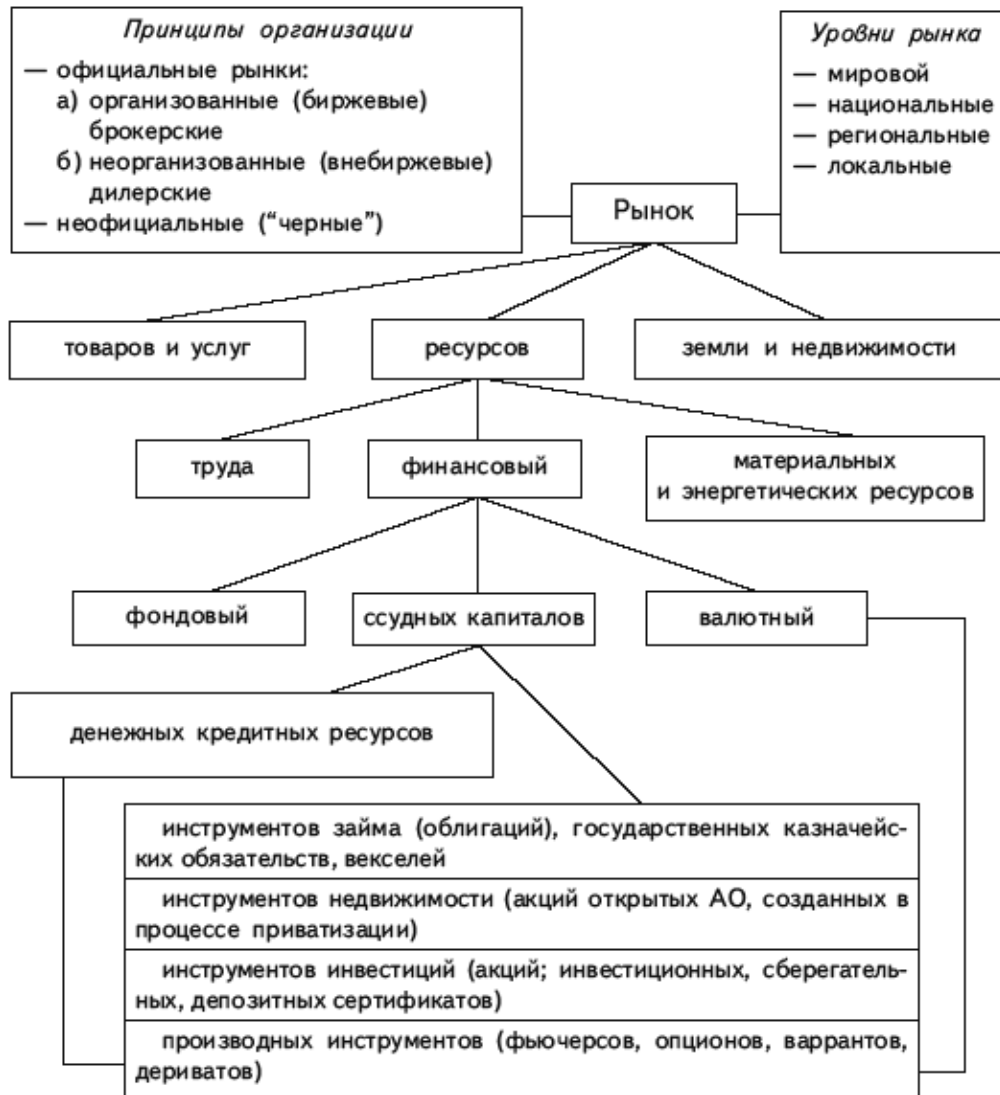


Рис. 2.4 – Классификация рынков

Мы представляем финансовый рынок как рынок финансовых ресурсов. Он состоит из взаимосвязанных и дополняющих друг друга, но отдельно функционирующих рынков (рисунок 2.5).

При таком подходе финансовый рынок можно разделить на следующие составляющие:

- 1) *Кредитный рынок (рынок денежных ресурсов)* — это механизм, с помощью которого устанавливаются взаимоотношения покупателей и продавцов фи-

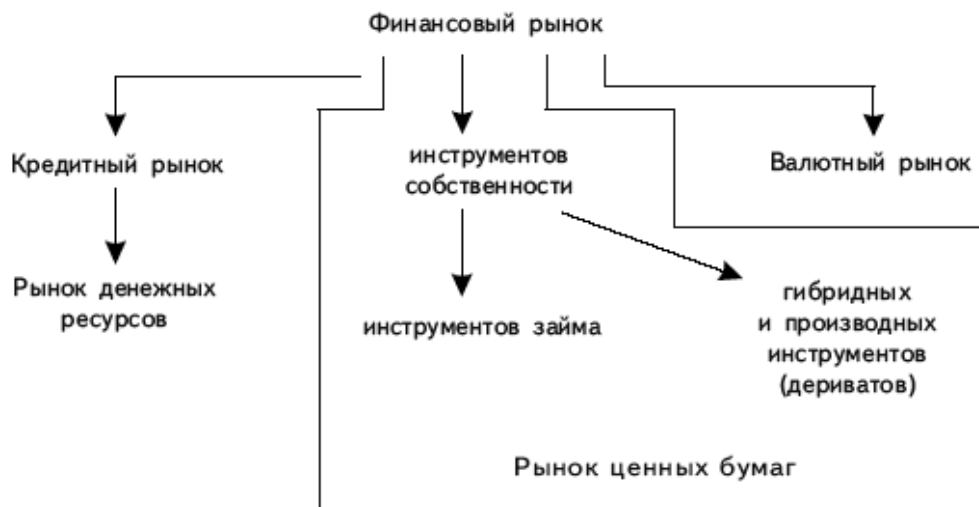


Рис. 2.5 – Структура финансового рынка

насовых средств (сбережений), предоставляющих их на определенных условиях. Функции этого рынка: объединение сбережений; трансформация денежных средств в ссудный капитал; предоставление займов (кредитов). Кредитные сделки опосредуются кредитными институтами (коммерческими банками, специальными фондами и т. п.), которые берут займы и ссужают деньги, и инвестиционными организациями, которые обеспечивают выпуск и движение различных долговых обязательств, реализуемых на рынке ценных бумаг.

Рост экономики может быть вызван расширением вложений в производственные факторы (капитал и труд), более эффективным использованием вовлеченных ресурсов. Капитал возрастает с помощью инвестиций (под которыми понимаются экономические ресурсы, направляющиеся на увеличение реального капитала общества).

- 2) *Рынок ценных бумаг* объединяет часть кредитного рынка и рынок инструментов собственности. Он охватывает операции по выпуску и обращению инструментов займа (облигаций, сертификатов, векселей), инструментов собственности (акций), а также их гибридов (которые имеют признаки как облигаций, так и акций) и производных (дериватов).
- 3) *Валютный рынок* — это механизм, с помощью которого устанавливаются правовые и экономические взаимоотношения потребителей и продавцов валют.

При другом подходе к структуре финансового рынка специалисты выделяют следующие составляющие:

- 1) *Рынок наличных денег и краткосрочных платежных средств*, которые выполняют функции наличных (векселей, чеков); сюда можно отнести также рынок валюты.
- 2) *Рынок ценных бумаг* (фондовый рынок).

- 3) *Рынок ссудного капитала* (кратко-, средне- и долгосрочных банковских кредитов).

В рамках третьего подхода вычленяют такие составляющие финансового рынка:

- 1) Денежный рынок наличных денег, краткосрочных кредитных операций, валюты.
- 2) Рынок капиталов — рынок ценных бумаг, средне- и долгосрочных кредитов.

Как бы ни трактовалась структура финансового рынка, очень важным является распределение излишка средств (сбережений), их мобилизация и перераспределение между сферами и секторами эффективно функционирующей экономики. Этот процесс осуществляется именно через финансовый рынок.

2.6 Особенности рынков, входящих в состав финансового

Особенность рынка капиталов заключается в специфическом характере товара. Ценные бумаги это товар особого рода. Не имея собственной стоимости, они могут быть проданы по высокой рыночной цене. Ценные бумаги могут быть связаны со средне- и долгосрочными банковскими кредитами. Это форма движения ссудного капитала, предоставленного банками займы на условиях обеспеченности, возвратности, срочности. Функциями рынка капиталов являются аккумуляция временно свободных денежных средств, их перераспределение, а также эмиссия денежных знаков в обращение через систему кредитования.

Каждый элемент финансового рынка влияет на все остальные рынки. Участниками финансового рынка являются, с одной стороны, индивиды, компании, правительственные органы, располагающие свободными средствами и готовые предоставить их пользователю, а с другой — нуждающиеся в них и готовые уплатить за их использование. На финансовом рынке происходит обмен денег будущих на деньги настоящие при посредничестве банков. Это способствует переходу фондов (рисунок 2.6).



Рис. 2.6 – Прямое финансирование и посредничество

Теперь необходимо сказать несколько слов о взаимосвязях внутренних и внешних проблем предприятия (фирмы) с точки зрения управления финансами, достижения желаемого результата (рисунок 2.7).

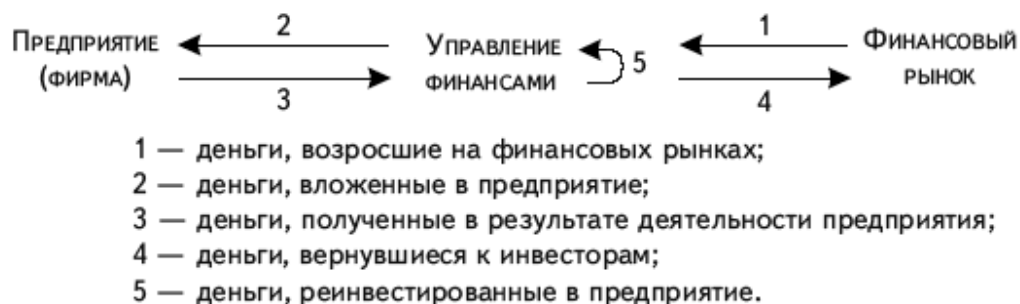


Рис. 2.7 – Движение денежных средств

Внутренними являются проблемы собственно фирмы (производимая продукция, технологические возможности, издержки производства, рентабельность и т. п.), а внешними — воздействие на фирму вышеуказанных секторов финансового рынка (процентной, налоговой, дивидендной политики и т. п.).

Предприятие получает на финансовом рынке недостающие средства для расширения деятельности (рисунок 2.7). За их использование необходимо платить проценты. Собственники предприятий рассчитывают сделать это за счет полученных дивидендов. Зачастую происходит столкновение интересов предприятия и государства (последнее реализует свои интересы через налоги и возможности получения субсидий и кредитов).

Вся эта гамма сложных экономических отношений завязана на финансовом рынке, инфраструктура которого отражена в таблице 2.1.

Таблица 2.1 – Основные элементы инфраструктуры финансового рынка

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

Государство также имеет тесную связь с финансовым рынком. В основном эта связь осуществляется через реализуемые в денежной форме экономические отношения (государственные финансы), которые возникают между ним и другими субъектами по поводу производства и распределения части валового продукта (рисунок 2.8). При этом образуются централизованные фонды.

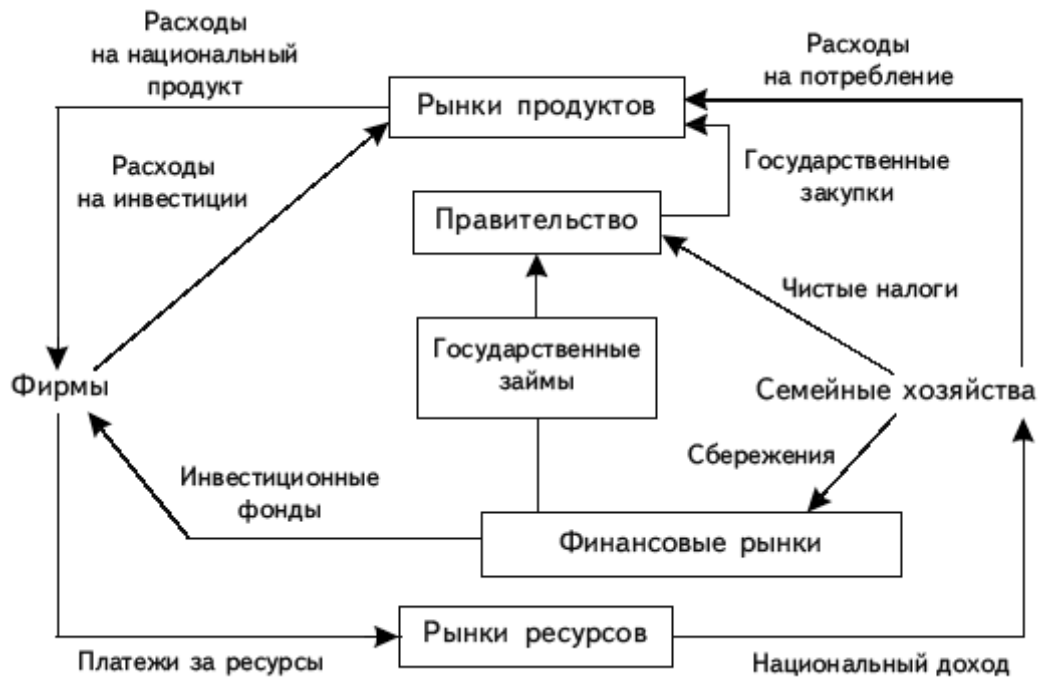


Рис. 2.8 – Взаимосвязь между государством и финансовым рынком

Финансовый рынок имеет решающее значение для развития экономики. На нем избыток накоплений в одних секторах уравнивается их недостатком в других; при этом устанавливается уровень процента, существенно влияющий на стоимость инвестиций. Государственный сектор, предоставляя кредиты и получая займы, играет на финансовом рынке важную роль. Когда государству нужно занять на нем много денег или, напротив, у него активное сальдо бюджета и оно предоставляет кому-то крупные денежные суммы, то это, конечно, влияет и на процент, и на объемы кредита, что отражается на всей экономике. Поэтому при анализе воздействия государства на финансовый рынок и его экономических последствий говорят об управлении процентом, денежной массой, кредитами, о валютном курсе.

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



Вопросы для самоконтроля по главе 2

- 1) Дайте определение финансового рынка и выделите основные его сегменты.
- 2) Какие модели финансовых рынков выделяют в мировой практике?
- 3) Какие факторы влияют на финансовые рынки в мировой практике?
- 4) Охарактеризуйте процесс глобализации финансовых рынков.
- 5) Дайте определение понятиям «Инвестиции» и «Сбережения».

- 6) Кто является субъектом и что является объектом международного финансового рынка?
- 7) Какова структура международного финансового рынка?
- 8) Каковы особенности мировых финансовых рынков?
- 9) Назовите основные функции финансового рынка?
- 10) Каковы предпосылки развития мировых финансовых рынков?
- 11) Какое влияние оказывает глобализация экономики на мировые финансовые рынки?
- 12) Какова объективная необходимость функционирования международного финансового рынка?
- 13) Что такое фиктивный капитал?
- 14) Назовите основные особенности финансового рынка?

Глава 3

РЫНОК КАПИТАЛОВ

3.1 Значение и структура рынка капиталов



.....
Рынок капиталов — это часть финансового рынка, где формируются спрос и предложение на средне- и долгосрочный ссудный капитал, специфическая сфера рыночных отношений, где объектом сделки является предоставленный в ссуду денежный капитал и формируются спрос и предложение на него.
.....



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

Формой движения ссудного капитала является кредит. Основным его источником служат денежные средства, высвобождаемые в процессе воспроизводства: амортизационные фонды предприятий, часть оборотного капитала в денежной форме, прибыль, идущая на обновление и расширение производства, денежные доходы и сбережения всех слоев населения.

Рынок капиталов условно можно разделить по временному признаку на рынок краткосрочных и долгосрочных кредитов.



.....
Рынок, где кредиты предоставляются на период от нескольких недель до одного года, принято называть денежным рынком.
.....



.....
Рынок, на котором кредиты предоставляются на более длительные сроки, условно называют рынком ссудных капиталов.

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

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

Наиболее развитым можно считать рынок ссудных капиталов США.

Он отличается разветвленностью, наличием мощной кредитной системы и развитого рынка ценных бумаг, высоким уровнем накопления денежного капитала, широкой интернационализацией.

С функциональной точки зрения рынок капиталов — это система рыночных отношений, обеспечивающих аккумуляцию и перераспределение денежных капиталов с целью обеспечения воспроизводства кредитом; с институциональной — совокупность кредитно-финансовых учреждений, фондовых бирж, через которые движется ссудный капитал.

О рынке капиталов можно сказать следующее.

- 1) Это составная часть финансового рынка, которая распадается на рынок ценных бумаг и рынок средне- и долгосрочных банковских кредитов.
- 2) Это также важнейший источник долгосрочных инвестиционных ресурсов для правительства, корпораций и банков.
- 3) Денежный рынок предоставляет высоколиквидные средства в основном для удовлетворения краткосрочных потребностей. Рынок ссудных капиталов обеспечивает долгосрочные потребности в финансовых ресурсах.
- 4) Рынок капиталов прошел эволюцию от зарождения на рынке простого товарного производства в форме обращения ростовщического капитала до широкого развития рынка ссудных капиталов на всеобщем рынке (объект сделки — предоставляемый в ссуду денежный капитал на основе соотношения спроса и предложения на этот товар и ставки ссудного (кредитного) процента).
- 5) Рынок капиталов охватывает обращение ссудного и банковского капиталов, коммерческого и банковского кредитов, а также функционирование кредитных аукционов.

3.2 Денежный рынок

3.2.1 Суть денежного рынка и его значение для формирования и развития рыночных отношений



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

С развитием международно-кредитных валютных отношений сформировался международный денежный рынок (крупнейшим в мире рынком денег является нью-йоркский, важными — рынки Лондона, Токио, Парижа).

Основными инструментами денежного рынка являются векселя, депозитные сертификаты, банковские акцепты. Его основные институты — банки, учетные дома, брокерские и дилерские фирмы. В качестве источников ресурсов служат средства, привлеченные банковской системой.

Основными заемщиками являются фирмы, кредитно-финансовые институты, государство, население.

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

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

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

Конъюнктура на денежном рынке зависит от следующих факторов:

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

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

Спрос на деньги (MD) формируется из таких составляющих:

- спроса на деньги как средства обращения (делового, операционного или спроса на деньги для совершения сделок);

- спроса на деньги как средства сохранения стоимости (спроса на деньги как активы, спроса на запасную стоимость или спекулятивного спроса).

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

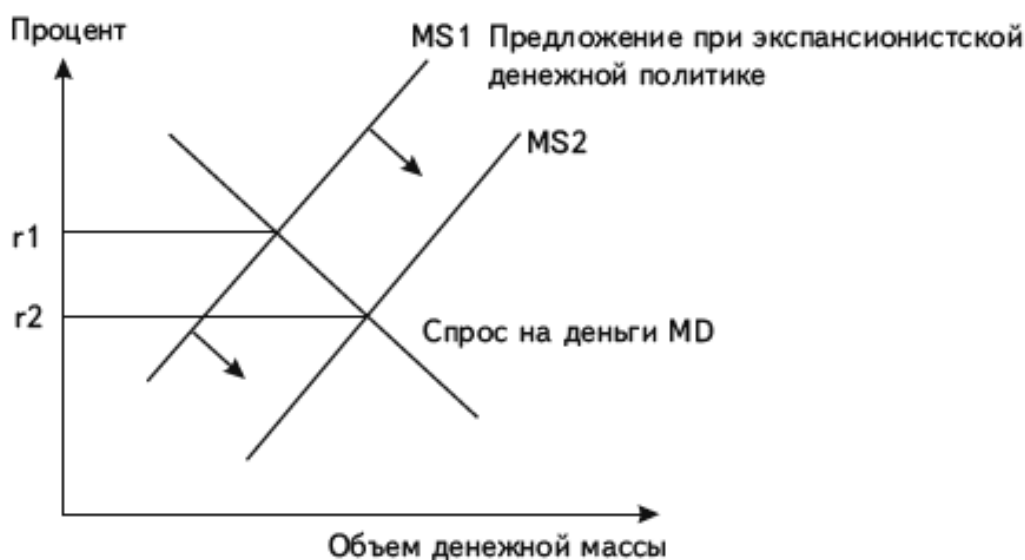


Рис. 3.1 – Простая модель рынка денег

По горизонтальной оси откладывается объем денежной массы, а по вертикальной — процент (цена денег). Спрос на денежную массу уменьшается с увеличением процента. Чем больше процент, тем менее разумно хранить свои средства в виде наличных денег. Лучше иметь их в виде средств, приносящих доход. С понижением процентной ставки спрос на денежную массу возрастает.

3.2.2 Составляющие денежного рынка

Итак, денежный рынок — это механизм отношений между юридическими лицами (фирмами, предприятиями), которым требуются средства для своего развития, с одной стороны, и организациями и гражданами (населением, домашними хозяйствами), которые могут предоставить такие средства, с другой. Этот рынок объединяет три главные составляющие: учетный, межбанковский и валютный рынки. Все они выполняют несколько основных функций, и в этом их сходство (об отличиях будет сказано далее):

- объединение мелких сбережений населения, государства, частного бизнеса, зарубежных инвесторов и создание мощных денежных фондов;
- трансформация этих средств в ссудный капитал, что обеспечивает внешние источники финансирования предприятий (фирм);
- направление части средств на межбанковский рынок, что обеспечивает устойчивость кредитной системы, а также процесс расширенного воспроизводства через выдачу опосредованных ссуд «Центральный Банк — Ком-

мерческие Банки», «Коммерческие Банки — Коммерческие Банки», «Коммерческие Банки — предприятие», население;

- предоставление ссуд государственным органам для решения неотложных задач, покрытия дефицита бюджета.



Выводы

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

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

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

3.3 Учетный рынок

3.3.1 Значение и место учетного рынка в процессе развития рыночной экономики



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

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

С конца XIX в. получил развитие рынок краткосрочных казначейских векселей, выкупаемых для финансирования государственного долга. Их продают и покупают с дисконтом. Понятие учетного рынка в некоторых странах распространяется также на сделки с государственными облигациями, до погашения которых осталось не более 5 лет.

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

Основными инструментами на учетном рынке являются казначейские и коммерческие векселя, другие виды краткосрочных обязательств.



.....
Казначейский вексель — выпускается государством для покрытия своих расходов и представляет собой его краткосрочные обязательства со сроком погашения 3, 6 и 12 месяцев.



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



.....
 Банки могут выпускать *банковские векселя*, которые представляют собой средство платежа и имеют многократную оборачиваемость.

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

Институциональная структура учетного рынка включает следующие элементы:

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



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

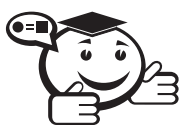
Он выдается под обеспечение коммерческими, казначейскими и другими векселями, ценными бумагами, товарами; погашается заемщиком обычно с предупреждением за 27 дней. Онкольный кредит считается наиболее ликвидной статьей актива банка после кассовой наличности.

Учетный рынок и его институты помогают предприятиям осуществлять финансирование на основе краткосрочного привлеченного капитала вексельных кредитов. С помощью коммерческих векселей приобретаются сырье и товары; погашаются они за счет выручки от проданного готового товара. Вексельный кредит в большинстве случаев предоставляется поставщикам.

Центральный банк Российской Федерации, например, выполняет такие операции:

- выдает кредиты коммерческим банкам;
- покупает, хранит и продает государственные ценные бумаги;
- выдает кредиты на срок не более 3 месяцев, под залог векселей;
- покупает и продает иностранную валюту и платежные документы в иностранной валюте.

3.3.2 Виды ценных бумаг, обращающихся на учетном рынке, и их характеристика



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

Банковские векселя могут быть средством платежа.



.....
Казначейский вексель — один из видов государственных ценных бумаг. Это краткосрочные обязательства государства (сроком до 12 месяцев).

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



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

Различают вексель простой и переводной. Простой вексель содержит простое и ничем не обусловленное обязательство векселедателя уплатить владельцу векселя после указанного срока определенную сумму. Переводной вексель (тратта) содержит письменное указание векселедержателя (трассанта), адресованное плательщику (трассату), уплатить третьему лицу (ремитенту) определенную сумму денег в определенный срок. Тратта, как правило, обращается. Срок ее обращения

короткий — до 90 дней. Переводной вексель должен иметь акцепт — обязательство плательщика (трассата) оплатить этот вексель (тратту) при наступлении указанного в нем срока.

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



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

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



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

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



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

В России чеки используются для безналичных расчетов, а также для получения наличных денег со счета (денежный чек). Чеки бывают ордерные — выписанные на определенное лицо с обязательным предупреждением о приказе оплатить;

предъявительские — без наименования получателя; именные — на определенное лицо. Чекодатель обычно предъявляет чек в свой банк на инкассо. Чек заменяет деньги в платежном обороте, выступает в роли кредитных денег. Он должен иметь покрытие. Обращение чеков в разных странах регулируется единообразными законами о чеках и Женевской конвенцией. При обращении банковского чека не указывается, кому или чьему приказу нужно платить, т. е. ставится только надпись индоссамент. Чек может быть просто передан другому лицу. Ответственность по нему при передаче устраняется оговоркой на обратной стороне «Без оборота на меня». Это исключает ответственность перед всеми последующими держателями чека.

3.4 Межбанковский рынок

3.4.1 Межбанковский рынок как часть рынка ссудных капиталов

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

Наиболее распространенные сроки депозитов 1, 3 и 6 месяцев, предельные от одного дня до 2 лет. Средства межбанковского рынка используются КБ не только для краткосрочных, но и для средне- и долгосрочных активных операций, регулирования балансов, выполнения требований национальных банков. Процентные ставки учитывают собственно издержки коммерческих банков, принимаемый ими кредитный риск, соотношение спроса и предложения и другие факторы. Они являются базовыми при расчете процентных ставок по другим, более долговременным кредитам на национальном и международном рынках ссудных капиталов. Межбанковский рынок играет важную роль в обеспечении нормальных условий функционирования денежного рынка. Он является объектом государственного регулирования, служит передаточным механизмом воздействия государственных органов на деятельность коммерческих банков, состояние денежно-кредитной и валютной сферы и непосредственно на экономику в целом.

Коммерческие банки могут также самостоятельно вводить определенные ограничения, например лимиты на проведение операций с межбанковскими депозитами с каждым конкретным заемщиком или кредитором. Примерами межбанковских рынков могут служить рынок федеральных фондов США и, в определенной мере, евторынок.

3.4.2 Межбанковские депозиты и сроки привлечения свободных денежных ресурсов

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

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

На кредитном рынке преобладают краткосрочные межбанковские кредиты, в том числе короткие деньги (кредиты, выдаваемые на срок от одного дня до двух недель).

Коммерческие банки получают кредиты у ЦБРФ в форме переучета и перезалога ценных бумаг, а также в результате покупки свободных кредитных ресурсов на межбанковском рынке (в первую очередь, у того же ЦБРФ). Они имеют право самостоятельно устанавливать уровень процентной ставки по этим кредитам в зависимости от спроса и предложения на межбанковском рынке и уровня учетной ставки ЦБРФ.

Общий объем межбанковских кредитов ограничивается двукратным размером собственных средств банка. Таким образом, коммерческие банки решают тактические проблемы, связанные с текущими операциями.

Вследствие большого притока вкладов или сокращения выдаваемых ссуд могут образовываться избыточные резервы. Самым подходящим для клиента является тот банк, который предлагает наивысшую процентную ставку.

Межбанковские ссуды — одна из наиболее распространенных форм хозяйственного взаимодействия кредитных организаций. Текущая ставка по межбанковским кредитам — важнейший фактор, определяющий учетную политику конкретного коммерческого банка по остальным видам выдаваемых кредитов. Конкретная величина этой ставки зависит от центрального банка, являющегося активным участником и прямым координатором рынка межбанковских кредитов. Отсутствие регулирования на нем может вызвать кризис межбанковских платежей.

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

3.4.3 Операции на межбанковском рынке

Банк выступает в роли финансового посредника при перераспределении денежных средств и осуществлении платежей на финансовом рынке. Центральный банк проводит операции по рефинансированию коммерческих банков. Кредитные ресурсы предоставляются в виде прямых и ломбардных кредитов, переучета векселей и проведения кредитных аукционов.

Эти операции проводятся тогда, когда коммерческие банки испытывают трудности и не могут в короткое время привлечь ресурсы из других источников.

Центральный банк играет роль кредитора последней инстанции. Такие кредиты краткосрочны, выдаются под высокие проценты и требуют обеспечения залогом.

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

$$СО/валюта\ баланса \cdot 100\%. \quad (3.1)$$

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

Операции на межбанковском рынке влияют на платежеспособность коммерческих банков через возможность рефинансирования в Центральном банке (это является также объектом контроля последнего). Ресурсы межбанковского рынка относятся к вопросам ликвидности коммерческого банка, если рассматривать эту ликвидность как поток с учетом возможности банка получить кредит на межбанковском рынке и обеспечить поступление наличных денег от операционной деятельности. Недостаток ликвидных средств подталкивает коммерческие банки к операциям на межбанковском рынке и установлению нормы ликвидности на отчетную дату.

3.5 Кредитный рынок

3.5.1 Содержание, принципы, источники образования кредитных ресурсов

Под международным кредитным рынком понимается экономический механизм аккумуляции и перераспределения кредитного капитала во всемирном масштабе, т. е. совокупность национальных рынков кредитного капитала и евторынка.

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

Кредитный капитал, т. е. капитал, используемый для предоставления кредитов и лежащий в основе формирования кредитных ресурсов, имеет несколько источников своего образования:

- денежные капиталы, временно освобождающиеся в процессе кругооборота капитала в промышленности: из-за постепенного снашивания основного капитала (амортизационный фонд); из-за несовпадения по времени процессов закупки сырья, выплаты заработной платы с процессом реализации продукции; вследствие накопления прибыли в размерах больших, чем необходимо для расширения производства;
- капиталы, которые вкладываются в производство;
- временно свободные денежные средства (сбережения) населения и государства, предоставляемые в кредит предпринимателям и производителям.

Таким образом, в течение некоторого времени часть денежного капитала остается свободной и может служить источником кредитного капитала.

Основные принципы международного кредитования:

- возвратность;
- срочность;
- платность;
- обеспеченность;
- цель использования.

Принципиально отличаясь от традиционного механизма ценообразования на другие виды товаров, определяющим элементом которого выступают общественно необходимые затраты труда на их производство, цена кредита отражает общее соотношение спроса и предложения на рынке кредитных капиталов и зависит от целого ряда факторов, в том числе конъюнктурного характера.

Предложение кредитного капитала зависит от нескольких факторов, в частности:

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

Спрос на кредитный капитал также определяется следующими факторами:

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

В современных условиях кредитной сделкой можно назвать любую экономическую или финансовую операцию, приводящую к возникновению задолженности одного из участников. Погашение задолженности производится должником одновременно или в рассрочку. Причем в общую сумму платежа, кроме долга, включается надбавка в виде процента.

В продолжение описанному в разделе 3.1, ссудный капитал можно определить как своеобразный товар, потребительская стоимость которого определяется способностью продуктивно использоваться заемщиком, обеспечивая ему прибыль (часть которой используется для последующей выплаты ссудного процента).

Кредитные ресурсы и плата за их использование чаще всего возвращаются через определенное время. Таким образом, в отличие от денежного рынка процедура передачи денежных средств от кредитора к заемщику всегда имеет разнесенный во времени характер в части механизма уплаты.

В разделе 3.2 мы описывали рынок краткосрочных кредитов, который принято называть денежным рынком. В данном же разделе рассматривается рынок средне- и долгосрочных кредитов, именуемый рынком ссудных капиталов. Рынок ссудных капиталов — это один из финансовых рынков, особая сфера финансовых отношений, связанных с процессом обеспечения кругооборота ссудного капитала.

Основные участники этого рынка:

- *первичные инвесторы*, т. е. владельцы свободных финансовых ресурсов, на различных началах мобилизуемых банками и продаваемых в ссудный капитал;
- *специализированные посредники* — кредитно-финансовые организации, осуществляющие непосредственное привлечение (аккумуляцию) денежных средств, превращение их в ссудный капитал и последующую временную передачу его заемщикам на возвратной основе за плату в форме процентов;
- *заемщики* — юридические и физические лица, а также государства, испытывающие недостаток в финансовых ресурсах и готовые заплатить специализированному посреднику за право их временного пользования.

Таким образом, учитывая целевую направленность выделяемых банками кредитных ресурсов, можно дифференцировать кредитный рынок на такие сегменты:

- *денежный рынок* — совокупность краткосрочных кредитных операций, обслуживающих движение оборотных средств;
- *рынок ссудных капиталов* — совокупность средне- и долгосрочных операций, обслуживающих движение прежде всего основных средств;
- *фондовый рынок* — совокупность кредитных операций, обслуживающих рынок ценных бумаг;
- *ипотечный рынок* — совокупность кредитных операций, обслуживающих рынок недвижимости.

Кредитные рычаги используются в качестве одного из наиболее эффективных регуляторов рыночной экономики:

- среднесрочные ссуды, выдаваемые на цели как производственного, так и чисто коммерческого характера. Наибольшее распространение они получили в аграрном секторе, а также при кредитовании инновационных процессов со средними объемами требуемых инвестиций;
- долгосрочные ссуды, выдаваемые в инвестиционных целях. Для них характерен большой объем передаваемых ресурсов. Особое развитие они получили в капитальном строительстве, топливно-энергетическом комплексе, сырьевых отраслях экономики. Такие ссуды выдаются на срок от 3 до 5 лет.

3.5.2 Функции и формы международного кредита

Вопрос о функции кредита является дискуссионным. Расхождения касаются не только трактовки отдельных функций, но и их качеств. Поскольку из сути кредита вытекает, что с его помощью происходит перераспределение стоимости на условиях возвратности, то можно сказать, что кредит выполняет функцию перераспределения стоимости в процессе воспроизводства.



.....
Перераспределительная функция состоит в том, что временно свободные средства юридических и физических лиц с помощью кредита передаются во временное пользование предприятий и населения для удовлетворения их производственных и личных нужд.

Такое перераспределение дает возможность ускорить привлечение материальных ресурсов в производственное и личное потребление. Поэтому перераспределяются не только денежные средства, а и материальные ресурсы.



.....
Антипационная (эмиссионная) функция состоит в создании кредитных денег для денежного обращения. Ее выполняет только банковский кредит.

Методами кредитной экспансии и кредитной рестрикции (сужения) регулируется количество денег в обращении, причем изъятие денег из обращения с помощью кредита достигается тяжелее, чем их выпуск в обращение.



.....
Контрольная функция состоит в том, что в процессе кредитного перераспределения средств обеспечивается банковский контроль над деятельностью заемщика.

Возможности такого контроля вытекают из самой природы кредита. Следует подчеркнуть, что, вступив в кредитные отношения, получатель кредита также должен контролировать свою деятельность с тем, чтобы своевременно и полностью возратить кредитные ресурсы.



.....
Возвратность кредита дает возможность не только выявлять нарушения процесса производства или реализации продукции, но и заинтересовывает предприятие не допускать их, поскольку такие нарушения приводят к выплате лишних процентов банку, вплоть до ограничения или полного прекращения выдачи кредитов.

Что касается форм кредитов, то долгосрочный международный кредит используется для инвестирования в основные средства производства. Среднесрочные кре-

днты сопровождают поставки потребительских товаров длительного пользования.

Классификация форм международного кредита осуществляется в основном по следующим признакам:

- 1) *по назначению*, т. е. в зависимости от того, в какой сфере кредитуются сделки:
 - коммерческие кредиты, обслуживающие международную торговлю товарами и услугами;
 - финансовые кредиты, направляемые на инвестирование в промышленность, на покупку ценных бумаг, на проведение валютной интервенции центральным банком;
 - промежуточные кредиты, используемые для обслуживания смешанных форм вывоза капиталов, товаров и услуг;
- 2) *по технике предоставления*:
 - наличные кредиты, зачисляемые на счет заемщика, являющиеся важным условием для экспорта товаров;
 - акцептные кредиты, являющиеся акцептом тратты импортером или банком, дающими согласие платить;
 - депозитные сертификаты;
 - облигационные займы, которые используются для долгосрочного привлечения средств;
 - консорциальные кредиты, позволяющие заемщику привлекать особо крупные суммы на длительный срок;
- 3) *по обеспечению*:
 - обеспеченные;
 - бланковые (доверительные).

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

3.5.3 Влияние кредита на развитие макроэкономических процессов

Рассматривая результаты функционирования кредита в современных условиях, прежде всего необходимо отметить его регулируемую роль:

- кредит — источник формирования основных и оборотных фондов; он увеличивает скорость оборота фондов;
- кредит тесно взаимодействует со сбалансированностью экономики, являющейся важнейшим условием эффективности общественного производства, сбалансированностью между временно свободными ресурсами и объемом перераспределяющихся средств. Несоблюдение этого баланса ведет к искажению природы кредита и негативно влияет на денежный оборот;

- кредитные отношения, в свою очередь, влияют на сбалансированность экономики, регулирование (поддержание или оптимизацию) пропорций общественного воспроизводства между производственной и непроизводственной сферами. У нас происходит перелив ссудных капиталов из сферы производства в сферу обращения, который способствует нарушению макроэкономической сбалансированности;
- кредит — один из факторов рыночных отношений;
- кредит влияет на товарно-денежную сбалансированность, ведет к увеличению производства товаров (а в 60 — 70-х годах, наоборот, вызвал настоящий товарно-денежный дисбаланс, так как деньги частично утратили товарное обеспечение);
- кредит регулирует совокупный денежный оборот, а посредством последнего — внутрихозяйственный оборот каждого субъекта экономической деятельности и оборот денежных доходов населения. Вследствие этого происходит расширение рынка с позиции спроса. Этот аспект важен еще и потому, что денежные знаки и платежные средства, которые обращаются в современных денежных системах, имеют кредитный характер. Поскольку кредит замещает наличные деньги, то он оказывает непосредственное влияние на денежную массу, находящуюся в обращении. Регулирование идет централизованно через кредитную сферу с использованием нормы обязательных резервов, учетной ставки и т. д. (возвратное движение кредита значительно осложняется в случае замедления денежного оборота или его расстройств, вызванного инфляцией).

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

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

3.5.4 Синдицированное кредитование

К одним из самых важных способов привлечения финансовых ресурсов на международном рынке капиталов в последнее время можно отнести синдицированные кредиты.

Доля синдицированных кредитов составляет почти 1/3 общего объема заимствований на международном уровне. Предпосылками возникновения такого рода кредитования являются:

- рост инвестиционной активности в национальных экономиках;
- потребность в финансировании крупных масштабных проектов;

- диверсификация кредитных рисков;
- преодоление нормативно установленных ограничений при привлечении больших объемов кредитования.



.....
Синдицированным является кредит, предоставляемый одному заемщику на единых условиях несколькими кредиторами (синдикатом банков) через банк, аккумулирующий их кредитные ресурсы.

Синдикат банков объединяет на срок свои временно свободные денежные ресурсы для кредитования (как правило, долгосрочного) крупного объекта ввиду необходимости диверсификации рисков, недостаточности свободных ресурсов или невозможности предоставить кредит на всю сумму одним банком, ограниченным официальным нормативом в части кредитного риска на одного заемщика.

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

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

Основные черты синдицированного кредита:

- 1) кредиторами являются несколько банков одновременно;
- 2) единство документации — все заключаемые в рамках кредита договоры являются многосторонними, подписываются всеми кредиторами и заемщиком без возможности заключения соглашений на двусторонней основе;
- 3) равноправие кредиторов — ни один из банков не имеет преимуществ по взысканию задолженности, а все средства, поступающие для погашения кредита или от реализации обеспечения, делятся между ними пропорционально предоставленной каждой сумме;
- 4) принцип единства информации — вся информация, относящаяся к синдицированному кредиту, должна быть известна и всем кредиторам, и заемщику. Обмен информацией осуществляется через банк-агент, который обеспечивает ею всех участников сделки.

Теоретически заемщиком могут быть любые юридические лица, органы государственной власти или местного самоуправления, финансовые институты, включая кредитные организации. Но на практике 75% мирового рынка синдицированного кредитования — это кредиты коммерческим организациям. Заемщиками таких кредитов выступают, как правило, крупные промышленные компании, имеющие стабильный бизнес, стабильное финансовое состояние, положительную кредитную репутацию, так как основной мотив получения такого кредита — сумма кре-

дита, большая чем можно получить от одного банка. Так, в России чаще всего заемщиками данных кредитов выступают корпорации, экспортирующие высоколиквидную продукцию (нефть, газ, газовый конденсат, цветные и черные металлы).

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

Все кредиты можно разделить, в частности, по *способу предоставления*. Если кредитор один, то это *индивидуальное кредитование* (кредитование одним кредитором), а если же кредиторов 2 и больше, то это *синдицированное кредитование*.

И индивидуальное, и синдицированное кредитование имеют одинаковые виды, и их можно классифицировать по одним и тем же основаниям: по сроку предоставления, по валюте предоставления, по экономическому назначению, по форме предоставления, по технике предоставления, по времени и технике погашения кредита.

Интерес представляют виды синдицированных кредитов, различающиеся по рынкам обращения таких кредитов, каковыми являются первичный рынок и вторичный рынок.

Первичный рынок синдицированных кредитов охватывает работу по синдикации до подписания кредитной документации. Банки, присоединившиеся к синдикату кредиторов на этом этапе организации сделки, будут первичными сторонами документации и «выиграют» за счет публикации информации о сделке после ее заключения.

На *вторичном рынке* имеет место уступка или продажа кредиторами долей в сделке, приобретенных ими на первичном рынке.

В процессе синдикации каждый банк — потенциальный участник — закрепляет за собой часть суммы кредита. Как только вся сумма кредита расписана, начинается согласование и оформление документации. В период до подписания документации банкам-участникам не рекомендуется передавать свои доли, что оговаривается в информационном меморандуме.

16 января 2004 г. Банком России была принята Инструкция № 110-И «Об обязательных нормативах банков». В этой инструкции были даны новые определения синдицированных кредитов, регулирующие возможные формы соответствующей кредитной документации.

В соответствии с данной Инструкцией к синдицированным кредитам относятся такие кредиты, предоставление которых предусматривает принятие риска двумя или более банками согласно заключенным между ними договором (договорами). При этом рассматриваются:

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

К *совместно инициированному кредиту* относится совокупность отдельных кредитов, предоставленных кредиторами (участниками синдицированного кредита или синдиката) одному заемщику, если в условии договора по предоставлению кредита указано, что:

- срок погашения обязательств заемщика перед кредиторами и величина процентной ставки идентичны для всех договоров;

- каждый кредитор обязан предоставить денежные средства заемщику в размере и на условиях, предусмотренных отдельным двухсторонним договором;
- каждый кредитор обладает индивидуальным правом требования к заемщику согласно условиям заключенного двухстороннего договора, и соответственно требования на заемщика по возврату полученных денежных сумм (основного долга и процентов) носят индивидуальный характер и принадлежат каждому конкретному кредитору в размере и на условиях, предусмотренных заключенными договорами;
- все расчеты по предоставлению и погашению кредита производятся через кредитную организацию, которая может одновременно являться кредитором, исполняющую агентские функции (банк-агент);
- банк-агент действует от лица кредиторов на основании многостороннего соглашения, заключенного с кредиторами, которое содержит общие условия предоставления заемщику синдицированного кредита, а также определяет взаимоотношения между кредиторами и банком-агентом.

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

- доля каждого банка-участника синдиката в совокупном объеме приобретаемых ими прав требования к заемщику (основной суммы долга и процентов по кредиту) определяется соглашениями между банками-участниками синдиката и первоначальным кредитором и фиксируется в каждом отдельном договоре об уступке прав требования, заключенном между первоначальным кредитором и банком-участником синдиката;
- порядок действий банков-участников синдиката в случае неплатежеспособности заемщика, в том числе обращения взыскания на залог, иное обеспечение по кредиту в случае наличия такового, определен многосторонним договором.

К *синдицированному кредиту без определения долевых условий* относится кредит, выданный банком-организатором синдицированного кредитования заемщику от своего имени в соответствии с условиями заключенного с заемщиком кредитного договора, при условии заключения банком-организатором синдиката кредитного договора с третьим лицом, в котором определено, что указанное третье лицо:

- обязуется предоставить банку-организатору синдиката денежные средства не позднее окончания операционного дня, в течение которого банк-организатор синдиката обязан предоставить заемщику денежные средства в соответствии с условиями кредитного договора в сумме, равной или меньшей суммы, предоставляемой в этот день банком-организатором синдиката заемщику;
- вправе требовать платежи по основному долгу, процентам, а также иные выплаты в размере, в котором заемщик исполняет обязательства перед банком-организатором синдиката по погашению основного долга, процентов и иных выплат по предоставленному ему банком кредиту, не ранее момента реального осуществления соответствующих платежей.

Кредиты *не относятся* к синдицированным без определения долевых условий, если:

- соглашение между банком и третьим лицом предусматривает условие о предоставлении банком обеспечения по полученным от третьего лица денежным средствам;
- банк осуществляет платежи по основному долгу, процентам и иным выплатам третьему лицу до момента реального исполнения заемщиком соответствующих обязательств.

При определении уровня риска по синдицированным кредитам в отношении банка-агента и кредиторов применяются следующие коэффициенты риска:

- 1) *По совместно инициированному синдицированному кредиту* для банка-агента в отношении средств, предоставленных заемщику кредиторами через банк-агент, — коэффициент риска 0%, в отношении средств, предоставленных заемщику от своего имени и за свой счет, — коэффициент риска увеличивается. Для кредиторов (участников синдицированного кредитования) — самый большой из коэффициентов риска, предусмотренных в отношении заемщика и банка-агента.
- 2) *По индивидуально инициированному синдицированному кредиту для первоначального кредитора:*
 - в отношении части кредита, права требования к заемщику по которой уступлены участникам синдиката при отсутствии условий, предусматривающих права либо обязанность первоначального кредитора по обратному приобретению у участника синдиката ранее уступленного первоначальным кредитором права требования, — коэффициент риска 0%;
 - в отношении части кредита, права требования к заемщику по которой сохраняются у первоначального кредитора, коэффициент риска предусматривается в отношении заемщика Инструкцией;
 - для участников синдиката в отношении приобретенных прав требования к заемщику (при отсутствии коэффициента риска) предусматривается в отношении заемщика Инструкцией;
 - при наличии «опционной оговорки» коэффициент риска предусматривается в отношении заемщика Инструкцией.
- 3) *По синдицированному кредиту без определения долевых условий:*
 - для банка-организатора синдиката в отношении совокупной величины кредита — коэффициент риска предусматривается в отношении заемщика Инструкцией;
 - для третьего лица, предоставившего средства банку-организатору синдиката (банк-заемщик), коэффициент риска предусматривается Инструкцией в отношении банка-заемщика.

Главная проблема заключается в том, что ни один из типов синдицированного кредитования, предусмотренных инструкцией Банка России № 110-И, по структуре организации и документооборота не соответствует наиболее часто используемым в международной и российской практике структурам синдицированного кредитования.



.....
Вопросы для самоконтроля по главе 3
.....

- 1) Что такое ссудный капитал?
- 2) Выделите основные составляющие рынка капиталов?
- 3) Дайте определение учетного рынка.
- 4) Что входит в институциональную структуру этого рынка?
- 5) Перечислите ценные бумаги, которые обращаются на этом рынке.
- 6) Какое место учетный рынок занимает в рыночной экономике? Ответ поясните.
- 7) В чем отличие долговых ценных бумаг от долевых ценных бумаг?
- 8) Какова роль международного кредита?
- 9) Кто является участниками международного кредитования?
- 10) Каковы источники международного кредита?
- 11) Каковы принципы международного кредита?
- 12) Каковы отличительные черты международных кредитов?
- 13) Какой кредит является синдицированным?

Глава 4

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

4.1 Сущность валютного рынка, его виды, участники

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

Предпосылками формирования и дальнейшего развития валютного рынка послужили:

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

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

С *организационной* точки зрения международный валютный рынок выступает как совокупность всех современных информационно-компьютерных технологий, позволяющих бесперебойно осуществлять валютные операции на национальном, региональном и международном уровнях.

Основными функциями международного валютного рынка являются:

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

Основными участниками мирового валютного рынка являются банки и другие финансовые учреждения, брокеры и брокерские фирмы, валютные биржи, международные валютно-кредитные и финансовые организации.

Условно участников можно разделить на три группы. Участники первой группы осуществляют операции как в собственных целях, так и в интересах клиентов. При этом участники могут работать на рынке, вступая в прямой контакт друг с другом, либо действовать через посредников. К этой группе относятся центральные банки, различные коммерческие банки и прочие финансовые учреждения.

Центральные банки. Их роль на современных валютных рынках чрезвычайно важна, ибо они занимают стратегическое положение на них и оказывают на валютные отношения значительное влияние. Главная задача центральных банков заключается в осуществлении валютной политики правительства страны, которая, в свою очередь, зависит от политической и экономической ситуации в стране и в мире.

Коммерческие банки. Проводят основной объем валютных операций, как конверсионных, так и депозитно-кредитных. Помимо удовлетворения заявок клиентов банки могут проводить операции и самостоятельно, за счет собственных средств.

На мировых валютных рынках наибольшее влияние оказывают крупные международные банки, ежедневный объем которых достигает миллиард долларов. Это такие банки, как: Deutsche Bank, Barclays Bank, Union Bank of Switzerland, Citibank, Chase Manhattan Bank, Standard Chartered Bank и другие.

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

Валютные биржи. В ряде стран функционируют валютные биржи, в функции которых входит осуществление обмена валют для юридических лиц, мобилизация свободных денежных ресурсов и формирование валютного курса.

Благодаря развитию телекоммуникационных технологий большинство ведущих финансовых учреждений мира пользуется услугами бирж круглые сутки напрямую или через посредников. Наиболее крупными мировыми биржами являются Лондонская, Нью-йоркская и Токийская валютные биржи.

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

Вторую группу участников международного валютного рынка составляют специализированные брокерские и дилерские организации. Помимо проведения соб-

ственных валютных операций, они осуществляют информационную и посредническую функции.

Третья группа участников включает финансовые небанковские учреждения, юридические и физические лица. Участники третьей группы лично не осуществляют операции с иностранными валютами, а пользуются услугами банков.

Среди институтов небанковского характера на валютном рынке действуют страховые, пенсионные фонды, инвестиционные компании, хедж-фонды.

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

Частные лица. Они получили возможность участвовать на валютном рынке благодаря внедрению во второй половине 80-х гг. XX в. маржинальной торговли (с использованием кредитного плеча). Они могут инвестировать свободные денежные средства на валютном рынке и получать доход, значительно превышающий проценты по банковским вкладам.

Такую возможность физическим лицам предоставляют дилинговые центры. Доступность Интернета привела к бурному развитию Интернет-трейдинга. Осуществление сделок с валютами производится посредством информационно-торгового терминала, предоставляемого дилинговыми центрами бесплатно. Как правило, дилинговые центры также предлагают различные обучающие курсы по теории и практике работы на рынке FOREX.

Валютный рынок состоит из множества национальных валютных рынков, которые в той или иной степени объединены в мировую систему.

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

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

Национальный валютный рынок — это рынок, где совершаются операции с определенными валютами и который обслуживает валютные потребности одной страны.

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

На биржевом секторе валютного рынка операции с иностранной валютой могут совершаться через валютную биржу или при операциях с производными финансовыми инструментами частично на товарных и фондовых биржах. Валютные биржи являются некоммерческими предприятиями, действующими на основании устава. Их основные функции заключаются не в получении высокой прибыли, а в мобилизации временно свободных средств через покупку-продажу иностран-

ной валюты и в установлении ее валютного курса. При этом сделки с иностранной валютой проводятся в строго определенное время биржевой сессии. Биржевой валютный рынок имеет ряд достоинств: является наиболее дешевым источником иностранной валюты; обладает абсолютной ликвидностью, высокой степенью организации и контроля. Особенностью и одним из основных отличий биржевого рынка от внебиржевого является то, что биржевой рынок не только и не столько обеспечивает проведение валютообменных операций, сколько играет важную роль в формировании валютных курсов иностранных валют.

Характерными чертами международного валютного рынка FOREX являются:

- *ликвидность*: рынок оперирует огромными денежными массами и позволяет осуществлять открытие или закрытие позиции любого объема практически по существующей на данный момент рыночной котировке. Ежедневный объем сделок на рынке Forex оценивается в 1—3 трлн долл. в день, что составляет от одного до трех годовых бюджетов США;
- *доступность*: возможность проводить валютные операции круглосуточно;
- *гибкое регулирование системы организации торговли*: на валютном рынке позиция может быть открыта на заранее установленный срок по желанию инвестора, что позволяет заранее планировать по времени свою будущую деятельность;
- *низкие издержки*: рынок FOREX не требует значительных комиссионных расходов, кроме естественной рыночной разницы между ценой покупки и ценой продажи, предоставляемой трейдеру банком;
- *направленность рынка*: движение валют имеет вполне определенную направленность, которая отражает присущие конкретной валюте изменения в динамике, что позволяет инвестиционным менеджерам формировать соответствующую стратегию;
- *интернационализация экономики и бизнеса*. В течение последних десятилетий в деловом мире усилилась конкуренция за расширение рынков. Становление рыночной экономики в бывших социалистических странах и адекватное вовлечение их в систему валютных отношений способствовало росту валютной торговли, появлению новых видов валютных сделок и возрастанию объема сделок на международном валютном рынке;
- *развитие телекоммуникаций*. Введение в действие дилинговых систем и интернет-трейдинга в конце видеоизменили торговлю валютой. Благодаря удобству, оперативности и безопасности дилинговых систем, увеличивается объем валютной торговли;
- *развитие компьютерных технологий*. Прогрессивные технологии широко используются для исполнения распоряжений клиентов, учета взаимных обязательств, предоставления рыночной информации в реальном времени, а также для взаимодействия с другими участниками валютного рынка. Новейшие программные продукты позволяют частным инвесторам проводить соответствующий анализ и делать прогноз динамики валютного курса;
- *унифицированность техники валютных операций*;

- *широкое развитие валютных операций* с целью страхования валютных и кредитных рисков.

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

В зависимости от объема, характера валютных операций и набора используемых валют валютный рынок подразделяют на международный, региональный и национальный. Международные валютные рынки находятся в Лондоне, Нью-Йорке, Франкфурте-на-Майне, Париже, Цюрихе, Токио. На региональных и национальных (местных) рынках банки проводят операции лишь с ограниченным количеством свободно конвертируемых валют.

4.2 Специфика международных расчетов и условия расчетов по внешнеторговым сделкам



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

Наиболее часто применяются платежи по внешней торговле, услугам, кредитам и инвестициям. Международные расчеты совершаются в основном через банки с помощью корреспондентских отношений преимущественно в безналичном порядке.

Состояние международных расчетов зависит от внешнеторговых контрактов, международных правил и обычаев, банковской практики, валютного законодательства и других факторов.

Для страхования валютных рынков применяют защитные оговорки. На их эффективность при обмене валют влияют валютные курсы. Формами международных расчетов являются 100-процентный авансовый платеж, аккредитив, инкассо, открытые счета.

- 1) 100-процентный авансовый платеж в размере полной стоимости поставляемого товара является наиболее выгодной формой расчетов для экспортера и наименее выгодной для импортера. Он осуществляется посредством банковского перевода или чеком.
- 2) Аккредитив — расчетный или денежный документ, представляющий собой поручение одного кредитного учреждения другому произвести за счет спе-

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

- 3) Инкассо — банковская расчетная операция, посредством которой банк по поручению своего клиента (экспортера) получает на основании расчетных документов причитающиеся клиенту денежные средства от плательщика (импортера) за отгруженные в адрес импортера товары или оказанные услуги и зачисляет эти средства на счет клиента-экспортера у себя в банке. Эта операция регулируется «Унифицированными правилами по инкассо» в редакции 1978 года, изданными Международной торговой палатой.
- 4) Открытый счет — наименее выгодная для экспортера форма расчетов, так как не дает ему никаких гарантий своевременного получения платежа. Экспортер поставляет покупателю товар вместе с товарораспорядительными документами и записывает в своих бухгалтерских документах в дебет открытого покупателю счета сумму отгрузки. Импортер записывает сумму отгрузки в кредит счета поставщика. В течение обусловленного в контракте срока импортер должен оплатить стоимость товара с помощью банковского перевода, чека или векселя со сроком платежа по предъявлении. После оплаты стороны делают в своих бухгалтерских документах обратные записи.

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

4.3 Валютный курс и его виды

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

Валютный курс:

- требуется для проведения обменных операций при торговле товарами, услугами, при движении кредитов и миграции капиталов;
- необходим для сравнения цен на мировых и национальных рынках, а также стоимостных показателей разных стран;
- служит индикатором внешней конкурентоспособности;

- сигнализирует о характере и мерах денежно-кредитной политики в стране.

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

Валютный курс отражает соотношение, как правило, пары валют, участвующих в сделке, например: GBP/USD , USD/RU , где GBP/USD показывает, сколько долларов США нужно, чтобы приобрести 1 фунт стерлингов. А, например, валютный курс RU/USD означает цену одного доллара США, выраженного в рублях.



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



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

Прямая котировка предполагает фиксирование количества национальной валюты за единицу иностранной. *Обратная* котировка — установление количества иностранной валюты за единицу национальной.

Европейская, или обратная, котировка совпадает с обратной величиной прямой котировки.

Например, 11 июля 2011 г. прямая (американская) котировка пары российский рубль/доллар составила: $RUR/USD = 0,036$; соответственно обратная (европейская) котировка составит $USD/RUR = 27,88$.

Национальную валюту называют основной, или базовой, поскольку через нее выражают цены валют. На межбанковском рынке европейские котировки традиционно используются для всех валютных курсов, за исключением английского фунта, австралийского и новозеландского доллара, чьи валютные курсы обычно отражаются в американских котировках.

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

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

Предположим, $AUD/USD = 1,0706$ (т. е. $1,0706 USD = 1 AUD$ и $AUD/CHF = 0,8965$ (т. е. $0,8965 CHF = 1 AUD$).

Тогда кросс-курс USD к швейцарскому франку (CHF) равен:

$$0,8965/1,0706 = 0,8374, \text{ т. е. } 1 USD = 0,8374 CHF.$$

Большинство сделок на мировом валютном рынке Forex — это межбанковские сделки, где различаются два вида сделок:

- *спот-сделки*, цены по которым устанавливаются в момент заключения контракта, а поставка валюты происходит в течение ближайших двух дней;
- *форвардные сделки*, цены по которым также определяются в момент заключения сделки, но поставка валюты происходит в установленный день в будущем.

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

Относительное изменение стоимости валюты от момента $(t - 1)$ до момента t можно вычислить следующим образом (формула 4.1):

$$S_{t-1,t} = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}} = \frac{S_t}{S_{t-1}} - 1. \quad (4.1)$$

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



.....
 Различают *номинальный* и *реальный* валютные курсы.

Номинальный валютный курс — это цена одной валюты, измеренной в единице другой валюты. *Реальный валютный курс* это валютный курс, рассчитанный с учетом изменения уровня цен в обеих странах.

$$S_r = \frac{S_{НОМ} - P_f}{P_d}, \quad (4.2)$$

где S_r — реальный валютный курс, $S_{НОМ}$ — номинальный валютный курс, P_f — внешний индекс цен (за рубежом), P_d — внутренний индекс цен (в стране).

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

Различают четыре вида режимов валютных курсов: свободный плавающий курс, регулируемый плавающий курс, валютный коридор и фиксированный курс.

Свободный плавающий курс. В системе свободного плавающего курса валютный курс определяется под воздействием спроса и предложения валюты. При этом Центральный банк не вмешивается в этот процесс, а участники рынка определяют свои текущие и ожидаемые потребности в валюте с учетом изменения уровня цен, разницы в процентных ставках, темпов экономического роста и других экономических переменных. Установление свободного плавающего курса обычно приводит к весьма волатильному валютному курсу.

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

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

Валютный коридор. Установление валютного коридора — еще один инструмент в целях снижения колебаний валютного курса. Валютный коридор означает поддержание валютного курса в пределах установленных границ.

Когда устанавливается валютный коридор, то за основу принимается фиксированный валютный курс. Диапазон коридора выбирается таким образом, чтобы было приемлемое соотношение между волатильностью и гибкостью валютного курса.

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

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

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

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

4.4 Механизм осуществления операций на международном валютном рынке

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

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

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

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

Обмен валюты должен осуществляться в определенных пропорциях в соответствии с системой валютных курсов.

Обычно курс покупателей валюты ниже курса продавцов (кроме Лондона). Разница этих курсов составляет прибыль банка.

Так, например, прямая котировка фунтов стерлингов — 1 фунт стерлингов = 1,5976–1,5980 долларов США. Значит, курс покупателя — 1 фунт стерлингов = 1,5976 долларов США, а курс продавца — 1 фунт стерлингов = 1,5980 долларов США. Тогда прибыль составит 0,0004, т. е. 4 пункта (points — это минимальное изменение котировки, начиная с последнего знака после запятой). Эта прибыль — маржа — называется СПРЭДом и, как правило, идет на покрытие банковских расходов и для страхования валютного риска. Дилер банка, предлагающий валюту или предъявляющий спрос на нее, связывается с другим банком. Дилер партнера сообщает курс продавца или покупателя валют, выражая тем самым готовность купить или продать ее по названным курсам. Современные системы интернет-трейдинга позволяют дилерам во всем мире за две-три секунды связаться с любым банком и получить информацию о котировках от крупнейших мировых банков одновременно.

Купля-продажа иностранной валюты на валютных рынках происходит в форме кассовой (наличной) или срочной валютной сделки. Кассовая сделка осуществля-

ется на условиях немедленной поставки спот (spot) и применяется главным образом для того, чтобы немедленно получить валюту для внешнеторговых расчетов, а также избежать возможных валютных потерь от изменения курсов (момент заключения сделки практически совпадает с моментом ее исполнения).

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

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

Основные виды валютных сделок:

- 1) валютный арбитраж — особый вид валютных сделок, основная цель которого извлечь прибыль и избежать возможных потерь с помощью использования благоприятной конъюнктуры валютных рынков. Основной принцип: купить дешевле, продать дороже;
- 2) фьючерс — формальное соглашение, по которому определенная сумма валюты продается или покупается по определенному курсу для ее передачи впоследствии в определенное время;
- 3) опцион — соглашение, которое дает собственнику право выбора при покупке или продаже определенной суммы валюты за определенную цену до даты окончания действия. Такая покупка (продажа) не обязательность, а право покупателя (продавца). Срок действия опционов — несколько недель или один месяц. Опционы применяются для срочных валютных контрактов;
- 4) варрант (warrant) — ценная бумага, связанная с обязательством продавца перед покупателем в отношении права собственности на СКВ. Владелец варранта имеет право обменять его на определенное количество валюты по твердой цене в течение определенного времени. Варрант может обращаться на рынке, приобретая свой собственный курс;
- 5) дериватив (от лат. derivatus — отведенный) — договор (опцион, фьючерс), основанный на курсах валют, ценных бумаг, товаров, который позволяет владельцу зафиксировать благоприятную с его точки зрения цену на покупку (продажу). Деривативы — это любые финансовые инструменты, но чаще всего — форвардные контракты, опционы, комбинации форвардов и опционов. Деривативы существуют в форме стандартизованных или индивидуально оформленных контрактов. Их появление связывают с развитием информационных технологий и появлением новых финансовых продуктов.

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

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

4.5 Паритеты покупательной способности и процентных ставок

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

В рамках теории паритета покупательной способности в начале XX в. был предложен закон единой цены и абсолютный паритет покупательной способности шведским экономистом Г. Касселем.

Закон единой цены гласит, что один и тот же товар имеет одинаковую цену в разных странах, если она выражена в одной и той же валюте. В соответствии с законом единой цены можно вычислить равновесный валютный курс между двумя странами. Если действует этот закон, то валютный курс будет вычисляться следующим образом:

$$S_{d/f}^i = \frac{P_d^i}{P_f^i}, \quad (4.3)$$

где $S_{d/f}$ — валютный курс (например, рубль/доллар); P_d^i — цена конкретного товара в национальной валюте (например, в России); P_f^i — цена этого же товара на внешнем рынке (например, в США).

Международная практика свидетельствует о существенном расхождении в ценах одних и тех же товаров, когда они конвертируются в одну и ту же валюту. Другими словами, закон единой цены не подтверждается на практике.

На базе закона единой цены выводится абсолютный паритет покупательной способности, но он отличается от закона единой цены, т. к. учитывается не один товар, а ряд товаров и услуг, которые входят в потребительскую корзину.

Абсолютный паритет покупательской способности является обобщением закона единой цены и гласит, что цены репрезентативной корзины товаров и услуг в различных странах должны быть одинаковыми, если они выражены в одной валюте:

$$S_t = \frac{P_t}{P_t^f}, \quad (4.4)$$

где P_t — внутренний, национальный общий уровень цен в момент t ; S_t — номинальный валютный курс в момент t ; P_t^f — общий уровень цен на внешнем рынке (в другой стране) в момент t .

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

В 70-е годы XX в. был введен в научный оборот и практику *относительный* паритет покупательной способности. В соответствии с таким подходом колебания валютного курса объясняются сравнением не абсолютных уровней цен, а их относительным значением. Сторонники относительного паритета считают, что между волатильностью валютного курса и относительным изменением общего уровня цен в двух странах существует прямая связь.

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

Исследования специалистов показали, что в целом устойчивая корреляция между валютным курсом и относительным паритетом покупательной способности проявляется в *долгосрочном периоде*. За временной промежуток в несколько лет общая тенденция такова, что движение обменного курса следует за относительным изменением общего уровня цен.

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

Для анализа международного финансового рынка и принятия адекватного инвестиционного решения большую роль играет *концепция процентных паритетов*. Особую значимость она приобрела в 70-е годы XX в. в связи с переходом на плавающие валютные курсы.

Как известно, валютный курс по будущей сделке можно зафиксировать форвардным контрактом. Валютный курс, установленный форвардным контрактом, связан с процентными ставками по депозитам, выраженным в различных валютах. В связи с этим возникает *покрытый паритет процентных ставок*, который показывает, что отношение форвардного курса к спот-курсу определяется разницей в процентных ставках между двумя странами:

$$\frac{F_{t,t+1}}{S_t} = \frac{(1 + i_t)}{(1 + i_{F,t})}, \quad (4.5)$$

где $F_{t,t+1}$ — форвардный валютный курс в момент t для форвардного контракта со сроком исполнения $(t + 1)$; i_t — годовая процентная ставка по депозитам в национальной валюте в момент времени t ; $i_{F,t}$ — годовая процентная ставка по депозитам в иностранной валюте в момент времени t .

Если преобразовать и прологарифмировать данное выражение, то получим:

$$i_t \approx i_{F,t} + F_{p,t}. \quad (4.6)$$

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

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

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

Оценим ожидаемую конечную сумму вклада единицы иностранной валюты (N_F), которая зависит от ожидаемого валютного курса $E(S_{t+1})$ в момент $(t+1)$, она составляет:

$$N_F = \left[\frac{E(S_{t+1})}{S_t} \right] \times (1 + i_{F,t}). \quad (4.7)$$

А конечная стоимость аналогичного вклада в национальной валюте будет равна:

$$N = (1 + i_{F,t}). \quad (4.8)$$

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

Приравняв правые части уравнений, и выполнив определенные преобразования, получим формулу:

$$i_t = i_{F,t} + \frac{E(S_{t+1}) - S_t}{S_t}. \quad (4.9)$$

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

$$S_t = \frac{E(S_{t+1})}{1 + i_t - i_{F,t}}. \quad (4.10)$$

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

к уменьшению обменного курса, что эквивалентно повышению цены национальной валюты. Падение национальной процентной ставки ведет к росту обменного курса — к обесценению.

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

$$S_t = \frac{E(S_{t+1})}{1 + i_t - i_{F,t} - \phi_t}. \quad (4.11)$$

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



Вопросы для самоконтроля по главе 4

- 1) Каковы особенности международного валютного рынка?
- 2) Какие характерные черты международного валютного рынка можно выделить?
- 3) Какие инструменты сделок используются на валютных рынках?
- 4) Назовите участников мирового валютного рынка.
- 5) Что такое межбанковский рынок иностранной валюты?
- 6) Что такое валютный курс?
- 7) Какие режимы валютного курса существуют?
- 8) Что означает волатильность валютного курса?
- 9) Что такое абсолютный паритет покупательной способности?
- 10) Каково значение относительного паритета покупательной способности?
- 11) Характерные черты и особенности развития мирового валютного рынка.

Глава 5

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

5.1 Сущность и функции рынка ценных бумаг



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

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

Структура рынка ценных бумаг изображена на рисунке 5.1.

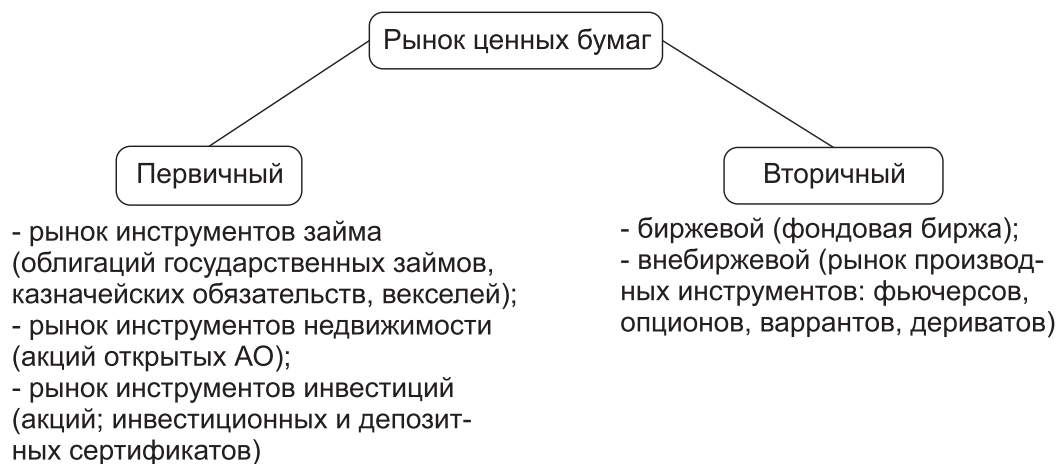


Рис. 5.1 – Структура рынка ценных бумаг

Различают первичный рынок ценных бумаг, где осуществляются эмиссия и первичное размещение ценных бумаг, и вторичный, где проводится купля-продажа (обращение) ранее выпущенных ценных бумаг.



.....
Первичный рынок — это рынок первых и повторных эмиссий (выпусков) ценных бумаг, на котором совершается их начальное размещение среди инвесторов.

Его рамки ограничиваются первым актом купли-продажи той или иной ценной бумаги. На этой стадии эмитент (тот, кто выпустил ценные бумаги; юридическое лицо) передает имущественные права на свою собственность (или ее часть) другим лицам, получая вместо этого денежные средства для инвестиций.

Как правило, ценные бумаги (и имущественные права, которые в них выражены) со временем переходят от одного собственника к другому; происходит последующая купля-продажа, другие операции, которые зависят от конъюнктуры рынка и, в свою очередь, влияют на нее. Другими словами, ценные бумаги поступают в обращение, и это уже прерогатива вторичного рынка.

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

Биржевой рынок неразрывно связан с понятием фондовой биржи. Это рынок с наивысшим уровнем организации, что максимально содействует мобильности капиталов и формированию реальных рыночных цен на финансовые вклады, находящиеся в обращении.

Внебиржевой рынок, как видно из его названия, охватывает операции с ценными бумагами вне биржи. В большинстве случаев на нем происходит первичное размещение, а также перепродажа ценных бумаг эмитентов, которые не желают или по объективным причинам не могут выставить свои активы на биржу.

Кроме того, рынок ценных бумаг можно дифференцировать по таким признакам (разделяя его на сегменты):

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

Рынок ценных бумаг оперирует в основном такими инструментами: акциями, облигациями и производными от них сертификатами. От других видов рынка он отличается в первую очередь специфическим характером своего товара. Ценные бумаги — товар особого рода, который, не имея собственной стоимости (стоимость ценной бумаги как таковой незначительна), может продаваться по высокой рыноч-

ной цене. Это объясняется тем, что ценная бумага, имея свой номинал, представляет собою определенную величину реального капитала, вложенного в предприятие. Если рыночный спрос на ценные бумаги окажется выше предложения, их цена превысит номинал (возможна и обратная ситуация). Возможность существенного отклонения рыночной цены от номинала означает, что ценная бумага представляет собою фиктивный капитал.

Фиктивный капитал — бумажный двойник реального. Его цена определяется двумя обстоятельствами:

- соотношением спроса и предложения на капитал;
- величиной капитализированного дохода по ценным бумагам.

Несовпадение реального и фиктивного капиталов, возможное их движение в противоположных направлениях — характерная особенность рынка ценных бумаг.

Разница между размерами фиктивного и реального капиталов составляет учредительную прибыль (доход). Если размер реального капитала — 100 долларов (номинал ценной бумаги), а фиктивного — 800 долларов, то учредительная прибыль составит 700 долл. ($800 - 100$).

Один из способов получения этой прибыли — разбавление капитала, т. е. выпуск ценных бумаг на сумму, которая превышает капитал, реально вложенный в предприятие. Этот способ широко применяется в странах, где акционерная собственность недостаточно регулируется государством.

Ценная бумага является символом денежного капитала или других материальных ценностей, потому ее часто называют фондовой ценностью. Вместе с тем ценная бумага это определенный фондовый инструмент, с помощью которого можно получить доступ к реальным ценностям или обеспечить их движение от одного субъекта к другому.

На основании изложенного можно сделать следующие выводы:

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

Роль рынка ценных бумаг состоит в том, что он является регулятором стихийных процессов в рыночной экономике. Это касается прежде всего процесса инвестирования капитала, который предусматривает, что миграция капитала осуществляется в виде его притока в места, где он необходим, и оттока из отраслей, где имеется его избыток. Механизм этого движения такой: когда возрастает спрос на некоторый товар, соответственно возрастает и его цена, увеличиваются прибыли от его производства, и в эту отрасль направляются свободные капиталы из тех отраслей, на продукцию которых спрос сокращается и которые становятся менее эффективными. Ценные бумаги являются средством, которое обеспечивает работу настоящего механизма. Они адсорбируют временно свободный капитал, где бы он ни находился, и через куплю-продажу помогают перекинуть его в требуемом направлении. В практике рыночной экономики это ведет к тому, что капитал размещается именно в тех отраслях, которые необходимы обществу. В результате возникает оптимальная структура общественного производства, когда оно соответствует общественному спросу.

Основными участниками рынка ценных бумаг являются:

- 1) брокеры — посредники при заключении соглашений (договоров, сделок), которые не принимают участия в соглашении своим капиталом;
- 2) дилеры (посредники), которые принимают участие в соглашении (договоре, сделке) своим капиталом;
- 3) маклеры (специалисты по конъюнктуре рынка).

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

Брокеры на рынке ценных бумаг представлены специализированными фирмами, которые имеют статус юридического лица. В сферу деятельности брокерской компании входит консалтинг, размещение ценных бумаг на первичном и вторичном рынках. Брокеры осуществляют свои операции, руководствуясь такими принципами:

- клиент заключает с брокерской фирмой договор, в котором определяются все виды поручений (доверенностей), в том числе где купить ценные бумаги (на фондовой бирже или на внебиржевом рынке);
- брокер действует в рамках определенной ему суммы, сохраняя за собой право выбора ценных бумаг в соответствии с полученной доверенностью;
- выполнив поручение, брокер обязан в определенный срок уведомить об этом клиента и перечислить ему денежные средства, полученные от продажи ценных бумаг (за вычетом комиссионных);
- сделка должна быть зарегистрирована брокером в соответствии со всеми законодательными нормами. Клиент вправе получать отчет обо всех проведенных брокером операциях на его счете;
- клиент вправе отдать брокеру приказ прекратить все порученные ему операции.

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

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

Дилеры те же брокеры, но в отличие от последних они вкладывают свой капитал при заключении соглашений (сделок). В качестве примера рассмотрим следующую ситуацию. Администрация города решила выпустить облигационный заем посредством эмиссии 1000-рублевых облигаций.

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

Дилеры выполняют такие функции:

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

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

Маклеры — консультанты по проблемам конъюнктуры рынка. Их деятельность необходима в связи с постоянным расширением масштабов и структуры рынка ценных бумаг, затруднением операций на нем.

Функции маклеров:

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

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

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

- 1) *Главные участники* — государство, муниципалитеты, национальные и международные компании. Они имеют солидный имидж, потому выпуск и реализация ценных бумаг не вызывает у них трудностей: рынок всегда готов принять их ценные бумаги в большом количестве. Эти ценные бумаги, особенно государственные и муниципальные, не всегда обеспечивают высокие доходы. Но они довольно надежные, поэтому всегда находят свои покупатели, которые не хотят рисковать и вкладывают деньги именно в такие ценные бумаги.
- 2) *Институциональные инвесторы* — финансово-кредитные институты, осуществляющие операции с ценными бумагами (коммерческие и инвестиционные банки, страховые общества, пенсионные фонды). Многие из таких институтов объединяют средства разных инвесторов (юридических и физических лиц) и ищут возможности их вложения в прибыльные ценные бумаги. Они стараются или овладеть контрольными пакетами акций, или с целью снижения риска разместить свои капиталы в различных отраслях хозяйства.

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

- 3) *Индивидуальные инвесторы* — частные лица, в том числе владельцы небольших предприятий венчурного бизнеса. Ценные бумаги малых предприятий довольно рискованные: статистика свидетельствует, что приблизительно 75% их количества очень быстро прекращают свое существование и только 25% достигают успеха. Но некоторые малые предприятия оказываются очень перспективными и доходными: именно на малых предприятиях началось производство электронно-вычислительной техники, ракет, высококачественных предметов быта. Поэтому экономически активная часть населения, подверженная риску, покупает акции этих предприятий в расчете на высокие дивиденды.
- 4) *Специалисты рынка ценных бумаг* — брокеры и дилеры. Они имеют доступ к информации, а также необходимые связи, которые облегчают им операции с ценными бумагами. Как правило, брокеры и дилеры недолго держат у себя ценные бумаги: как только конъюнктура рынка становится благоприятной, они их продают.

Их операции на рынке ценных бумаг носят открыто спекулятивный характер.

В каждой стране круг участников рынка ценных бумаг, а также условия для такого участия определяются государством. При этом государственное законодательство отражает специфику экономического и финансового состояния страны.

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

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

На первичном рынке имеются такие возможности:

- посредством выпуска облигаций получить заем может любое лицо, которое имеет требуемый юридический статус, но этот заем в определенное время нужно вернуть, поэтому заем, полученный на финансовом рынке, ничем не отличается от банковского кредита;
- получить капитал, который вообще не нужно возвращать (с помощью выпуска акций).

Выпуск ценных бумаг на финансовый рынок предусматривает такие действия эмитента:

- выработку таких условий выпуска ценных бумаг, которые обеспечили бы спрос на них, сделали бы их ликвидными, поэтому необходимы консультации со специалистами фондового рынка;
- достижения поддержки какого-то гаранта, способного за комиссионные разделить с ним ответственность в проведении эмиссии;

- регистрацию всей эмиссии ценных бумаг в соответствующем государственном органе, уплату эмиссионного налога и опубликование требуемой информации о выпуске.

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

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

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

Главные характеристики и принципы функционирования рынка ценных бумаг были разработаны «Группой 30» — международной организацией независимых экспертов, разрабатывающей стандарты для финансовых рынков. Это следующие принципы:

- целостность рынка в границах отдельной страны, которая обеспечивается наличием таких институтов:
 - единой национальной фондовой биржи;
 - Центрального депозитария ценных бумаг;
 - единого клирингового банка (расчетной палаты);
 - Центрального банка.

Целостность означает определение единых курсов на все ценные бумаги, которые допущены к обращению и котировке на всей территории данной страны;

- централизация рынка ценных бумаг — государственный контроль и непосредственное регулирование системы обращения ценных бумаг, что обеспечивается специально созданными государственными органами;
- прозрачность рынка ценных бумаг — широкое распространение рыночной информации, одинаковость цены на конкретные ценные бумаги, доступность и равноправие заказов любого клиента на куплю-продажу ценных бумаг;
- введение системы электронного обращения ценных бумаг;

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

Рынок ценных бумаг очень обширен и охватывает большое число инструментов. В рамках понятия «международный рынок ценных бумаг» принято рассматривать инструменты, которые способствуют обороту капитала в межстрановом масштабе. К основным инструментам относят: акции, депозитарные расписки, еврооблигации, опционы и фьючерсы. Данные темы мы рассмотрим далее более подробно.



.....
Международный рынок акций представляет собой рынок, где осуществляются сделки купли-продажи долевых обязательств как между нерезидентами, так и между резидентами и нерезидентами.

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



.....
 Торговля акциями осуществляется на *биржевом* и *внебиржевом* рынках.

Биржевой рынок включает традиционные фондовые биржи (Нью-Йоркская, Лондонская, Люксембургская, Токийская биржи) и автоматизированные торговые системы, рассматриваемые как биржи (NASDAQ, SEAQ, CATS). Использование компьютерных систем позволяет создавать единую систему мировой торговли ценными бумагами.

Внебиржевой рынок предполагает сделки купли-продажи акций через Интернет. Международному рынку акций присущи следующие *особенности*:

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

Данные темы мы рассмотрим далее более подробно.

5.2 Международный рынок акций

5.2.1 Депозитарные расписки

Существенную долю на международном рынке акций занимают депозитарные расписки.

Целью выпуска депозитарных расписок является:

- мобилизация капитала;
- расширение круга потенциальных инвесторов;
- приобретение иностранной компании;
- диверсификация активов на международном рынке.

Депозитарные расписки позволяют преодолевать национальные границы и законодательные ограничения и рассматриваются как эффективный инструмент международных инвестиций.

Через систему депозитарных расписок в настоящее время привлекается очень большой объем капитала. Следует отметить, что 95% привлеченных средств приходится на страны БРИК (Бразилия, Россия, Индия, Китай).

Депозитарные расписки представляют собой ценные бумаги, подтверждающие права собственности иностранных экономических субъектов и задепонированные в банке-депозитарии.

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

Обычно депозитарные расписки выпускаются с определенным коэффициентом к депонированному ценным бумагам. *Величина коэффициента* зависит от рыночной цены акций на национальном рынке и указывается в депозитарном договоре, который заключается между эмитентом базовых ценных бумаг и депозитарным банком, выпускающим депозитарные расписки. Соотношение между количеством акций и выпущенных на них депозитарных расписок колеблется в широком диапазоне от 100.000 к 1, т. е. 100.000 обыкновенных акций соответствуют одной расписке, или до 1 к 1000, когда одна обыкновенная акция представляет 1000 депозитарных расписок. Но наиболее распространенным коэффициентом является соотношение 1 к 1, когда одна депозитарная расписка представляет одну обыкновенную акцию.

Депозитарные расписки обладают рядом преимуществ для эмитентов, ибо обеспечивают:

- расширение рынка ценных бумаг компании посредством быстрого и обширного предложения;

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

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

Депозитарные расписки представляют значительный интерес и для *инвесторов*. Для них эти бумаги являются *удобным инструментом для диверсификации* активов на мировом уровне. Последние годы свидетельствуют о значительном росте стоимости (более чем на 100%) депозитарных расписок, обращающихся на американских и европейских биржах, а также на внебиржевом рынке. В США, например, более 70% институциональных инвесторов (взаимных и пенсионных фондов) вкладывают в депозитарные расписки.

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

Инвестиционный интерес вложений в депозитарные расписки заключается и в *относительно низких издержках*. Оценки специалистов в этой области свидетельствуют, что расходы инвестора на приобретение американских депозитарных расписок в первый год приблизительно в два раза ниже, чем когда осуществляется покупка акций на иностранной бирже. Это связано с выплатой высоких комиссионных и конвертацией валюты.

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

5.2.2 Виды депозитарных расписок



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

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

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

Глобальные депозитарные расписки (Global Depositary Receipts, ГДР) — это депозитарный сертификат, подтверждающий право на акции иностранной компании и обращающийся на мировых рынках капитала. Интерес глобальной депозитарной расписки для эмитента заключается в том, что привлечение капитала происходит не только на американском или европейском рынках, но и на других фондовых площадках мира. Особенность ГДР заключается в том, что их целевое назначение — обеспечить прирост капитала. Значительная доля рынка депозитарных расписок приходится на американские депозитарные расписки. Так, удельный вес американских депозитарных расписок превышал 80% в 2007 г. Как уже было сказано, *американские депозитарные расписки* появились в 20-е годы XX века. В условиях усиления глобализационных потоков возрастает интерес к такого рода ценным бумагам в связи с тем, что они обращаются на самом крупном и развитом фондовом рынке. В настоящее время в обращении находится около 2000 АДР из 60 стран. Торговля ведется на внебиржевом и биржевом рынке, три ведущие биржи осуществляют сделки с АДР. Ведущими банками-депозитариями, которые выпускают АДР, являются The Bank of New-York, JP Morgan Chase, Citigroup.

К вложениям в АДР американские инвесторы прибегают прежде всего потому, что отдельным категориям инвесторов законодательно не разрешается приобретать ценные бумаги иностранных компаний, кроме как через систему АДР.

Для американских инвесторов АДР представляют интерес в связи с тем, что обеспечивают более высокую доходность, чем финансовые инструменты на национальном рынке акций. Инвестиционная привлекательность АДР состоит и в том, что дивиденды выплачиваются в долларах США, т. е. нет необходимости конвертировать в национальную валюту.

Кроме того, инвестиционные расходы в этом случае ниже, чем при приобретении акций иностранных компаний за рубежом.

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

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

- 1) Инвестор дает распоряжение брокеру купить депозитарные расписки.
- 2) Американский брокер дает распоряжение брокеру страны местонахождения эмитента на покупку эквивалентного количества ценных бумаг.
- 3) Брокер страны местонахождения эмитента покупает ценные бумаги на местной бирже.
- 4) Ценные бумаги депонируются в банк-хранитель.
- 5) Банк-хранитель кредитует ценные бумаги на счет депозитария банка, выпускающего депозитарные расписки.

- 6) Банк выпускает депозитарные расписки, которые доставляются американскому брокеру через регистрационно-клиринговый центр (Depository Trust Company – DTC).
- 7) Регистрационно-клиринговый центр кредитует депозитарные расписки на счет брокера для дальнейшей продажи инвестору.

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

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

При выпуске АДР брокер после получения заказа от инвестора на приобретение АДР покупает акции компании-эмитента в стране происхождения и депонирует их в местном кастодиальном банке. Банк-кастодиан осуществляет свои функции на основе договорных отношений с депозитарным банком, выпускающим АДР. Услуги кастодиального банка иногда осуществляют дочерние отделения иностранных банков. При этом по соглашению сторон устанавливается номинальный держатель акций, в качестве которого обычно выступает сам депозитарный банк или специально учрежденная им организация. Кастодиальный банк направляет информацию депозитарному банку о наличии акций на счете, их регистрации на номинального держателя и поручение на выпуск АДР. Банк-кастодиан должен указать количество задепонированных акций, наименование эмитента, брокера и получателя АДР. Депозитарный банк выпускает АДР и осуществляет их перевод на счет получателя АДР в DTC (другом депозитарии), получая за это комиссионные от брокера.

В соответствии с действующими правилами, иностранным кастодианом может быть:

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

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

- учет, хранение и перерегистрацию акций, под которые выпускаются АДР;
- регистрация в качестве номинального держателя в реестре компании-эмитента;
- перевод депозитарному банку доходов по ценным бумагам (дивиденды, проценты) с конвертацией в доллары США;
- удержание налогов по выплатам по ценным бумагам;

- проведение голосования на собраниях акционеров по поручению депозитарного банка;
- предоставление депозитарному банку информации об эмитентах ценных бумаг, под которые выпущены АДР.

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

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



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

Неспонсируемые АДР обращаются на внебиржевом рынке. Выпуск таких расписок не сопряжен с особыми требованиями отчетности со стороны компании-эмитента. При регистрации таких расписок требуется лишь предоставление документов, которые подтверждают соответствие деятельности акционерного общества законодательству, действующему в стране эмитента. Иностранная компания не заключает официальный договор с кастодиальным банком. Расписки могут быть выпущены не одним банком-депозитарием, но каждый банк-депозитарий несет ответственность за депозитарные расписки, которые он выпустил.

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

Что касается *спонсируемых* депозитарных расписок, то они предлагаются для публичного размещения. Их выпуск инициируется, прежде всего, самим эмитен-

том и осуществляется как на уже обращающиеся на рынке акции, так и на новые эмиссии.

Программы спонсируемых депозитарных расписок предусматривают три уровня.

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

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

Депозитарные расписки *третьего уровня* предполагают выпуск под *новые эмиссии акций*, что позволяет привлечь дополнительный капитал. Компания-эмитент должна соблюдать американские принципы и правила бухгалтерского учета, отвечать требованиям листинга фондовой биржи, на которой будет осуществляться котировка депозитарных расписок. Кроме заполнения соответствующих форм отчетности Комиссии по ценным бумагам и биржам США, эмитенту необходимо предоставить годовой отчет о деятельности в соответствии с международными требованиями. Выпуск депозитарных расписок третьего уровня — наиболее престижный уровень размещения ценных бумаг. Это обеспечивает эмитенту широкий доступ к инвесторам на американском фондовом рынке.

5.2.3 Российские депозитарные расписки

На отечественном рынке ценных бумаг появились российские депозитарные расписки.



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

Механизм реализации РДР состоит из следующих этапов:

- Иностранная компания-эмитент выпускает ценные бумаги (акции и (или) облигации) на фондовую биржу.
- Отечественная компания-эмитент РДР, получившая права на эти бумаги, выпускает РДР на российский фондовый рынок, где их приобретают российские инвесторы.

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

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

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

Эмиссия российских депозитарных расписок включает следующие этапы:

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

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

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

При *выпуске* российских депозитарных расписок в решении необходимо указать:

- полное наименование эмитента российских депозитарных расписок, место его нахождения и почтовый адрес;
- дату утверждения решения о выпуске российских депозитарных расписок и наименование уполномоченного органа эмитента российских депозитарных расписок, утвердившего указанное решение;
- наименование и место нахождения эмитента представляемых ценных бумаг;
- вид, категорию (тип) представляемых ценных бумаг;
- права, закрепленные представляемыми ценными бумагами;

- количество представляемых ценных бумаг, право собственности на которые удостоверяется одной российской депозитарной распиской данного выпуска;
- условия размещения российских депозитарных расписок;
- максимальное количество российских депозитарных расписок выпуска, которое может одновременно находиться в обращении;
- права владельцев российских депозитарных расписок, а также порядок осуществления (реализации) владельцами российских депозитарных расписок прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами;
- обязательство депозитария предоставлять по требованию владельца российской депозитарной расписки соответствующее количество представляемых ценных бумаг;
- в случае, если представляемыми ценными бумагами являются акции, порядок выдачи (направления) владельцами российских депозитарных расписок указаний депозитарию о порядке голосования по таким акциям и обязательство депозитария обеспечивать осуществление права голоса по акциям иностранного эмитента не иначе как в соответствии с указаниями владельцев российских депозитарных расписок, а также обязательство по представлению владельцам российских депозитарных расписок итогов голосования;
- обязательство депозитария раскрывать информацию в объеме, порядке и сроки, которые предусмотрены Законом «О рынке ценных бумаг», нормативными правовыми актами ФСФР;
- обязательство депозитария обеспечивать соответствие количества представляемых ценных бумаг, учет прав на которые осуществляется на счете, открытом ему как лицу, действующему в интересах других лиц, количеству российских депозитарных расписок, находящихся в обращении;
- обязательство депозитария оказывать услуги по реализации владельцами российских депозитарных расписок прав по представляемым ценным бумагам, включая получение доходов по представляемым ценным бумагам и иных причитающихся владельцам ценных бумаг выплат;
- срок осуществления выплат, причитающихся владельцам российских депозитарных расписок по представляемым ценным бумагам;
- порядок хранения, учета и перехода прав на российские депозитарные расписки;
- порядок и сроки составления списка владельцев российских депозитарных расписок для исполнения обязательств по российским депозитарным распискам;
- возможность и порядок дробления российских депозитарных расписок.

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

В случае, если эмитент представляемых ценных бумаг принимает на себя обязанности перед владельцами российских депозитарных расписок, указанные обязанности должны быть предусмотрены договором между эмитентом представляе-

мых ценных бумаг и эмитентом российских депозитарных расписок. Изменение указанного договора не требует согласия владельцев российских депозитарных расписок.

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

В случае регистрации проспекта российских депозитарных расписок депозитарий-эмитент российских депозитарных расписок осуществляет раскрытие информации о себе, а также об эмитенте представляемых ценных бумаг в форме ежеквартального отчета эмитента эмиссионных ценных бумаг (ежеквартальный отчет) и сообщений о существенных фактах (событиях, действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента эмиссионных ценных бумаг (сообщения о существенных фактах), с учетом изъятий, определяемых нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

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

Выпуск РДР способствует:

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

5.3 Международный рынок облигаций

5.3.1 Понятие и сущность еврооблигаций

Облигации, размещаемые на зарубежных рынках, именуются международными (*international bonds*). Термин «международные облигации» употребляется в широком и узком значениях. В широком значении под такими облигациями понимаются основные долговые инструменты, размещаемые на зарубежных рынках как долгосрочные долговые инструменты (*bonds*), так и среднесрочные долговые инструменты (*notes*).

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

В разряд международных облигаций относят и так называемые *глобальные облигации* (*global bonds*), которые размещаются одновременно на рынке еврооблигаций и на одном или нескольких национальных рынках, а также *параллельные*

облигации (parallel bonds), т. е. облигации одного выпуска, размещаемые одновременно в нескольких странах в валюте этих стран.

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

Значительную часть международного рынка долговых ценных бумаг составляют *евродепозитные сертификаты* и *коммерческие бумаги*. Евродепозитные сертификаты — это сертификаты, выпускаемые отделениями и дочерними компаниями американских банков за рубежом, а также банками в валюте, не являющейся для них национальной, в основном в долларах США.

Евродолларовые депозитные сертификаты предназначены в основном для крупных институциональных инвесторов. Основными эмитентами являются отделения ведущих американских, канадских, японских, английских и европейских банков. Самыми крупными эмитентами являются банки Японии, выпускающие до 50% всех евродолларовых сертификатов.

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

Еврооблигациям присущи следующие характерные *особенности*:

- их размещение осуществляется одновременно на рынках нескольких стран, в отличие от иностранных облигаций, выпускаемых нерезидентами на внутреннем рынке какого-либо государства;
- валюта еврооблигационного займа не обязательно является национальной как для заемщика, так и для кредитора;
- размещение осуществляется международным синдикатом финансовых институтов разных стран.

Рынок еврооблигаций обладает широким спектром используемых инструментов. Их можно классифицировать по различным критериям:

1) По способу выплаты дохода:

- облигации с фиксированной ставкой;
- облигации с плавающей ставкой;
- облигации с нулевым купоном.

Облигации с плавающей процентной ставкой, как правило, среднесрочные. Также существуют «вечные» облигации, без срока погашения. В Швеции, например, выпущены облигации с погашением в 2024 г. (40 лет). Китай эмитировал в 1996 г. выпуск облигаций сроком на 100 лет.

2) По способу погашения:

- облигации с опционом на покупку;
- облигации с опционом на продажу;
- облигации с опционом на покупку и на продажу;
- облигации без права досрочного отзыва эмитентом.

Эмитент облигаций с опционом на покупку имеет право на досрочное погашение в установленные сроки. Инвестор же имеет право досрочно предъявить облигации с опционом на продажу к погашению, но также в установленные сроки.

В случае облигаций с опционом на покупку и на продажу и у эмитента, и у инвестора существует право на досрочное погашение. Облигации без права досрочного отзыва эмитентом погашаются полностью в момент истечения срока погашения.

3) По валюте заимствования:

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

4) По конвертируемости:

- конвертируемые облигации;
- обычные облигации.



.....
Конвертируемые облигации — это долговые корпоративные ценные бумаги, которые обеспечивают их владельцам право (но не обязательство) обменять данные облигации в течение заранее установленного времени на фиксированное количество ценных бумаг этого же эмитента.

Как правило, конвертация осуществляется в обыкновенные или привилегированные акции. В решении о выпуске эмитент конвертируемых облигаций, помимо традиционных атрибутов облигаций (номинал, срок погашения, величина купонной суммы и порядок ее выплаты), должен указать следующие обязательные атрибуты:

- 1) тип ценной бумаги, в которую будет конвертироваться облигация;
- 2) длительность конверсионного периода;
- 3) цену конвертации, то есть цену, по которой акции будут обмениваться. Она может быть постоянной в течение всего конверсионного периода, может увеличиваться через определенные интервалы. Цена конвертации — это условная величина в том смысле, что инвестору не надо платить ее в денежной форме;

- 4) дополнительные процедурные проблемы: имеет ли право инвестор получать часть акции в ходе конвертации? Где будет проходить конвертация? Каким образом при конвертации учитывается накопленная купонная сумма?
- 5) способы защиты прав обладателя облигации при дроблении акций, выплате дивидендов в виде акций, выпуске других конвертируемых ценных бумаг, при слиянии или поглощении эмитента облигации.

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

- а) обычной купонной облигации;
- б) какого-то количества опционов на покупку акций эмитента.

Так как владелец конвертируемой облигации имеет привилегию — право на конвертацию, то, как правило, купонные выплаты по конвертируемым облигациям ниже, чем по обычным купонным (с таким же сроком погашения и уровнем риска) облигациям.

Наряду с еврооблигациями на международном рынке долговых обязательств обращаются:

- 1) *Еврокоммерческие бумаги* — необеспеченные простые векселя:
 - выпускаются сроком до 270 дней;
 - эмитируются компаниями, репутация которых на рынке не вызывает сомнений.
- 2) *Евроноты* — именные ценные бумаги:
 - выпускаются странами с развитой рыночной экономикой;
 - выпускаются на короткий срок (1, 3, 6 месяцев);
 - формируется обеспечение;
 - гарантируются инвестиционными синдикатами.
- 3) *Евробонды* — предъявительские ценные бумаги:
 - депонированные в депозитарии при торговых системах;
 - без резервирования обеспечения;
 - размещаются в основном в развивающихся странах.

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

5.3.2 Участники рынка еврооблигаций



.....
Основными участниками рынка еврооблигаций являются *государства, корпорации, международные организации*.
.....

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

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

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

К заимствованию на рынке еврооблигаций прибегают государственные или полугосударственные агентства, например Федеральная национальная ипотечная ассоциация, Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредита. Эти организации имеют прямую или косвенную гарантию государства по возврату долга.

Кроме того, заемщиками на данном рынке выступают пенсионные фонды, страховые компании. На их долю приходится, по некоторым оценкам, до 20% инвестиционных ресурсов.

5.3.3 Порядок выпуска и размещения еврооблигаций

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

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

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

Соглашение о подписке заключается между эмитентом и менеджером займа.

Эмитент при выпуске облигаций выбирает ведущего *менеджера или лид-менеджера*, который согласовывает необходимые условия для эмиссии ценных бумаг. Лид-менеджер подбирает менеджеров еврооблигационного займа, которые, как правило, входят в Международную ассоциацию участников первичного рынка. Менеджеры займа выполняют функции и андеррайтера, и агента по размещению еврооблигаций.

В соглашении о подписке обозначены условия андеррайтинга, обязательства, гарантии о размещении и тому подобная информация.

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

В соглашении между менеджерами предусматривается приглашение на участие в подписке.

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

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

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

Размещение еврооблигаций проходит в разных *формах*. *Открытая подписка* предполагает распространение еврооблигаций среди неограниченного круга инвесторов, как правило, через синдикат. Зарегистрированный синдикат или консорциум предлагает потенциальным инвесторам направлять свои заявки на приобретение облигаций в установленные сроки. По истечении этих сроков определяется количество ценных бумаг, требующихся инвесторам, и осуществляется размещение в соответствии с заявками.

Проспект содержит информацию о заемщике, его историю, заключение аудитора, условия размещения облигаций (цена, ставка, срок обращения).

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

В этот же период лид-менеджер проводит встречи с членами синдиката, определяет цену подписки и спрэд.

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



.....
Аукцион — способ размещения еврооблигаций, когда эмитент объявляет срок и купонную ставку и предлагает заинтересованным лицам направлять свои заявки.

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

В последние годы внедряется практика так называемых «купленных сделок» или «полного выкупа». В США такой метод используется с 1991 г. В этом случае лид-менеджер, как правило, крупный инвестиционный банк, приобретает все ценные бумаги у эмитента на установленных условиях до объявления о выпуске и формирования синдиката. Другими словами, инвестиционный банк гарантирует приобретение еврооблигаций по фиксированной цене. Также он может предложить еврооблигации другим инвестиционным банкам, чтобы снизить риск.

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

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

5.3.4 Оценка инвестиционной привлекательности еврооблигаций

Для оценки состояния рынка еврооблигаций используются *рыночные индексы*. Обычно публикуются индексы общей доходности, что позволяет проводить сравнение сегментов облигационного рынка.

Расчеты индексов облигаций осуществляются такими инвестиционными банками, как J.P. Morgan, Salomon & Smith Barney, Barclays Capital и другими. Они рассчитывают индексы облигаций правительств стран Европы.

За базу рассчитываемого индекса (100 пунктов) берется его значение на 31 декабря 1997 г. Это позволяет выяснить, насколько изменилась стоимость облигаций за период с 1997 г., а также за день, месяц или год. Указывается и рыночная стоимость.

Публикуются также индексы корпоративных облигаций и индексы облигаций высокой доходности в мировом масштабе и по регионам. Это дает возможность принимать эффективные инвестиционные решения.

При выпуске еврооблигаций большую роль играет *рейтинг*. Рейтинг представляет собой мнение о способности и юридической обязанности эмитента производить своевременные выплаты по основной части и процентам по ценным бумагам долгового характера. Цель рейтинга заключается в том, чтобы ранжировать в рамках единой последовательной системы относительные уровни риска долговых обязательств и их эмитентов. По рейтингу можно судить о возможности эмитента получать достаточные доходы в будущем.

Основными рейтинговыми агентствами, чей результат является общепризнанным для кредиторов, являются *Moody's*, *Standard&Poor's* и *The Fitch IBCA*.

Процесс составления рейтинга включает несколько стадий:

- 1) Анализ экономической ситуации в стране и состояния компании. Эта стадия предполагает тщательное изучение политической, экономической и социальной среды в стране нахождения эмитента. Затем исследуется отрасль, которую представляет компания-эмитент. Конечной целью анализа является оценка способности компании реагировать на ее изменение в будущем. При этом ключевыми факторами являются:
 - доля рынка и положение среди конкурентов;
 - структура затрат и капиталоемкость;
 - финансовая гибкость;
 - качество менеджмента;
 - стратегическое управление.
- 2) Вторая стадия включает встречу представителей агентства с руководством компании для информирования о принципах, политике и процедуре рейтингования, о получении необходимых сведений для адекватного рейтингования. Кроме того, предполагается формальная встреча в штаб-квартире компании, претендующей на рейтинг, где основными вопросами для обсуждения являются:
 - общие сведения и история компании;
 - корпоративная стратегия;
 - блок текущих вопросов;
 - финансовое управление и политика в области финансовой отчетности;
 - планирование инвестиций и возможное приобретение других компаний.

- 3) Стадия принятия рейтингового решения. Окончательное решение по рейтингу принимается рейтинговым комитетом в Нью-Йорке и занимает, как правило, от трех до четырех недель. В состав комитета входит более четырех человек, включая директора по рейтингам и ведущего специалиста по отрасли, представляемой рейтингуемой компанией. На заседании комитета присутствуют представители зарубежных офисов агентства.
- 4) Сообщение рейтинга. После принятия решения агентство сообщает руководству компании о присвоенном рейтинге с необходимым обоснованием. Затем рейтинг представляют всем заинтересованным инвесторам через пресс-релизы, рассылаемые в ведущие финансовые издания мира, и через собственные публикации. Как правило, агентство имеет свои страницы на терминалах ведущих информационных компаний.
- 5) Мониторинг рейтинга. Рейтинговые агентства берут на себя ответственность перед инвесторами обеспечивать точность рейтинга на протяжении всего срока жизни финансового инструмента. В связи с этим проводится соответствующий мониторинг для получения постоянного потока информации об эмитенте.

Рейтинги публикуют также инвестиционные банки и специалисты фондового рынка.

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

Классы рейтинга Standard & Poor's имеют следующие обозначения по уменьшающейся степени надежности: AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D. Для классов от AA до B включительно могут использоваться символы «+» и «-» для обозначения положения в данном классе («+» означает более высокий рейтинг, чем «-»). Класс D означает возможность дефолта (отказа платить по обязательствам) по основному долгу и (или) процентам.

Рейтинги по уровню риска подразделяются на инвестиционные и спекулятивные.

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

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

5.4 Международный рынок производных ценных бумаг

5.4.1 Регулирование международного рынка производных ценных бумаг

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

Развитие рынка производных ценных бумаг происходит в условиях усиления конкуренции биржевого и внебиржевого секторов торговли, значительной волатильности цен на рынках базовых активов.

Основными тенденциями на рынке деривативов стали:

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



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

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

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

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

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

Кроме того, деятельность на отдельных сегментах рынка производных ценных бумаг регулируется соответствующими специализированными организациями. Так, например, большую роль в регулировании рынка опционов играет Орган ценовой отчетности по опционам (The Options Price Reporting Authority — OPRA). У OPRA два подразделения:

- 1) Основное подразделение, которое занимается информацией, касающейся всех опционов за исключением опционов на иностранную валюту (в основном, все опционы на акции и индексы).
- 2) Подразделение, сфера деятельности которого — информация только по опционам на иностранную валюту.

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

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

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

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

5.4.2 Форвардные и фьючерсные контракты

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



.....
Под форвардным контрактом понимается заключенное вне биржи соглашение между двумя сторонами — покупателем и продавцом, совершенное в определенный момент времени (например, 10 марта 2011 г.), согласно которому продавец обязуется доставить покупателю определенный товар (положим, 20 тонн пшеницы) в определенное время и место (например, 10 июня г. на склад фирмы) по заранее обусловленной в момент совершения сделки цене.

Согласно форвардному контракту и продавец, и покупатель обязаны совершить сделку, то есть продавец — доставить 20 тонн пшеницы, а покупатель — купить её. Иными словами, форвардный контракт — это соглашение между двумя лицами о будущей сделке по будущей (форвардной) цене, определяемой обеими сторонами в момент совершения сделки. Этот контракт не предусматривает начального перевода денег.

Форвардные контракты решают *две главные задачи*: во-первых, они защищают и покупателя, и продавца от возможных колебаний цены товара: действительно, заключив сделку 10 марта о покупке пшеницы 10 июня по контрактной форвардной цене, покупатель страхуется от возможного повышения цены товара, а продавец — от ее понижения. Во-вторых, форвардный контракт гарантирует совершение сделки — продавец не боится, что пшеница останется невостребованной, а покупатель уверен, что товар будет доставлен ему вовремя.

Фьючерсный контракт во многом напоминает форвардный контракт — это также соглашение между двумя частными людьми (покупателем и продавцом) на доставку определенного товара в заранее оговоренное время по обусловленной цене. Однако фьючерсным контрактам присущи несколько основных черт, отличающих их от форвардных контрактов:

- они стандартизированы с точки зрения контрактной спецификации — типа, количества и качества товара, даты поставки товара;
- фьючерсные сделки совершаются на специально предназначенных для этого биржах, ассоциативным членом которых являются клиринговые палаты, предоставляющие обеим сторонам фьючерсной сделки гарантии ее совершения;
- при совершении фьючерсных сделок используется маржа;
- фьючерсный контракт может быть перепродан другому инвестору;
- торговля фьючерсами регулируется специальными органами.

Данные черты делают фьючерс финансовым инструментом, сделки с которым могут совершаться непрерывно за время действия фьючерса. В этой связи операции, проводимые с фьючерсами, во многом похожи на сделки с акциями — и те, и другие осуществляются на биржах, клиенты при этом пользуются практически

аналогичными видами поручений, операции на самой бирже проводят только ее члены и др.

Но имеются и принципиальные отличия:

- покупка акций означает непосредственное их приобретение, тогда как, покупая фьючерс, его владелец не становится владельцем основного средства, на которое заключена фьючерсная сделка, вплоть до окончания срока контракта, когда средство будет доставлено продавцом фьючерсного контракта его покупателю;
- фьючерсные контракты требуют более значительных сумм заемных средств. При покупке акций первоначальная маржа значительно выше (более 50% стоимости приобретаемой акции), тогда как при покупке фьючерсного контракта такая маржа не превышает 20% суммы сделки;
- цены акций могут изменяться вне всяких ограничений. Сделки с фьючерсами обязательно предусматривают лимиты, в пределах которых допускается изменение цен контрактов. Если этот уровень будет превышен, сделки прекращаются;
- нет никаких ограничений в короткой продаже фьючерсов, тогда как для акций запрещается короткая продажа в случае тенденции к снижению их цены;
- сделки с фьючерсами значительно проще, поскольку отсутствуют дивидендные выплаты, консолидация и дробление фьючерсов;
- при сделках с акциями допускаются «некруглые лоты», то есть не равные 100 акциям. Фьючерсные контракты совершаются только на стандартные лоты;
- фьючерсные контракты действуют в течение нескольких месяцев, реже от одного года до двух лет, тогда как время действия акций практически не ограничено;
- как и в случае опционной торговли, фьючерсные контракты предполагают конкретные месяцы окончания контракта. Сроки действия фьючерсных контрактов и месяцы их окончаний различны для разных типов основных средств. Для акций сроков их окончания не вводится.

Различают следующие виды фьючерсов:

- *Фьючерсы на фондовые индексы* — это стандартизированный контракт между участниками сделки, по которому продавец фьючерса соглашается поставить покупателю фьючерса в определенную дату поставки фиксированное количество (размер контракта) фондовых индексов по согласованной фьючерсной цене (оговаривается в момент заключения сделки) с оплатой в момент исполнения фьючерса.

Основной чертой такого фьючерса является то, что базовый актив не является поставляемым, то есть по ним устанавливается процедура наличных расчетов.

В этой связи биржа устанавливает объем контракта (например, 10 USD за пункт индекса), размер тика (например, один пункт индекса), стоимость тика (положим, 10 USD).

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

- *Валютные фьючерсы* — это стандартизированный контракт, по которому продавец фьючерса обязуется поставить его покупателю в дату исполнения фиксированную сумму (размер контракта) определенной валюты (базовый актив) по согласованной цене исполнения. Иными словами, валютный фьючерсный контракт — это контракт на курс обмена двух валют.
- *Товарные фьючерсы* — заключаются на такие товары, как:
 - а) соевые бобы, кукурузу, соевую муку и соевое масло, пшеницу, сахар, живой скот, постную свинину — сельскохозяйственные фьючерсы;
 - б) сырую нефть, мазут, бензин — энергетические фьючерсы;
 - в) золото, серебро, платину — фьючерсы на драгоценные металлы;
 - г) алюминий, медь, цинк, свинец, никель, олово — фьючерсы на промышленные металлы.

Основные принципы совершения фьючерсных сделок:

- 1) Цена товара должна колебаться в обе стороны (то есть быть волатильной — изменчивой). Это требование имеет принципиальное значение — ведь каждая фьючерсная сделка подразумевает участие двух сторон, из которых одна обязательно рассчитывает на рост цены основного товара в будущем, а другая — на его понижение. Если цена товара слабо изменяется или имеет тенденцию только к росту (понижению), то трудно найти партнеров для фьючерсной сделки.
- 2) Должны обеспечиваться конкурентные условия рынка основного товара с большим количеством покупателей и продавцов. К фьючерсным торгам не допускаются товары с высоким уровнем монополизации отрасли, позволяющим производителю воздействовать в значительной степени на цену товара. Должен отсутствовать и государственный контроль цен этого товара. В этой связи проводятся, например, фьючерсные торги на золото и серебро, но не бриллианты, торговля которыми практически полностью контролируется компанией «Де Бирс».
- 3) Необходим значительный наличный (спот) рынок товара с широко доступной информацией. В конечном итоге, если нет широкого наличного рынка товара, то есть нет его предложения и отсутствует спрос, то зачем заключать на него фьючерсную сделку?
- 4) Товар должен состоять из однородных (идентичных) составных частей, когда каждая часть товара может быть продана как сам товар. С этой точки зрения, не могут быть предметом фьючерсных сделок облигации корпораций — слишком разный у них риск, а вот сделки с государственными ценными бумагами широко известны.

Другим важным условием совершения фьючерсных сделок является *стандартизация*. Фьючерсный рынок каждого товара предполагает свои стандарты сделок, которые включают закрепление в стандарте следующих характеристик:

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

К важнейшим фьючерсным рынкам относятся:

- 1) *США* — Чикагская торговая палата (Chicago Board of Trade — СBT или СВOT); Чикагская торговая биржа (Chicago Mercantile Exchange — СМЕ); Международный валютный рынок (International Monetary Market — IMM); Нью-Йоркская торговая биржа (New York Mercantile Exchange — NYMEX); Нью-Йоркская торговая палата (New York Board of Trade — NYBOT).
- 2) *Германия и Швейцария* — Eurex.
- 3) *Великобритания* — Международная нефтяная биржа в Лондоне (International Petroleum Exchange in London — IPE); Международная биржа финансовых фьючерсов (London International Financial futures Exchange — LIFFE); Лондонская биржа металлов (London Metal Exchange — IME).
- 4) *Франция* — французская фьючерсная биржа (MATIF).
- 5) *Япония* — Токийская товарная биржа (Tokyo Commodity Exchange — TCE); Токийская фондовая биржа (Tokyo Stock Exchange — TSE); Международная биржа финансовых фьючерсов (Tokyo International Financial Foreign Exchange — TIFFE).

5.5 Международный рынок опционов

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



.....
Под опционным контрактом понимается сделка, когда одна сторона (продавец опциона) продает другой стороне (покупателю опциона) право либо на покупку какого-то базового средства (товара, ценной бумаги и др.), либо на его продажу по фиксированной в момент совершения сделки цене.

Существуют различные виды опционов. Прежде всего, их можно классифицировать по характеру эмиссии: опционы эмитента; простые опционы.



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

Опционы эмитента имеют ряд отличий от простых опционов. Во-первых, опционы эмитента обычно выпускаются (продаются) каким-то акционерным обществом; в момент исполнения опциона эмитента данное общество обязано продать основную акцию. Опционы же покупаются и продаются частными инвесторами, и все обязательства по опционам исполняют частные инвесторы, а не фирмы. Во-вторых, опционы имеют меньший срок действия, чем опционы эмитента, — как правило, опционы реализуются в срок до 9 месяцев. В-третьих, в отличие от корпораций, выпускающих опционы эмитента с установленным сроком исполнения и единственной ценой исполнения, индивидуальные инвесторы на рынке опционов могут устанавливать множество цен и сроков исполнения.

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



.....
Опцион на покупку — ценная бумага, дающая ее владельцу право купить определенное количество какой-либо базовой акции в заранее установленную дату.

При этом в момент совершения опционной сделки оговаривается цена будущей покупки — так называемая цена исполнения (цена страйк) опциона. Для обыкновенных акций опцион на покупку обычно дает право купить 100 оговоренных в опционе акций.

Основной инвестиционной характеристикой опционов является то, что покупатель опциона на покупку имеет право, но не обязательство, купить обусловленное количество базовых акций по цене исполнения. Инвестор же, продавший опцион на покупку, обязан продать указанные в опционе ценные бумаги по цене исполнения (в случае исполнения опциона инвестором, купившим данный опцион).

Из приведенного определения видно, что позиции участников опционной сделки неравноценны: владелец опциона на покупку имеет право купить базовую цен-

ную бумагу по цене исполнения, но не обязан делать это, а продавец опциона обязан продать базовое средство в любом случае при исполнении опциона его владельцем. В этой связи, чтобы побудить потенциального продавца опциона заключить опционную сделку, покупатель опциона должен заплатить ему определенную сумму денег, называемую опционной премией.

Владелец опциона на покупку играет на повышение цены базового средства. Предположим, например, что, согласно заключенной сделке, покупатель опциона на покупку имеет право в течение ближайших шести месяцев купить у продавца опциона акцию компании «А» по цене исполнения 25 руб. В момент заключения сделки покупатель опциона выплатил его продавцу опционную премию 4 руб. Пусть через некоторое время рыночная цена базовой акции возрастает до 32 руб. В этих условиях владелец опциона может принять решение о его исполнении: он обяжет продавца опциона продать ему базовую акцию по установленной цене исполнения 25 руб., затем сразу же продаст ее по рыночной цене 32 руб. и получит выручку 7 руб. С учетом опционной премии чистая прибыль владельца опциона на покупку составит 3 руб., что с учетом инвестиционных затрат (опционной премии) в 4 руб. означает доходность 75%.

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

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



.....
Опцион на продажу — это ценная бумага, дающая его владельцу право продать определенное количество базовой акции по оговоренной цене в течение установленного промежутка времени.

Инвестор, купивший опцион на продажу, имеет право, но не обязательство, продать ценные бумаги согласно условиям опциона. Инвестор, продавший опцион на продажу, также получает за это опционную премию и обязан купить ценные бумаги по цене исполнения.

При совершении сделки с опционами на продажу позиции покупателя и продавца опциона меняются — в данном случае уже покупатель опциона на продажу играет на понижение, а продавец — на повышение стоимости базового средства.

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

- 1) срок действия опциона — промежуток времени, в течение которого опцион имеет силу и существует как ценная бумага. По окончании данного срока опцион перестает существовать как финансовое средство;
- 2) дата исполнения опциона — дата, когда владелец опциона принимает решение о его исполнении.

Соотношение этих сроков позволяет разделить все опционы на два типа:

- если эти сроки совпадают, то есть опцион может быть реализован только в день его окончания, то такая ценная бумага называется *европейским опционом*;
- если же опцион может быть реализован в любой день до окончания срока действия, то такая ценная бумага называется *американским опционом*.

Подобное деление опционов не связано с географическим признаком.

Опционы можно классифицировать *по типу базового актива*:

- 1) *Опционы на акции* дают их владельцам право (без обязательства) купить (для опциона на покупку) или продать (опцион на продажу) базовую акцию в определенную дату по заранее установленной цене исполнения. Обычно биржи устанавливают несколько цен исполнения для опционов на одну и ту же базовую акцию. Котировка опционов указывается на единицу базового актива (то есть на одну акцию). Поскольку обычный размер опционного контракта — 100 акций, то цена исполнения опциона будет в 100 раз выше котировальной цены.
- 2) *Опционы на индексы* дают их владельцам право (без обязательств) приобрести (опцион колл) или продать (опцион пут) базовый актив (индекс) в определенную дату по установленной цене исполнения. Так как индекс не может быть физически поставлен (это условная величина), то при исполнении опционов происходит денежный расчет, что принципиально отличает этот опцион от опционов на акции, где происходит поставка акций. Владелец опциона на индекс получит от сделки сумму, равную разнице между рыночной величиной индекса в момент исполнения опциона и ценой исполнения опциона, умноженной на величину контракта.
- 3) *Опционы на фьючерсы* очень похожи на опционы на акции, за тем исключением, что владелец опциона приобретает право купить или продать фьючерс на базовое средство, а не само средство. Популярность таких опционов обусловлена тем, что значительно проще при исполнении опциона поставить фьючерсный контракт на базовый актив, чем сам актив.

Опционы на фьючерсы имеют ряд специфических черт:

- Во-первых, исполнение опциона приводит к открытию длинной фьючерсной позиции (для покупателя опциона колл или продавца опциона пут) или короткой фьючерсной позиции (для продавца опциона колл и покупателя опциона пут). Иными словами, покупатель опциона колл на фьючерс на Индекс РТС имеет право купить фьючерс и открыть длинную позицию по фьючерсному контракту на Индекс РТС по цене исполнения опциона. С другой стороны, продавец опциона колл на фьючерс на Индекс РТС обязывается продать фьючерсный контракт на Индекс РТС по цене страйк опциона, т. е. занять короткую фьючерсную позицию.
- Во-вторых, как правило, опционы на фьючерсы являются американскими.

Ниже приведена спецификация опционного контракта на фьючерс на Индекс РТС (таблица 5.1).

- 4) *Валютные опционы* дают их владельцам право (без обязательства) купить (опцион на покупку) или продать (опцион на продажу) фиксированное количество определенной валюты (базового средства) в установленную дату

Таблица 5.1 – Спецификация опционного контракта на фьючерс на Индекс РТС

Тип опциона	Call и Put
Вид	Американский
Месяц исполнения	Март, июнь, сентябрь, декабрь
Последний срок действия	Закрытие торговой сессии в последний торговый день по базовому фьючерсу
Базовый актив	1 фьючерс на Индекс РТС
Исполнение	При исполнении одного опциона фиксируется сделка купли-продажи одного фьючерсного контракта, лежащего в качестве базового актива опциона, по цене, равной цене исполнения опциона. Покупатели могут потребовать исполнения в любой день в течение срока действия опциона. По окончании торгов в последний день срока действия опциона Клиринговый центр самостоятельно, без получения от держателей заявлений на востребование своих прав по опционам, производит исполнение опционов, находящихся в состоянии «в деньгах» относительно расчетной цены фьючерсного контракта

по заранее определенной цене исполнения опциона, указанной в отношении к другой валюте. Цена одной валюты, выраженная в другой валюте, называется валютным курсом. Цена исполнения валютного опциона представляет собой, по сути, валютный курс. Валюта, в которой выражается опционная премия и цена исполнения, называется валютой сделки, а валюта, которая покупается (продается) при исполнении опциона, является базовым средством (базовой валютой).

Валютный курс может выражаться двумя эквивалентными способами:

- R российских рублей за 1 доллар США (например, 1 доллар/26,54 руб.);
- U американских долларов за 1 рубль (1 рубль/0,037679 доллар).

В этой связи следующие котировки эквивалентны:

В России	В другой стране (в США)
USD/рубль	рубль/USD
Цена исполнения K в рублях	Цена исполнения в USD (1/K)
Премия и котировка в рублях	Премия и котировка в USD
Опцион на покупку USD/рубль	Опцион на продажу рубль/USD
Покупка опциона на покупку	Покупка опциона на продажу
Продажа опциона на покупку	Продажа опциона на продажу
Покупка опциона на продажу	Покупка опциона на покупку
Продажа опциона на продажу	Продажа опциона на покупку

Следует учитывать, что сделки с опционами проводятся на специализированных торговых площадках (опционных биржах) по особым правилам. В частности,

при осуществлении биржевых сделок с опционами используется централизованный клиринг, при котором биржа выступает стороной по сделке. Существование вторичного рынка опционов позволяет участникам сделки закрывать свои позиции путем совершения обратной сделки: купив позицию по опциону той же серии, что он продал, или продав опцион той же серии, что он купил, инвестор может закрыть свою позицию по опциону в любое время.

5.6 Кредитные деривативы

Финансовые кризисы, охватившие ряд стран в конце XX в., наиболее ярко высветили масштаб и уровень кредитных рисков, принятых коммерческими и инвестиционными банками.

Это в определенной степени способствовало активизации деятельности в области создания новых, более эффективных инструментов управления кредитными рисками. И такими инструментами стали кредитные деривативы.

Основными предпосылками возникновения кредитных деривативов являются:

- 1) потребность в страховании предпринимательской деятельности от изменения конъюнктуры посредством заключения срочных контрактов, позволяющих хеджировать риски;
- 2) объективный процесс развития мирового финансового рынка, современные тенденции глобализации и либерализации мировой экономики, усиление роли финансового инжиниринга;
- 3) усиление волатильности на рынках долговых ценных бумаг и финансовые кризисы в Юго-Восточной Азии, России и Латинской Америке, которые существенно увеличили кредитные риски;
- 4) совершенствование методов количественной оценки и управления кредитным риском, адаптация разработанных методик к ценообразованию кредитных деривативов;
- 5) целенаправленная работа регулирующих органов различных стран по совершенствованию законодательных норм и стандартизации документации для совершения операций с кредитными деривативами;
- 6) развитие банковских технологий и повышение эффективности управления рыночными рисками.

В экономической литературе даются разные определения кредитных деривативов: «...*Кредитные деривативы* — это контракты, с помощью которых осуществляется передача кредитного риска от покупателя дериватива его продавцу»², «...*Кредитные деривативы* — производные инструменты, предназначенные для управления кредитным риском»³. «*Кредитные деривативы* — это забалансовые финансовые инструменты, позволяющие одной стороне (бенефициару) перенести кредитный риск по активу на другую сторону (гаранта), не прибегая к физической

²Афанасьев А., Лапина К., Рудько-Силиванов В. Кредитные деривативы как механизм управления пририском при взаимодействии банковского и реального секторов экономики // <http://www.rcb.ru>

³Наумов М. Западня для риска // <http://www.barjkir.ru>.

продаже актива. Как правило, активы принадлежат бенефициару на праве собственности»⁴.

Ключевой особенностью кредитных деривативов является то, что они отделяют обладание и управление кредитным риском от других количественных и качественных аспектов владения финансовыми активами. Они позволяют участникам рынка торговать риском и активом по отдельности. При этом перенос кредитного риска по указанному в контракте активу путем осуществления платежей обусловлен наступлением определенных условий или событий, которые называют кредитным случаем.

Основными задачами кредитных деривативов являются:

- обеспечение контроля кредитного риска по долговым инструментам или корзине долговых инструментов;
- снижение концентрации риска в портфеле долговых инструментов;
- создание синтетических активов, отвечающих специфике конкретного банка;
- возможность управления риском для оптимальной диверсификации кредитного портфеля;
- обеспечение выгоды за счет принятия риска по кредитному портфелю другого банка.

Структура мирового рынка кредитных деривативов включает следующие элементы:

- Участники операций с кредитными деривативами.
- Государственные и надгосударственные регулирующие органы.
- Некоммерческие организации, объединяющие участников и рынка.
- Рейтинговые агентства.

Основными участниками мирового рынка кредитных деривативов являются банки, страховые компании, пенсионные фонды, для которых использование кредитных деривативов способствует диверсификации и хеджированию кредитных активов и портфелей. Кроме того, с их помощью добиваются увеличения доходности на капитал с учетом норматива достаточности капитала, появляется возможность создания высокодоходных синтетических активов и проведения спекулятивных операций на основе собственных прогнозов в отношении качества того или иного кредитного актива.

Второе место по активности на мировом рынке кредитных деривативов занимают хедж-фонды. Их удельный вес в общем объеме кредитных деривативов почти удвоился с 2004 г. и составляет около 30%. Основным мотивом для этих организаций на мировом рынке кредитных деривативов является продажа и покупка кредитного риска по недоступным высокодоходным активам. Кроме того, фонды могут использовать кредитные деривативы для хеджирования, когда какую-либо позицию нежелательно ликвидировать из-за налоговых или бухгалтерских причин. Таким образом, для хедж-фондов основным мотивом участия является возможность получения дохода, что на практике реализуется посредством продажи кредитной защиты.

⁴Суэтин А. А. Международный финансовый рынок. М: КНОРУС. 2004. С. 121.

Еще одним крупным участником мирового рынка кредитных деривативов являются страховые компании, доля которых на рынке кредитных деривативов составляет около 15%.

Страховые компании все чаще используют финансовые рынки в качестве канала для распределения страховых рисков.⁵

Остальных институциональных инвесторов можно объединить в одну группу участников рынка кредитных деривативов. Сюда относятся такие организации, как взаимные и пенсионные фонды. Совокупный объем сделок этих операторов рынка не превышает 6–7%.

В последнее время активизировали свою деятельность на рынке кредитных деривативов промышленные и торговые предприятия и организации. Большую роль в вовлечении корпораций в операции с кредитными деривативами сыграли банки, которые в конкурентной борьбе предлагают клиентам новые привлекательные продукты. Второе направление развития операций с кредитными деривативами связано с управлением риска контрагентов — поставщиков и заказчиков.

На практике же чаще встречается хеджирование не отдельных контрактов, а всех обязательств партнера в течение определенного периода времени.

В итоге, состав участников мирового рынка кредитных можно представить в таблице 5.2⁶.

Таблица 5.2 – Участники мирового рынка кредитных деривативов

Отрасль	Покупатели кредитной защиты, %	Продавцы кредитной защиты, %
Банки	59	44
Хедж-фонды	28	31
Корпорации	2	3
Страховые компании	7	17
Взаимные фонды	1	2
Пенсионные фонды	1	2
Прочие	2	1

Основными регулирующими органами на рынке кредитных деривативов выступают, как правило, Центральные банки. Немаловажную роль также играют налоговые службы и органы, регулирующие внешнеэкономическую деятельность. Но наиболее значимая роль в регулировании рынка кредитных деривативов принадлежит наднациональным регулирующим организациям. Так, значительный вклад в регулирование операций с кредитными деривативами внесли Банк международных расчетов (BIS) и Базельский комитет по банковскому надзору (BCBS). Основная направленность действий этих организаций заключается в регламентации расчета рисков при проведении операций с кредитными деривативами.

Огромную роль в создании эффективного правового поля на данном рынке играют негосударственные некоммерческие организации: Международная ассоци-

⁵Romain G. Ranciere. Credit Derivatives in Emerging Markets

⁶British Bankers' Association. Credit Derivatives Report 2006

ация по свопам и деривативам; Британская банковская ассоциация; Всемирная ассоциация профессионалов риск-менеджмента.



Вопросы для самоконтроля по главе 5

- 1) Дайте характеристику развитых фондовых рынков.
- 2) В чем принципиальные отличия фондового рынка США от фондовых рынков Германии и Японии?
- 3) Каковы фундаментальные свойства облигаций?
- 4) Какова взаимосвязь стоимости акций с уставным капиталом и активами компании?
- 5) Кто может быть эмитентом депозитных и сберегательных сертификатов?
- 6) В чем различия между владельцами депозитных и сберегательных сертификатов?
- 7) Чем обусловлен выпуск депозитарных расписок?
- 8) Дайте классификацию видов депозитарных расписок.
- 9) Что понимается под международным рынком облигаций?
- 10) Каковы особенности еврооблигаций?
- 11) Чем обуславливается инвестиционная привлекательность еврооблигаций?
- 12) Кто может быть заемщиком на рынке еврооблигаций?
- 13) В каких формах осуществляется размещение выпусков еврооблигаций?
- 14) Дайте характеристику евронотам и евробондам.
- 15) Для чего используются рыночные индексы на рынке еврооблигаций?

Глава 6

МЕЖДУНАРОДНЫЙ РЫНОК ДРАГОЦЕННЫХ МЕТАЛЛОВ

6.1 Международный рынок драгоценных металлов: содержание и виды

Многотысячелетняя история обращения драгоценных металлов тесно связана с историей цивилизации. Драгоценные металлы сыграли огромную роль в открытии континентов и отраслей промышленности, в формировании и трансформации валютной системы, становлении и развитии денежно-кредитных отношений. С течением времени менялись функции и роль благородных металлов, но они по-прежнему занимают важное место в национальной экономике и международных отношениях.

В современных условиях, с одной стороны, происходит сокращение денежных функций, например золота, а с другой — возникают новые формы экономического бытия этого драгоценного металла. Не уменьшается тезаврационный, спекулятивный спрос на золото, возрастает его инвестиционная привлекательность.



.....
Международный рынок драгоценных металлов представляет собой сферу экономических отношений между участниками по поводу сделок с драгоценными металлами и ценными бумагами, которые котируются в золоте (золотые сертификаты, облигации, фьючерсы и т. п.).
.....

На международном рынке драгоценных металлов обращаются золото, серебро, платина и металлы платиноидной группы.

Рассмотрим влияние рынка драгоценных металлов на примере самого важного металла — золота. Золото — весьма редкий металл, хотя и находится в горных поро-

дах, морской воде, земной коре. Например, в одной тонне земной коры находится лишь 4 мг золота. Встречаются в природе и крупные самородки. Так, в России самый крупный самородок, весом более 36 кг, был найден в 1842 г., а в Австралии в 1869 г. был обнаружен самородок весом 70,9 кг. Тем не менее золото добывается не в виде самородков, а в основном из коренных (рудных) и рассыпчатых месторождений. Правда, концентрация как рудного, так и рассыпчатого золота незначительная. Содержание металла в руде до 2-х граммов на одну тонну считается богатым. В ЮАР есть рудники, где концентрация золота составляла более 30 граммов на одну тонну руды.

Золото сыграло огромную роль в развитии экономики. На определенном этапе развития цивилизации золото стало функционировать как деньги. На базе золота формировалась и развивалась денежно-кредитная система. Золото сыграло важную роль в длительном функционировании золотого стандарта, который представляет собой систему денежного обращения, когда стоимость денежной единицы страны приравнивалась к официально установленному количеству золота, а деньгами служили золотые монеты или банкноты, конвертируемые в золото по установленному курсу.

Золотой стандарт, по свидетельству историков, возник в XV в.⁷, но официально он был оформлен в 1819 г., когда Британский Банк принял закон, в соответствии с которым необходимо было менять банкноты на золото по фиксированному курсу. Германия, Франция и США ввели Золотой стандарт в 1875, 1878 и 1879 гг. соответственно. Главной задачей в период действия золотого стандарта было поддержание со стороны Центрального банка паритета между национальной валютой и золотом, а для этого требовался соответствующий золотой резерв. Классическая система золотого стандарта перестала существовать в годы Первой мировой войны. В качестве международных резервов стала использоваться иностранная валюта — франк, фунт стерлингов, доллар США. Золото использовалось в международных расчетах. В дальнейшем происходила эволюция в сторону снижения роли золота в валютной сфере. В результате соглашения в Бреттон-Вудсе вместо золотого был провозглашен золотодевизный стандарт. В качестве резервных активов выступали иностранные валюты наряду с золотом, которое рассматривалось как основной резервный актив. А в 70-е годы XX в. на основе ямайских соглашений была отменена официальная цена на золото, которое перестало играть роль основного резервного актива. В США в 1971 г. была отменена конвертируемость доллара в золото. Процесс демонетизации золота был довольно длительным, противоречивым и, по мнению некоторых специалистов, еще не завершился. Они полагают, что золото сохраняет роль чрезвычайных мировых денег, обеспечения международных кредитов, воплощения богатства. Кроме того, официальные золотые запасы выступают как международные активы и служат показателем кредитоспособности страны.

За всю историю человечества добыто около 225 тыс. тонн золота. В мире прогнозные ресурсы желтого металла составляют 61 тыс. тонн.

В настоящее время в международных финансовых организациях — Банке международных расчетов, Международном Валютном Фонде и Центральном Европейском банке, а также в 16 государствах мира сосредоточено 80%, или 27 тыс. тонн, золота⁸.

⁷Некоторые специалисты относят возникновение золотого стандарта к XVIII в. См.: Аникин А. В. Золото. М.: Международные отношения, 1988.

⁸Чекулаев М. Ставка на золото // Национальный банковский журнал. 2004. № 11.

Прогнозные ресурсы золота распределены по странам следующим образом (рисунок 6.1⁹).

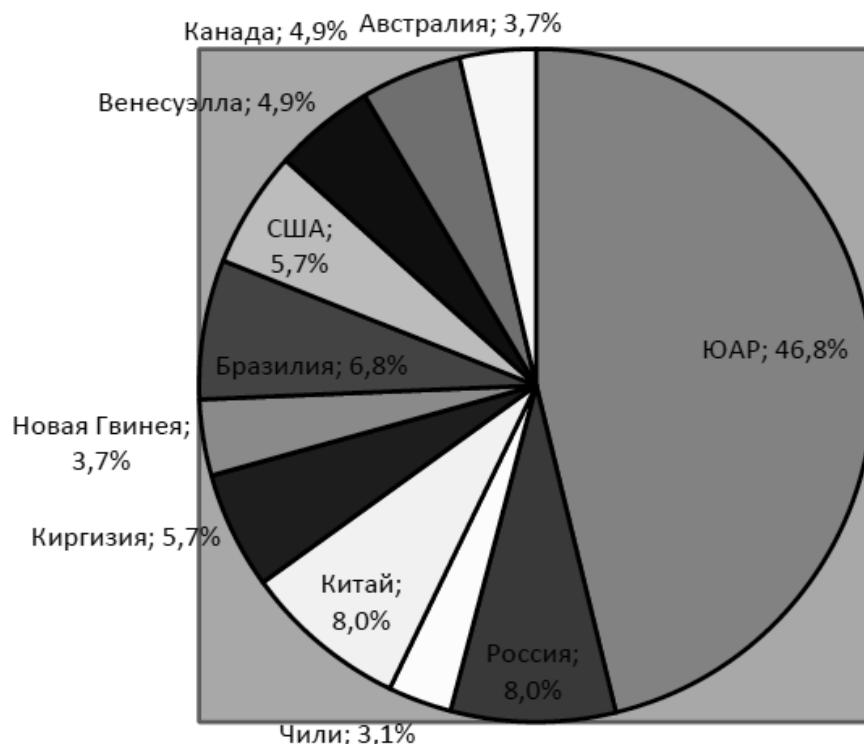


Рис. 6.1 – Прогнозные ресурсы золота

В настоящий момент мировой рынок золота представляет собой совокупность международных и внутренних рынков с разветвленной структурой глобальной торговли физическим металлом и производными инструментами.

В *организационном* плане рынок золота — это специальные центры торговли золотом, где осуществляются сделки по купле-продаже этого металла.

Субъектами рынка выступают центральные и коммерческие банки, корпорации и отдельные лица.



.....
 Рынки золота подразделяются на *внутренние* и *мировые*.

Внутренние рынки представляют собой рынки отдельного или нескольких государств, предназначенных для местных инвесторов и тевзавраторов. Отличительной чертой является значительная степень регулирования со стороны государства. Это касается вопросов ценообразования, установления квот, тарифов, налогов на движение драгоценных металлов.

⁹По данным аналитического агентства Gold Fields Mineral Services и Gold Institute (Великобритания).

На внутренних рынках золота используется национальная валюта или доллар США.

В некоторых странах существуют черные рынки. Их функционирование обусловлено жестким государственным регулированием, когда запрещается ввоз или вывоз драгоценного металла, когда налоговые барьеры сдерживают торговлю золотом. На таких рынках предложение золота связано с контрабандной поставкой металла.

Мировые рынки золота характеризуются:

- развитой рыночной инфраструктурой;
- широким спектром операций;
- заключением крупных сделок;
- незначительным кругом участников (крупные банки, специализированные компании, государственные органы);
- отсутствием таможенных барьеров;
- проведением операций по правилам, которые устанавливаются самими участниками рынка и саморегулируемыми организациями;
- круглосуточным проведением операций;
- открытым характером проводимых операций.

Крупнейшие рынки золота находятся в Лондоне и Цюрихе.

Лондонский рынок золота функционирует с XVIII в., когда на этом рынке осуществлялась перепродажа добытого в колониях желтого металла посредническими компаниями. Доминирующему положению Лондона способствовало поступление золота из стран Британского Содружества, прежде всего — из ЮАР. Золото с Лондонского рынка вывозилось в европейские страны, на внутренние рынки Азии, Ближнего Востока.

Особенность этого рынка состоит в том, что он выступает в роли основного перераспределительного центра, куда стекается желтый металл из мест его производства и уходит к конечным потребителям на внутренние рынки. Доминированию Лондонского рынка также способствует и проведение золотого фиксинга — установление цены на золото.

На Лондонском рынке объектом торговли являются стандартные слитки и монеты. При этом предметом сделок могут выступать монеты старой чеканки периода золотого стандарта, современные монеты массовой чеканки, используемые для тезаврации и спекуляции, а также монеты старых образцов, но с новыми датами чеканки. Кроме того, Лондонский рынок является центром проведения клиринговых операций с драгоценными металлами.

Определенную роль в позиционировании Лондонского рынка сыграл «Золотой пул», созданный в 1961 г. и представляющий собой наднациональную организацию, в которую входили центральные банки США, Франции, Великобритании, Италии, Швейцарии, Бельгии, Нидерландов и Германии.

Цель пула заключалась в поддержании цены на золото на официально установленном уровне, в координации действий монетарных властей по проведению единой политики на рынке золота. Банк Англии выступал в тот период агентом пула. Золотой пул прекратил свое существование в 1968 г.

В настоящее время *координирующим центром* на Лондонском рынке является Лондонская ассоциация рынка золота (The London Bullion Market Association).

Данная ассоциация была создана в 1987 г. и включает две группы участников: маркетмейкеров и обычных участников. Маркетмейкеры должны поддерживать котировки на продажу и покупку. Тем самым они способствуют формированию цены. В роли маркетмейкеров выступают крупные банки, такие как: Deutsche Bank, J.P. Morgan Chase Bank, N.M. Rothschild & Sons Ltd, Credit First Boston и другие, т. е. такие структуры, которым присущи высокая капитализация, высокие кредитные рейтинги, разветвленная клиентская сеть, огромный опыт работы с драгоценными металлами.

Обычные участники не принимают участие в формировании цены, и в своей деятельности ориентируются на маркетмейкеров. К ним относятся крупные финансовые компании, торгующие золотом, и фирмы, которые занимаются рафинированием металла, изготовлением стандартных слитков.

Значительную конкуренцию Лондонскому рынку составил рынок золота в *Цюрихе*. Этому способствовал ряд причин, среди которых — переориентация поставок золота из ЮАР, традиционный нейтралитет Швейцарии, функционирование Лондонского рынка для нерезидентов (это ограничение было устранено лишь в 1979 г.).

Цюрихский рынок является крупнейшим мировым центром по реализации желтого металла, через этот рынок проходит почти половина золота, которое необходимо для удовлетворения спроса на золото со стороны промышленности и населения.

Этот рынок характеризует ряд особенностей. Прежде всего, это касается структуры рынка. Организационной формой выступает пул крупнейших банков страны универсального типа. Члены пула являются дилерами и проводят сделки с золотом за свой счет в отличие от Лондонского рынка, где участники рынка являются брокерами. Поэтому прибыль участников Цюрихского рынка формируется за счет разницы в ценах покупки и продажи. Банки-члены пула имеют свои аффинажные мощности, что повышает привлекательность рынка золота в Швейцарии. Для золотопромышленников Цюрихский рынок является более привлекательным, так как он позволяет им реализовать металл непосредственно членам пула, а не через посредников. Кроме того, на Цюрихском рынке предлагается широкий спектр операций, а также возможность совершать сделки во всех центрах торговли золотом, так как швейцарские банки имеют представительство в этих центрах.

В Швейцарии довольно эффективно работает розничный рынок по продаже золотых слитков и монет.

Активные операции с золотом международного характера проводятся в Нью-Йорке, Гонконге, Чикаго, Дубае.

Развитие IT-технологий порождает серьезные изменения в торговле благородными металлами. Операции с драгоценными металлами осуществляются в Интернете, что создает специфический рынок. Центральные банки не выпускают валюту, обеспеченную золотом. Но появились компании, которые выпускают электронные деньги, обеспеченные золотом.

Первая система золотых электронных денег, единицей в которой служит грамм или троянская унция (31,1 г.) золота, была создана в 1996 г. Уже спустя 10 лет совокупный золотой запас таких систем составлял около 9 тонн золота. Золотые электронные деньги защищены от валютного риска, и они являются интернациональными.

6.2 Участники международного рынка драгоценных металлов

На международном рынке драгоценных металлов совершают операции следующие участники:

- добывающие компании;
- профессиональные брокеры и дилеры;
- центральные банки;
- коммерческие банки;
- промышленные потребители;
- инвесторы.

Добывающие компании поставляют на рынок основную часть драгоценных металлов, поэтому являются ведущими участниками рынка.

По масштабу своей деятельности их можно разделить на две категории:

- небольшие компании, которые не имеют возможности вести дела непосредственно с брокерскими конторами;
- огромные корпорации, которые ведут дела во всех сферах рынка золота. Эти компании проводят свои операции в масштабах, достаточно значительных для мгновенных изменений цен, вследствие чего их деятельность находится под пристальным вниманием других участников рынка.

Профессиональные брокеры и дилеры закупают драгоценные металлы, прежде всего золото, и затем перепродают его другим банкам. Иногда банки закупают металл для пополнения своих резервов.

Фирмы, торгующие золотом в слитках, действуют как в качестве брокеров для покупателей, так и в качестве первичных дилеров, удерживая свои собственные позиции в торговле благородными металлами с целью получения прибыли за счет динамики цен. Лондонская ассоциация рынка золота, представляющая интересы участников на оптовом рынке, делит их на две категории: участники, формирующие рынок (маркетмейкер – market maker), и обычные участники. Фирмы, выступающие в качестве маркетмейкеров, обязаны при запросе своих клиентов и других маркетмейкеров котировать цену на металл. Обычные дилеры, как правило, устанавливают цены только для своих агентов и не обязаны формировать рыночные цены.

Брокеры выступают посредниками и способствуют заключению торговых сделок, «соединяя» между собой покупателей и продавцов золота. Брокеры действуют по поручению своих клиентов и за их счет. Они получают вознаграждение в виде комиссионных при заключении сделки. В роли брокеров могут выступать банки, фирмы и отдельные лица.

В настоящее время перечисленные фирмы, так же как другие брокеры, не ограничиваются брокерскими операциями и активно участвуют в торговле золотом за свой счет.

Брокеры располагают хранилищами, которые позволяют им осуществлять операции в порядке консигнационной торговли золотом. При этой форме владелец металла (консигнант) передает его брокеру (консигнатору) для продажи. Право

собственности на золото вплоть до получения денег сохраняется за продавцом. Брокер иногда за счет покупателя или продавца доводит золото до необходимой покупателю кондиции.

Дилеры — участники рынка, которые покупают золото от своего имени за свои деньги или деньги, полученные в виде кредита. Приобретенное золото они реализуют различным покупателям. На международных рынках действует ограниченная группа дилеров, на внутренних — их состав значительно шире.

Дилеров международного рынка относят к экономической элите мира. В роли дилеров выступают крупные банки либо компании, теснейшим образом связанные с банками, т. е. дилеры, зачастую являющиеся их дочерними фирмами.

Причина заключается в том, что для ведения дилерских операций нужны крупные суммы денег, которые не могут быть сконцентрированы без постоянного движения ссудного капитала, т. е. банковского кредита.

Центральные банки, с одной стороны, выступают как крупные инвесторы, располагающие большим объемом металла, а с другой — являются крупнейшими продавцами и покупателями металлов. В их функцию также входит установление правил игры на золотом и финансовом рынках.

Наибольшим влиянием обладает центральный банк США — Федеральная резервная система (US Federal Reserve System — US FED). Далее за ним следует центральный банк Германии — Бундесбанк (Deutsche Bundesbank), в Великобритании — Банк Англии (Bank of England, называемый еще Old Lady).

Центральные банки других стран также играют существенную роль на рынке драгоценных металлов, поскольку значительная часть национальных резервов своей страны они хранят в виде золота. Вследствие большой величины этих запасов действия центральных банков могут оказывать решающее влияние на рынок золота. В прежние времена на долю центральных банков приходилась, как правило, примерно половина закупок всего поступающего на рынок золота, однако с 1971 г., после того, как исчезла возможность обмена долларов США на золото, банки превратились в «чистых» продавцов.

Английский банк относится к группе центральных банков, которые торгуют золотом за свой счет и выпускают золото на рынок с целью получения некоторой финансовой прибыли на свои золотые резервы. Английский банк и Банк международных расчетов действуют на рынке и от имени других центральных банков.

Коммерческие банки осуществляют операции с золотом и выступают на международном рынке как продавцы или покупатели, пользуясь услугами брокеров и дилеров. Во многих случаях они выполняют брокерские и дилерские операции, имея отношения с производителями и потребителями металла.

В настоящее время коммерческие банки имеют лицензии на право участия в международной торговле золотом. При этом активные операции проводят и российские коммерческие банки.

К промышленным потребителям относятся производители ювелирных изделий, промышленные предприятия и аффинажные предприятия.

Так, значительную часть клиентуры предприятий по очистке золота составляют различные отрасли промышленности, нуждающиеся в получении золота с различными конкретными характеристиками. Несмотря на то, что промышленные предприятия часто осуществляют свои первоначальные приобретения через бро-

керские фирмы, имеющие золото на консигнационных складах, в некоторых случаях именно брокерские конторы занимаются очисткой и облагораживанием золота от имени и по поручению своих клиентов.

Кроме промышленного потребления наличных слитков, существует также инвестиционный спрос, например со стороны пенсионных фондов и частных инвесторов. На них рассчитаны определенные виды слитков и монет.

Инвесторы, за исключением частных лиц, могут быть и поставщиками. Особую роль в этом случае играют различные фонды и международные организации.

Инвесторы представляют собой обширную категорию участников рынка золота и могут быть разделены на множество групп. Формы инвестиций в золото включают приобретение золотых монет, слитков или ювелирных изделий, дилерство на неопределенных условиях на рынке продаж за наличные или же участие в опционах и скупке золота в спекулятивных целях, а также приобретение акций каких-либо организаций и фондов, которые могут иметь золото или связанных с инвестициями в золото.

В Северной Америке и в Европе имеется тенденция к превращению инвесторов в спекулянтов, которые с помощью таких способов, как торговля золотом за счет залоговой суммы, фьючерсные сделки и опционы, пытаются в течение коротких промежутков времени получить прибыль вследствие изменения цен без физического приобретения или поставки золота. Азиатские инвесторы, в отличие от американских и европейских, стремятся к физическому накоплению золота в слитках различных форм и рассматривают инвестиции в золото в качестве средства, позволяющего выходить из критических финансовых ситуаций.

Эффективным для инвесторов являются операции с золотом, когда в стране их пребывания растет или падает курс валюты, ибо это воздействует в сторону удешевления или удорожания металла на местном рынке.

6.3 Ценообразование на рынке драгоценных металлов

Формирование цены на драгоценные металлы, в том числе и на золото, — это многофакторный процесс, протекающий под действием совокупности фундаментальных, технических, спекулятивных факторов, но при этом соотношение спроса и предложения является предопределяющим.

В структуре спроса можно выделить следующие виды:

- производственно-бытовой спрос (фабрикационный);
- тезаврационный спрос;
- инвестиционный спрос.

Постоянный спрос на золото предъявляют, прежде всего, покупатели, которые используют металл в производстве: в электронной, радиотехнической, машиностроительной промышленности, стоматологии, производстве монет и медалей, в ювелирной промышленности. Владение золотом в изделиях в некоторых случаях является признаком социального статуса и благополучия. В некоторых азиатских странах золотые изделия рассматриваются как символ богатства, респектабельности, и в силу этого люди предъявляют значительный спрос на желтый металл.

По некоторым оценкам, структура потребления золота выглядела следующим образом, например в 2005 г.: государственные резервы — 30%, промышленность — 10%, ювелирные изделия — 40%, производство слитков и монет — 20%.

Тезаврационный спрос можно разделить на государственный и частный.

Государственный тезаврационный спрос связан с образованием золотых запасов. Формальная демонетизация золота в определенной степени снижает значение золотых запасов, но их реальная ценность сохраняется и по сей день.

Национальные золотые запасы официально принадлежат в разных странах центральным банкам, казначействам, специальным государственным учреждениям, т. е. правительственным организациям.

Определенные золотые запасы есть у Международного валютного фонда (МВФ). Следует отметить, что после реформирования международной валютной системы (Ямайское соглашение 1976 г.) МВФ возвратил часть запаса странам-членам Фонда и часть запаса реализовал на свободном рынке. Судьба же оставшейся части золота (более 3 тыс. тонн) до сих пор не решена.

Держателем значительного запаса желтого металла является Европейский Банк. В результате образования Европейского Союза страны-участницы передали по 20% своих запасов в специальный фонд, при этом золото физически не покидало национальные хранилища.

Определенный запас золота есть и у Банка международных расчетов, акционерами которого являются центральные банки многих стран мира.

Золотые запасы государств содержатся в специальных хранилищах в виде слитков.

К частным тезаврационным накоплениям золота относятся стандартные слитки, мелкие слитки различного веса и формы, монеты, медальоны, медали.

Инвестиционный спрос на золото предполагает вложения в физический металл, в акции золотодобывающих компаний, монеты, медальоны и другие инвестиционные объекты в целях получения дохода.

Что касается предложения золота, то важно подчеркнуть, что золото имеет особенность не исчезать после его извлечения из недр. Основными источниками поступления металла на рынок являются:

- первичная добыча;
- детезаврация;
- переработка вторичного золотосодержащего сырья.

Предложение первичного металла поступает из стран, где золото производится путем добычи из недр и переработки золотосодержащего сырья или в виде попутного извлечения золота при выплавке цветных металлов. В настоящее время золото добывается более чем в 70 странах мира, а крупными поставщиками являются ЮАР, США, Австралия, Китай, Россия, Индонезия и Перу.

Золотодобыча является капиталоемким, затратным бизнесом. Известно, что в мире действует огромное количество компаний, добывающих драгоценные металлы, но большая часть производства осуществляется крупными фирмами. В ЮАР, например, основной объем производства металла приходится на 6 корпораций. Последние годы характеризуются процессами слияний и поглощений, что приводит к усилению конкуренции, образованию крупнейших концернов по добыче золота.

Золото поступает на мировой рынок и в результате переработки вторичного золотосодержащего сырья, скрапа, промышленных отходов, содержащих драгоценный металл.

Из этого источника ежегодно поступает около 30% золота от первичной добычи. Ведущими центрами по переработке металла являются Индия, Египет, Турция.

Детезаврация означает поступление золота из государственных и частных накоплений металла.

Итак, ценообразование на рынке золота происходит под воздействием соотношения спроса и предложения (рис. 6.2).

Кроме того, влияние оказывают такие факторы, как инфляционные ожидания, изменение валютного курса и процентных ставок. Специалисты в данной области называют 10 «С», оказывающих свое влияние на цену на рассматриваемом рынке:

- Commodity price levels — динамика цен на товары;
- Consumption patterns — модели поведения потребителей;
- Currency changes and trends — тенденции, складывающиеся на валютном рынке;
- Continental changes in economic growth patterns — изменения в темпах экономического роста в разных странах мира;
- Current account trade deficits — дефицит платежного баланса по счету текущих операций;
- Central Bank holding and hedging loans — состояние золотых резервов центробанков;
- Conflict and crises (economic and political) — экономические и политические конфликты, кризисы;
- Consumer inflation — инфляция (выраженная индексом потребительских цен);
- Contrarian nature of gold — противоречивая природа золота;
- Constraints on owning and trading gold — ограничения на покупку и торговлю золотом.

С учетом сказанного можно проиллюстрировать образование цены на мировом рынке золота (рис. 6.2).

6.4 Операции с золотом на мировом рынке драгоценных металлов

К основным видам операций с золотом можно отнести:

- 1) сделки, связанные с торговлей физическим металлом;
- 2) сделки с золотом в качестве финансового инструмента.

Объектом торговли при физической поставке металла является золото в слитках. Различают стандартные и мерные слитки. Стандартные слитки — это слитки золота, отвечающие международным или внутренним, национальным стандартам. Наиболее известным стандартом является London Good Delivery. Основные требования:

- 1) Вес слитка — 350-400 унций (11,5-13 кг).

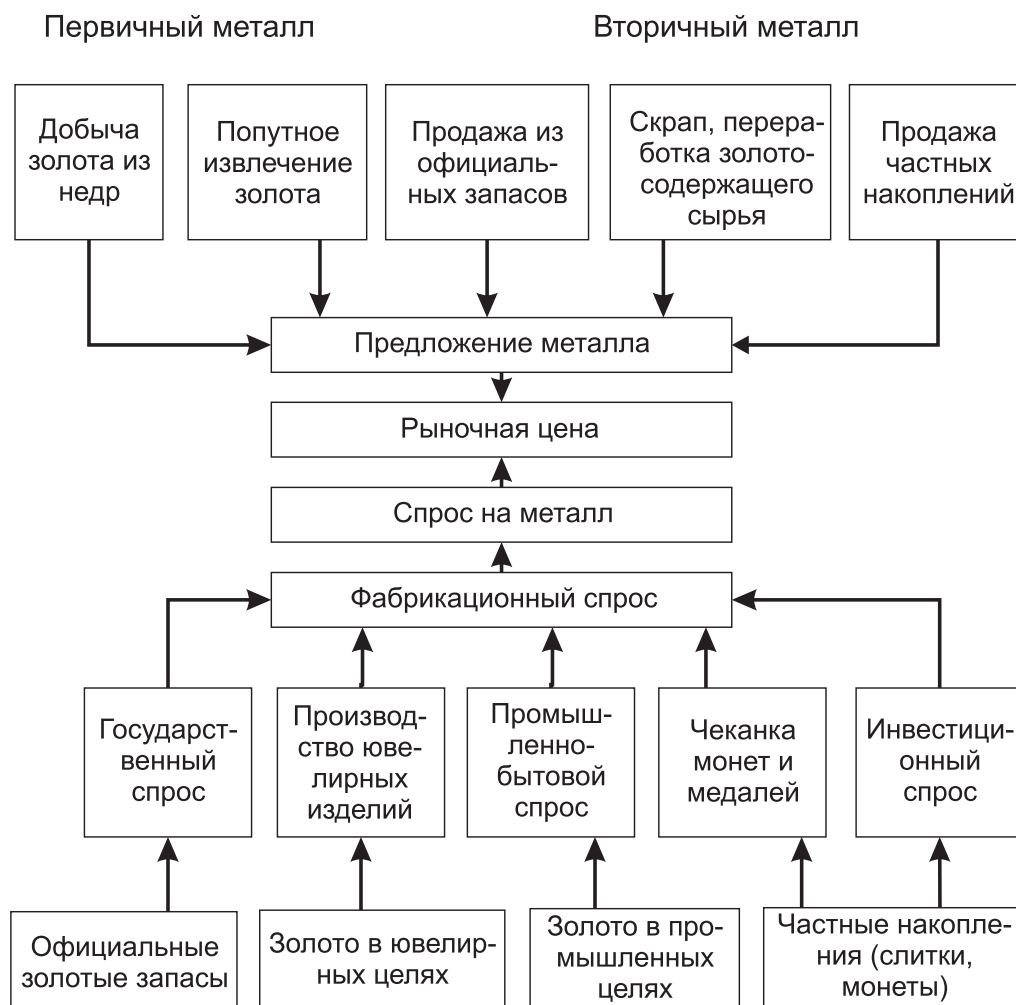


Рис. 6.2 – Формирование цены на рынке золота

- 2) Аффинажная фирма, проставляющая клеймо на слитке, должна быть включена в специальный список лондонского рынка.
- 3) Химически чистого основного металла должно быть не менее 99,5% лигатурной массы слитка.
- 4) На слитке должны быть указаны:
 - а) проба;
 - б) серийный номер;
 - в) клеймо изготовителя и органа пробирного надзора;
 - г) вес с точностью до 0,025 тройских унций (до 0,78 грамма).

На поверхности слитка не должно быть пор и углублений, слиток должен быть удобен для переноски и складирования. К мерным слиткам относятся слитки весом и пробой меньше стандартных. В России, например, принято решение об изготовлении мерных слитков весом от 1 до 1000 г золота.

Кроме слитков, организована продажа золотых монет. Слитковые монеты не имеют коллекционной стоимости, оцениваются исключительно по содержанию зо-

лота, и в этом отношении они подобны мелким слиткам. Подобные монеты появились в 1957 г., когда в Англии был выпущен золотой соверен с содержанием 7,3 г золота. Десятилетием позже в обращение был представлен кюгерранд (ЮАР) с содержанием золота в одну тройскую унцию, эта монета весьма популярна в мире. За тридцать с лишним лет было выпущено кюгеррандов общим весом более 1500 тонн золота, что превышает аналогичный показатель по всем остальным монетам, обращающимся на рынке, вместе взятым. В дальнейшем на рынок поступили золотые монеты из США, Канады, СССР, Австралии, Германии, России.

Характерными чертами слитковых монет являются следующие:

- довольно большой тираж обеспечивает доступ широкому кругу инвесторов;
- чистый вес металла в монете кратен тройской унции или ее долям;
- незначительный размер премии к стоимости металла;
- при оформлении монет используются аллегории стран-эмитентов и элементы государственной символики;
- для изготовления монет используются традиционные технологии;
- слитковым монетам придается статус законного платежного средства, что позволяет пользоваться налоговыми и таможенными льготами на внутреннем и международном рынках.

Коллекционные монеты имеют ряд существенных отличий от слитковых:

- небольшой тираж выпуска;
- большие затраты по оформлению монет и их чеканке;
- разнообразие художественного оформления выпусков;
- чистый вес металла в монете не обязательно кратен тройской унции или ее долям.

Все это повышает размер премии к стоимости металла и, как следствие, создает более высокую стоимость коллекционных монет.

Золото используется довольно широко и как финансовый инструмент. Прежде всего, это относится к так называемым обезличенным металлическим счетам.

В международной практике применяются две основные схемы обезличенного обращения драгоценных металлов. В США обезличенное обращение драгоценных металлов осуществляется, прежде всего, в форме складских свидетельств (депозитарных расписок, варрантов и т. д.). В Европе переход прав собственности на драгоценные металлы закрепляется записями на металлических счетах при совершении соответственно операций с драгоценными металлами по привлечению и размещению — зачисление, списание и иные операции производятся по металлическим счетам. При формировании концепции развития рынка драгоценных металлов в России за основу была взята европейская система обращения драгоценных металлов.

Центральным банком РФ была разработана методика использования металлических счетов применительно к российским условиям. Эта методика предусматривает, что между клиентом и банком заключается договор по двум типам счетов:

- счетам ответственного хранения;
- обезличенным счетам.

Счета первого типа предназначаются для учета металлов, переданных банку на ответственное хранение. Когда принимаются слитки, то фиксируются проба, размер, вес, изготовитель, серийный номер и другие характеристики слитков. В случае хранения монет фиксируются их номинал, состояние, год чеканки и количество.

Особенностью счетов ответственного хранения является то, что золото и другие металлы, зачисленные на счета, не могут использоваться банком для проведения каких-либо операций с ним. В договоре между клиентом и банком оговариваются перечень операций, проводимых по счету, условия зачисления на счет и возврата металла со счета, а также размер вознаграждения за хранение металла.

Обезличенные металлические счета подразделяются на следующие виды:

- 1) счета срочные; на них зачисляются драгоценные металлы, которые могут быть получены их владельцами по истечении оговоренного срока;
- 2) счета до востребования; принятый на этот счет металл может быть получен клиентом в любое время;
- 3) корреспондентские межбанковские металлические счета, через которые проводятся сделки с золотом между клиентами, обслуживаемыми различными банками.

Кредитные организации совершают также сделки с драгоценными металлами с различными сроками поставки драгоценных металлов. При этом различают сделки спот-, своп- и форвардные сделки.

Спот-сделка предполагает немедленную поставку, когда дата поставки денежных средств и драгоценных металлов, дата валютирования, устанавливается в пределах двух рабочих дней от даты заключения сделки. Ценовые параметры в спот-сделках с физическим золотом определяются по цене лондонского рынка. Стандартный размер лота составляет 5 тыс. тройских унций.

Своп-сделка означает, что расчеты по поставке металла и денежных средств могут проводиться разными датами валютирования. Суть операции состоит в купле-продаже золота с одновременным осуществлением обратной сделки. Стандартная сделка по этим операциям включает 32 тыс. унций (1 тонну).

На международном рынке драгоценных металлов практикуются различные виды свопов.

Своп по времени (финансовый своп) представляет собой сочетание наличной и срочной контрделок: покупки (продажи) одного и того же количества металла на условиях «спот» и продажи (покупки) на условиях «форвард». Дата исполнения более близкой сделки именуется датой валютирования, а дата исполнения более удаленной по сроку сделки — датой окончания свопа. Обычными сроками погашения сделок «своп» считаются 1, 3, 6 месяцев и год.

Такие операции позволяют конвертировать золото в валюту с сохранением права выкупа золота по истечении свопа.

Своп по качеству металла представляет собой сделку, которая применяется тогда, когда требуется золото более высокой пробы, нежели то, которое имеется в наличии. При этом происходит одновременная покупка (продажа) металла одного качества против продажи (покупки) золота другого качества.

Своп по местонахождению — это такой вид свопа, который означает покупку (продажу) золота, например в Лондоне, против продажи (покупки) его в дру-

гом месте, например в Цюрихе, что предполагает получение определенной премии в зависимости от конъюнктуры рынка.

Форвардными сделками называют операции, когда поставка металла и сроки расчетов превышают два рабочих дня от даты заключения сделки. Заключая форвард-сделку, покупатель стремится застраховать себя от повышения в будущем цены металла на спотовом рынке. Продавец, в свою очередь, преследует цель обезопасить себя от снижения цен в будущем.

Поскольку форвард-сделку нельзя аннулировать, то можно уравновесить или закрыть форвардную позицию путем купли-продажи оговоренного сделкой количества золота по текущему курсу с дальнейшей его продажей по курсу, установленному форвардным контрактом.

Операции типа «спот», «своп», «форвард» осуществляются с реальным металлом на межбанковском рынке, в отличие от операций «фьючерс» и «опцион», которые осуществляются на биржевом рынке.

Фьючерсный контракт предусматривает обязательство продать или купить золото в обусловленный срок по цене, согласованной в момент заключения контракта. Заключение фьючерсного контракта осуществляется через брокерскую компанию — члена биржи.

Опционный контракт дает владельцу право в течение определенного срока купить или продать золото или отказаться от выполнения контракта.

Организатором и посредником торговли опционными контрактами является биржа. Она выступает как третья сторона в сделках с контрактами, т. е. в роли покупателя для любого продавца и в роли продавца для любого покупателя.

Благодаря современной развитой системе электронной связи можно торговать одновременно на нескольких биржах и почти круглосуточно.

Нью-Йоркская и Токийская биржи ориентированы в основном на международную торговлю, другие же биржи функционируют преимущественно в пределах определенных регионов, хотя и представляют возможности для покупателей и продавцов из других стран.

Основную роль в торговле фьючерсными и опционными контрактами играет брокерская компания, которая аккредитована на бирже и выступает как официальный представитель биржи. Она информирует своих клиентов о состоянии торговли на бирже, учитывает их поручения и оформляет необходимые документы.

Все расчеты, связанные с покупкой и продажей контрактов, а также их взаимное погашение ведутся клиринговой системой в автоматическом режиме с использованием новейших средств современной техники. Это обеспечивает высокую точность и скорость расчетов.

Фьючерсные и опционные контракты на золото заключаются для осуществления спекулятивных операций и сделок по хеджированию. Спекулятивные операции предназначаются для получения прибыли. Хеджирование представляет собой операцию по страхованию покупателя и продавца золота с целью предотвращения риска потерь от возможных колебаний цен на металл.

Хеджирование рисков на рынке золота вызвало к жизни систему финансовых инструментов, позволяющих сглаживать риски неблагоприятного изменения процентных ставок по металлу. К ним относятся соглашения о процентных ставках (GOLDFRA) и золотые процентные свопы (Gold Interest Rate Swaps).

Наиболее известным инструментом является соглашение о форвардной ставке (Forward Rate Agreement) — договор, в котором оговаривается процентная ставка по металлу. По нему контрагенты берут обязательства обменяться на определенную дату в будущем платежами на основе процентных ставок, одна из которых является твердой (фиксируется в контракте), а другая — плавающей. Платежи будут рассчитываться относительно контрактного номинала. Условия контракта включают в себя форвардный период, который начинается с некоторой даты в будущем.

Серия контрактов, заключенных по одному контрактному курсу, образует золотой процентный своп. При этом покупатель будет выплачивать фиксированный, а получатель — плавающий процент; продавец — наоборот, получать фиксированный, а выплачивать — плавающий процент.



Вопросы для самоконтроля по главе 6

- 1) Какие международные рынки драгоценных металлов вы знаете?
- 2) В чем особенности функционирования мирового рынка золота?
- 3) Каковы факторы, воздействующие на спрос и предложение на мировом рынке золота?
- 4) От каких факторов зависит цена драгоценных металлов на мировом рынке?
- 5) Назовите основных участников международного рынка драгоценных металлов?
- 6) Какова роль государства на мировом рынке золота?
- 7) Каковы основные источники поступления металла на рынок?
- 8) Назовите основных поставщиков золота на мировом рынке.
- 9) Что такое обезличенные металлические счета?
- 10) Назовите основные схемы обезличенного обращения драгоценных металлов.

Глава 7

СТРАХОВОЙ РЫНОК

7.1 Сущность и структура страхового рынка

Страховой рынок является неотъемлемой частью финансового рынка и представляет собой определенную сферу денежных отношений, в которой объектом купли-продажи являются страховые продукты и услуги и формируются спрос и предложение на них. Он характеризуется как сложная многофакторная динамическая система, состоящая из постоянно взаимодействующих и взаимозависящих экономических элементов, отдельных групп участников и субъектов рынка. К составным частям, взаимодействующим в рыночной системе страховых услуг, относятся: страховые продукты, совокупность тарифов и премий, инфраструктура страховщиков, спрос клиентуры, уровень доходности страховых операций и др. Страховой рынок и его развитие являются необходимыми условиями обеспечения бесперебойности производственного процесса, который может нарушаться непредвиденными обстоятельствами, в результате которых может происходить разрушение или уничтожение имущества, потеря денежных средств и т. п.

Страховой рынок можно также рассматривать как форму организации денежных отношений по формированию и распределению страхового фонда для обеспечения страховой защиты общества, как совокупность страховых организаций (страховщиков), которые принимают участие в распространении страховых услуг и продвижении на рынке страховых продуктов.

Основой формирования страхового рынка является необходимость осуществления производственного процесса, обеспечения его непрерывности и стабильности путем предоставления денежной компенсации пострадавшим экономическим субъектам и гражданам при неблагоприятных обстоятельствах в их жизнедеятельности.

Страховой рынок исторически возник в процессе становления товарного хозяйства и стал неотъемлемой частью его функционирования. Условием существования того и другого является общественное разделение труда и соответствующее

наличие различных собственников — обособленных товаропроизводителей. Самостоятельность субъектов рыночных отношений обусловила возникновение страхового рынка и равноправное партнерство его участников при купле-продаже — страховой услуги. Страховой рынок предполагает развитую систему горизонтальных и вертикальных связей, конкуренцию, совершенствование страховых продуктов и рост эффективности страховых операций.

По масштабам различают национальный, региональный и международный страховые рынки. Национальный страховой рынок — сфера деятельности страховых организаций в отдельной стране. Институционально национальный страховой рынок состоит из страховых компаний, специализированных перестраховочных организаций, национальных страховых ассоциаций и страховых брокеров. Страховая деятельность на национальном рынке осуществляется в рамках национального страхового законодательства, контроль за исполнением которого возложен на орган государственного страхового надзора. Наиболее крупный национальный страховой рынок сложился в США, Великобритании, Германии и Японии.

Региональный страховой рынок объединяет страховые организации отдельных регионов страны, связанных между собой тесными интеграционными связями. Так, в США крупнейшим региональным рынком является Североамериканский страховой рынок, в РФ — страховой рынок Центрального федерального округа. Из семи региональных рынков России на долю рынка Центрального федерального округа приходится около 70% собранных страховых премий и более 72% страховых выплат. Низкий уровень развития характерен для региональных страховых рынков Южного и Дальневосточного федеральных округов — 3,5% и 1,9% соответственно собранных премий.

По отраслевому признаку различают рынок личного страхования, рынок страхования имущества, рынок страхования ответственности и рынок страхования финансовых рисков. В свою очередь, каждый из этих рынков состоит из отдельных сегментов. Например, рынок страхования имущества включает в себя секторы страхования имущественных интересов юридических лиц и физических лиц; рынок личного страхования — рынок долгосрочного страхования жизни и рынок медицинского страхования и т. д.

Суть системы страхования для экономики в том, чтобы за счет взносов страхователей формировать страховой или резервный фонд, чтобы впоследствии использовать эти средства для страховых возмещений при наступлении страхового случая. Страховые фонды формируются, как правило, с участием множества физических и юридических лиц. Средства страхового фонда имеют свойство возвращаться, так как при наступлении страховой выплаты осуществляется раскладка нанесенного ущерба между всеми страхователями, за счет взносов которых и был сформирован страховой фонд.

Очень важное значение для экономики имеет создание резервных фондов. Они предназначены для компенсации возникающих ущербов или непредвиденных расходов финансовых и материальных средств. Но использование резервных фондов не носит характера возвратности, и в их формировании не всегда принимает участие множество физических и юридических лиц.

Резервные и страховые фонды необходимы любому государству в качестве «финансовых амортизаторов». С их помощью можно компенсировать недвижи-

денные потери, которые неизбежно возникают в ходе воспроизводственных процессов.

На рисунке 7.1 приведены некоторые виды резервных и страховых фондов, которые существуют в Российской Федерации.

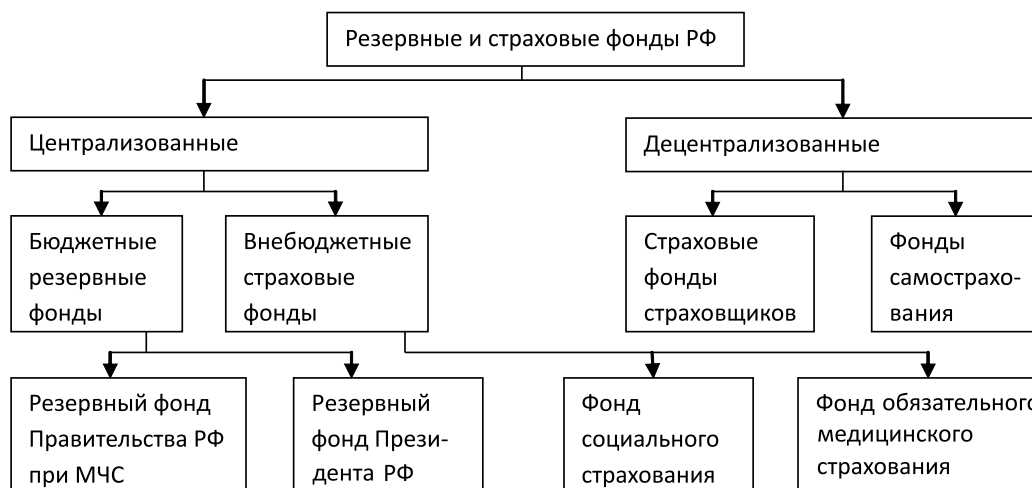


Рис. 7.1 – Резервные и страховые фонды РФ

Принципы функционирования страхового рынка определяются общими условиями развития и состояния экономики. Одним из основополагающих является принцип *демонополизации страхового дела*. Реализация этого принципа означает, что страховую деятельность на рынке могут осуществлять любые страховые компании независимо от формы их собственности.

Важным принципом формирования и развития страхового рынка является *конкуренция страховых организаций* по представлению страховых услуг, привлечению страхователей и мобилизации денежных средств в страховые фонды.

Следующим принципом функционирования рынка является принцип *свободы выбора* для страхователей условий предоставления страховых услуг, форм и объекта страхования. Для его реализации необходимы широкий ассортимент страховых услуг, разумное сочетание обязательной и добровольной форм страхования на рынке и постоянно расширяющиеся возможности покрытия различных видов ущерба.

Свобода предпринимательской деятельности предоставляет право любому юридическому лицу заниматься страховым делом. Но страхование — особая форма предпринимательской деятельности, которая должна обеспечить страховую защиту страхователя при наступлении неблагоприятных непредвиденных событий. Поэтому важным принципом организации страхового дела в условиях рынка является принцип *надежности и гарантии страховой защиты*. Реализация этого принципа базируется на юридической основе. Механизм регистрации страховых компаний, лицензирование их деятельности и контроля государства обеспечивает соблюдение интересов страхователей и финансовую устойчивость страховых операций.

Организация страхового дела на рыночной основе повышает потребность в поступлении информации о деятельности страховщика. Принцип *гласности* позволяет страхователю осознанно решать вопрос о выборе страховой компании.

Участниками страхового рынка России выступают продавцы, покупатели, посредники, их ассоциации, а также государство в лице органа страхового надзора — ФССН при Министерстве финансов РФ.

Категорию продавцов составляют страховые и перестраховочные компании. В качестве покупателей выступают страхователи — физические и юридические лица, заключающие договора страхования с тем или иным продавцом.



.....
Покупатели страховой услуги (страхователи, полисодержатели) — это любые юридические или дееспособные физические лица, заключившие договоры страхования или являющиеся страхователями в силу закона.



.....
Продавцы страховой услуги (страховщики) — это юридические лица, имеющие лицензию на осуществление страховой деятельности на территории РФ.

В качестве продавцов страховой услуги могут выступать:

- прямые страховщики — это страховые компании, которые заключают со страхователями договоры страхования;
- перестраховщики — организации, которые страхуют уже застрахованные объекты, в этом случае риск перераспределяется между несколькими страховыми компаниями, в том числе и иностранными;
- объединения страховщиков — это союзы, ассоциации, холдинги и пулы.

Союз — это объединение страховщиков для защиты своих прав и координации действий в отрасли страхования. Например, Российский союз страховщиков (РОСС).

Ассоциация — объединение организаций или лиц для достижения общей хозяйственной, политической, научной или другой цели. Например, Военно-страховая компания.

Холдинг — объединение финансово независимых юридических лиц с контрольным пакетом акций у одного из участников.

Пул — добровольное объединение страховщиков, не являющееся юридическим лицом, принимающее на себя особые виды рисков (атомные, военные, авиационные и др.) исходя из солидарной ответственности всех участников;

- кэптивы — дочерние страховые компании, обслуживающие корпоративные страховые интересы учредителей, а также самостоятельных хозяйствующих субъектов, входящих в структуру многопрофильных концернов или крупных финансово-промышленных групп;
- общества взаимного страхования — некоммерческие организации, созданные на основе добровольного соглашения между юридическими и физическими лицами для страховой защиты своих имущественных интересов.

Посредниками на страховом рынке выступают страховые агенты и страховые брокеры.



.....
Страховой агент — это физическое или юридическое лицо, действующее от имени и по поручению страховщика.

Он является его сотрудником или работает по поручению, соответственно он получает либо заработную плату, либо вознаграждение. Функции страхового агента: продажа страховых полисов (заключение договоров страхования), инкассация страховых премий, оформление документации, в отдельных случаях — выплата страхового возмещения.



.....
Страховой брокер — это юридическое или физическое лицо, зарегистрированное в качестве предпринимателя, действующее от своего имени и по поручению страхователя или страховщика.

Страховой брокер должен регистрироваться в уполномоченном государственном органе и органе страхового надзора. В отличие от страховщиков брокеру не нужно получать лицензию, но он должен быть внесен в реестр страховых брокеров. Источник дохода брокера — комиссионные. Функции страхового брокера: оценка страхового риска (предмета страхования), подбор для клиента наиболее подходящего страховщика и варианта страхования, оформление договора страхования, оказание консультативных услуг, содействие получению страхователем страхового возмещения при наступлении страхового случая и др.

Специфическим товаром, предлагаемым на страховом рынке, является страховая услуга. Потребительская ее стоимость характеризуется обеспечением страховой защиты в форме страхового покрытия. Цена страховой услуги выражается в установлении тарифной брутто-ставки, которая формируется на основе актуарных расчетов с учетом спроса и предложения на рынке. Нижняя граница цены определяется принципом эквивалентности финансовых взаимоотношений страховщика и страхователя; верхняя граница — экономическими интересами страховой компании. Факторами ценообразования являются величина и структура страхового портфеля, качество инвестиционной деятельности, размер управленческих расходов, прибыль и уровень рентабельности страховых операций.

7.2 Страхование финансовых рисков по видам

Для целей функционирования финансового рынка большое значение имеет система страхования различных финансовых рисков.

Финансовый риск — это вероятность наступления ущерба в результате проведения каких-либо операций в финансово-кредитной и биржевой сферах, совершения операций с фондовыми ценностями, т. е. риск, вытекающий из природы этих операций.

К финансовым рискам можно также отнести риск наступления косвенного (побочного) финансового ущерба (неполучения или недополучения прибыли) в ре-

зультате наступления страхового события — остановки производства (торговли) из-за утраты, повреждения застрахованного имущества. Этот риск угрожает, прежде всего, производственным предприятиям.

Финансовые риски косвенно связаны с имущественным страхованием и распространяются в основном на финансово-кредитную и биржевую сферы. При этом есть одно исключение: к финансовым рискам можно отнести риск неплатежа по потребительскому кредиту, где одним из субъектов страхования может являться физическое, а не юридическое лицо. Существует много связанных с финансово-кредитной сферой рисков, которые нельзя в полной мере отнести к финансовым рискам. Таковы, например, риски убытков, вызванных:

- мошенничеством банковских служащих;
- принятием банком фальшивых денежных знаков;
- подделкой или утратой различных ценных бумаг;
- подделкой чеков, векселей, кассовых ордеров;
- кражей, уничтожением или повреждением находящихся в помещении банка денежных знаков, драгоценных камней, металлов, ценных бумаг, страховых полисов, бухгалтерских книг и т. д.

Названные риски, хотя и связаны с финансово-кредитной сферой, относятся скорее не к финансовым, а к имущественным, но их страхование имеет большое значение для коммерческих банков и должно получить широкое распространение.

Можно предложить следующую классификацию страхования финансовых рисков.

1) *Страхование кредитов*, в том числе страхование:

- риска невозврата кредита (страхователь — банк);
- ответственности заемщика за невозврат (непогашение) кредита (страхователь — заемщик);
- несвоевременной уплаты процентов за кредит заемщикам;
- потребительского кредита (страхователь — физическое лицо);
- коммерческого кредита (страхование векселей);
- депозитов (страхователь — банк или вкладчик).

2) *Страхование косвенных рисков*, в том числе:

- на случай потери прибыли (дохода);
- дополнительных расходов (как отдельный вид страхования);
- временной прибыли, арендной платы и т. п.

3) *Страхование биржевых рисков*, в том числе:

- рисков неплатежа по коммерческим сделкам;
- комиссионного вознаграждения брокерской фирмы;
- операций с ценными бумагами.

- 4) *Страхование риска неправомерного применения финансовых санкций государственными налоговыми инспекциями.* В соответствии с ГК РФ страхование финансовых рисков представляет собой совокупность видов страхования, предусматривающих обязанности страховщика по страховым выплатам в размере полной или частичной компенсации потери доходов (дополнительных расходов), вызванных следующими событиями:
- остановка производства или сокращение объема производства в результате оговоренных событий;
 - потеря работы;
 - непредвиденные расходы;
 - неисполнение договорных обязательств контрагентом застрахованного лица, являющегося кредитором по сделке;
 - понесенные застрахованным лицом судебные расходы (издержки);
 - иные события.

7.3 Страхование финансовых инвестиций и гарантий

Финансовые инвестиции (ФИ) представляют собой покупку активов в виде ценных бумаг, как долевых, так и долговых, которые будут приносить инвестору не только прибыль, но и гарантировать ему определенный уровень безопасности вложения средств.

Особым видом страховой защиты является заключение договоров страхования со страховыми компаниями. Целью такого страхования является защита инвестиционных вложений от возможных потерь, возникающих вследствие неблагоприятного, непредсказуемого изменения конъюнктуры рынка и ухудшения других условий для осуществления инвестиционной деятельности. Оно подразделяется по характеру страховых рисков на страхование от политических и коммерческих рисков. Договоры страхования от политических рисков заключают при осуществлении инвестиций в зарубежные страны. Оно характеризуется невозможностью математической оценки вероятности наступления страховых случаев и крайне высокими размерами ущерба. Поэтому частные страховщики этим страхованием, за редким исключением, не занимаются.

Такое страхование проводят в основном государственные страховые структуры страны-инвестора и международные финансовые организации. В настоящее время на три государственные организации (в США, Германии и Японии) приходится 80% общих объемов операций, осуществляемых в рамках национальных государственных программ страхования инвестиционных рисков.

Страховыми рисками здесь являются события, исходящие от органов власти, управления, иных государственных образований, а также народных масс. При определении конкретного их перечня в договоре учитываются такие факторы, как политическое и экономическое положение страны, ее потенциальные финансовые возможности, уровень развития промышленности, величина валового внутреннего продукта, объемы внутренней и внешней задолженности государства, своевременность погашения имеющихся займов, уровень инфляции и т. п.

Страхование инвестиционной деятельности проводится, как правило, частными страховыми компаниями. Целью является защита инвестиционных вложений от возможных потерь.

Одной из разновидностей страхования финансовых инвестиций является страхование финансовых гарантий. Его условия предусматривают предоставление страховщиком гарантий того, что определенные финансовые обязательства, оговоренные в процессе заключения деловой сделки, сторонами которой выступают заемщик и инвестор, будут выполнены.

Гражданский кодекс Российской Федерации разделяет договоры поручительства и банковской гарантии. По договору поручительства поручитель обязуется перед кредитором другого лица отвечать за исполнение последним его обязательства полностью или частично.

В соответствии с договором банковской гарантии гарант дает по просьбе другого лица (принципала) письменное обязательство уплатить кредитору принципала (бенефициару) в соответствии с условиями даваемого гарантом обязательства денежную сумму по представлении бенефициаром письменного требования об ее уплате.

При этом право на выдачу банковских гарантий имеют банки, иные кредитные учреждения и страховые организации.

Среди видов страхования финансовых гарантий можно выделить страхование:

- облигаций и других ценных бумаг;
- кредитов для краткосрочных торговых сделок и долгосрочных инвестиций;
- залладных облигаций;
- выплат по сдаче в аренду, лизинг и т. п.;
- оплаты стоимости поставляемого оборудования;
- автомобильных ссуд.

Также одним из наиболее известных видов и самых быстрорастущих секторов страхования финансовых гарантий является страхование муниципальных облигаций — форма финансовых гарантий, при которой страховая компания предоставляет свою оценку кредитоспособности и репутацию муниципальному выпуску облигаций в обмен на страховую премию. Это страхование имеет две функции. Оно позволяет заемщику существенно уменьшить издержки по выплате процентов по его долговым обязательствам путем повышения оценки кредитоспособности выпускающей облигации, в то же время защищает держателей облигаций от риска того, что муниципалитет не выполнит обязательств по выплате процентов и основной суммы.

7.4 Хеджирование

Особую роль на финансовом рынке занимает специфический вид страхования — хеджирование.



.....
Хеджирование (от англ. hedge — страховка, гарантия) — открытие сделок на одном рынке для компенсации воздействия ценовых рисков равной, но противоположной позиции на другом рынке.

Обычно хеджирование осуществляется с целью страхования рисков изменения цен путем заключения сделок на срочных рынках.

Наиболее часто встречающийся вид хеджирования — хеджирование фьючерсными контрактами. Как уже было рассмотрено, фьючерсные контракты позволяют защититься от резких изменений конъюнктуры рынка.

Сущность хеджирования заключается в покупке или продаже фьючерсных или опционных контрактов одновременно с продажей или покупкой базисного актива с тем же сроком поставки, а затем проведения обратной операции с наступлением дня поставки. Хеджирование способно оградить хеджера от больших потерь, но в то же время либо полностью лишает его возможности воспользоваться благоприятным развитием конъюнктуры, либо снижает его прибыль.

Хеджирование бывает полным или частичным. Полное хеджирование полностью исключает риск потерь, частичное хеджирование осуществляет страховку только в определенных пределах. Для хеджирования своей позиции инвестор должен определить размер возможных расходов и необходимое число контрактов, которое требуется купить или продать. Так как хеджирование является делом дорогим и сложным, то требуется проведение большого объема вычислений при оценке полных расходов на хеджирование и при сравнении альтернативных способов хеджирования.



.....
Хеджирование фьючерсным контрактом заключается в открытии временной позиции на фьючерсном рынке, которая близка по параметрам и противоположна по сути позиции инвестора на наличном рынке и защищает его от рыночного риска.

Хеджирование основывается на предположении о близком к параллельному движению наличной цены базисного актива и фьючерсной цены. Любая попытка уменьшить риск потерь с помощью хеджирования фьючерсными контрактами должна принимать во внимание отношение наличной цены базисного актива к фьючерсной цене, определяющее прибыль или убытки от хеджа.

Финансовые фьючерсы служат удобным инструментом страхования для банков, пенсионных фондов и других финансовых институтов по сравнению с альтернативными способами хеджирования. В настоящее время существует возможность открытия и закрытия фьючерсных позиций на биржах разных стран мира. Этот «взаимный зачет» очень привлекателен для многих многонациональных организаций, которые используют фьючерсные сделки для ограничения риска на всемирной основе. Выигрыши/потери инвестора при хеджировании фьючерсным контрактом характеризуются базисным риском, то есть риском, связанным с разницей между наличной ценой базисного актива и фьючерсной ценой в момент окончания хеджирования.

Традиционно имеются два существенных соображения при решении вопроса о том, какой фьючерсный контракт лучше всего подходит для хеджирования в конкретной ситуации — это соотношение между базисным риском и ликвидностью. Пользование контрактами, предлагающими достаточную ликвидность, может приводить к недопустимому базисному риску, и наоборот.

К хеджированию продажей фьючерсного контракта инвестор прибегает, если в будущем планирует продать некоторый актив, которым он владеет в настоящее время или собирается его вскоре получить и хеджирование защищает от возможного падения цены актива. Если инвестор собирается в будущем приобрести какой-либо актив, он использует хеджирование покупкой фьючерсного контракта и хеджирование защищает от роста цены актива.

На практике хеджирование посредством фьючерсного контракта из-за его сильной стандартизации не всегда может полностью исключить риск потерь, так как актив, торгуемый на спотовом рынке, может несколько отличаться от предмета фьючерсного контракта и сроки фьючерсного контракта могут не полностью соответствовать срокам купли-продажи актива на спотовом рынке.

Общее правило выбора фьючерсного контракта по времени его истечения: инвестор должен свести к минимуму время между окончанием хеджа и поставкой по фьючерсному контракту. Месяц поставки должен располагаться позже окончания хеджирования.

Распорядитель портфеля, имеющего большое количество акций в различных компаниях, подвержен риску, что рынок в целом упадет (в смысле цен). Он в состоянии снизить этот риск, продав фьючерсные контракты на индекс акций, равные по стоимости наличной стоимости его портфеля. Если рынок упадет, стоимость портфеля будет защищена, поскольку убытки будут компенсированы прибылью на фьючерсном рынке. Аналогичным образом, если рынок поднимется, то на фьючерсном рынке будут убытки, но они будут компенсированы соответствующей прибылью в стоимости акций.

Помимо операций с фьючерсами, операциями хеджирования могут считаться и операции с другими срочными инструментами: форвардными контрактами и опционами.

Результатом хеджирования является не только снижение рисков, но и снижение возможной прибыли.

Целью хеджирования (страхования рисков) является защита от неблагоприятных изменений цен на рынке акций, товарных активов, валют, процентных ставок, и прочее. Например, инвестор имеет в портфеле акции «Газпрома», но остерегается снижения цен на этот инструмент, поэтому он открывает короткую позицию по фьючерсу на «Газпром» или покупает опцион пут и таким образом страхуется от падения цен на этот актив.

Хеджирование позволяет существенно улучшить результаты хозяйственной деятельности предприятия:

- страхуется риск неблагоприятного изменения курса иностранной валюты по отношению к национальной,
- снимается неопределенность в получении будущих доходов, более прозрачными становятся финансовые потоки,
- в ряде случаев снижается стоимость привлекаемых кредитных ресурсов,

- высвобождаются средства компании и повышается управляемость.

Например, предприятие работает в России и берет кредит размером 1 млн долларов США (или евро). Очевидно, что компании невыгоден рост доллара (евро), так как рубль будет обесцениваться, а выручка предприятия формируется в рублях. Ослабление рубля по отношению к доллару (евро) отрицательным образом скажется на прибыли предприятия.

Плановая девальвация национальной валюты Центральным Банком РФ — одна из главных причин падения рубля. Еще одна важная причина — достаточно низкие цены на нефть и значительный отток долларов из страны.

В этой ситуации самый оптимальный вариант — хеджирование (страхование) валютных рисков при помощи производных инструментов — фьючерсов или опционов. Компания может воспользоваться одним из способов:

Способ 1.

Компания ведёт свою деятельность в России, берет долларовый кредит размером 1 млн долларов США. Для того чтобы застраховаться от роста доллара, нужно купить фьючерс на доллар США либо опцион колл на этот фьючерс. В результате, если курс доллара будет расти и стоимость кредита, который нужно отдавать, будет увеличиваться, предприятие получит прибыль от производных инструментов и компенсирует таким образом убытки от роста доллара.

Способ 2.

Предприятие работает в России, а произведенную продукцию экспортирует за рубеж и выручку получает в долларах США. Для того чтобы застраховаться от роста рубля, нужно открыть короткую позицию (шорт) по фьючерсу на доллар США либо купить опцион пут на этот фьючерс. В результате, если курс доллара будет падать и выручка будет уменьшаться, предприятие получит прибыль от производных инструментов и компенсирует таким образом убытки от роста курса рубля. Хеджирование позволяет заранее прогнозировать рублевую выручку предприятия вне зависимости от труднопредсказуемого поведения курсов валют.

В таблице 7.1 представлены некоторые виды рисков, с которыми финансовые компании проводят операции хеджирования.

Хозяинствующий субъект, который стремится застраховать свои риски, называется «хеджер». Хеджер стремится снизить риск, вызванный неопределенностью цен на рынке, с помощью покупки или продажи срочных контрактов. Это дает возможность зафиксировать цену и сделать доходы или расходы более предсказуемыми. При этом риск, связанный с хеджированием, не исчезает. Его берут на себя спекулянты, т. е. предприниматели, идущие на определенный, заранее рассчитанный риск.

Спекулянты на рынке срочных контрактов играют большую роль. Принимая на себя риск в надежде на получение прибыли при игре на разнице цен, они выполняют роль стабилизатора цен. При покупке срочных контрактов на бирже спекулянт вносит гарантийный взнос, которым и определяется величина риска спекулянта. Если цена товара (курс валюты, ценных бумаг) снизилась, то спекулянт, купивший ранее контракт, теряет сумму, равную гарантийному взносу. Если цена товара возросла, то спекулянт возвращает себе сумму, равную гарантийному взносу, и получает дополнительный доход от разницы в ценах товара и купленного контракта.

Таблица 7.1 – Примеры рисков, подлежащих хеджированию

Рыночные риски	Примеры хеджирования рисков	Основные активы хеджирования
<p><i>Валютный риск</i> возникает при ведении внешнеэкономической деятельности или наличии у компании кредитов в иностранной валюте. Риск связан с возникновением убытков при изменении соотношения курса иностранной валюты к национальной</p>	<p><i>Хеджирование экспортных операций:</i> При экспортных операциях российская компания получает доход в долларах США. При росте курса рубля выручка уменьшится. Компенсация убытков произойдет за счет прибыли, полученной от короткой позиции по фьючерсу на доллар или покупки опциона пут на этот фьючерс</p> <p><i>Хеджирование валютных кредитов:</i> Российская компания взяла кредит в евро. При росте курса Евро стоимость кредита увеличится. Компенсация убытков произойдет за счет прибыли, полученной от фьючерса на евро или покупки опциона колл на этот фьючерс</p>	<p>Американский доллар Английский фунт Евро Российский рубль Швейцарский франк Японская иена</p>
<p><i>Ценовой риск товарных активов</i> возникает при торговле биржевыми товарами, цены которых привязаны к мировым биржевым котировкам. Риск связан с возникновением убытков при неблагоприятном изменении цен на нефть, золото, зерно и другие товарные активы</p>	<p><i>Хеджирование риска повышения цен:</i> Текстильная компания специализируется на производстве джинсовых тканей. При росте мировых цен на хлопок вырастут издержки компании на закупку этого сырья. Компенсация убытков произойдет за счет прибыли, полученной от длинной позиции по фьючерсам на хлопок</p> <p><i>Хеджирование риска снижения цен:</i> Российская компания осуществляет поставки пшеницы. При падении мировых цен на пшеницу выручка компании уменьшится. Компенсация убытков произойдет за счет прибыли, полученной от короткой позиции по фьючерсам на пшеницу</p>	<p>Зерновые и масла Металлы Мясо Нефть и энергия Продукты</p>

продолжение на следующей странице

Таблица 7.1 – Примеры рисков, подлежащих хеджированию

Рыночные риски	Примеры хеджирования рисков	Основные активы хеджирования
<p><i>Ценовой риск финансовых активов</i> возникает при владении инвестиционным портфелем. Риск связан с возникновением убытков при неблагоприятном изменении цен на акции и облигации</p>	<p><i>Хеджирование риска рыночного спада:</i> Инвестор владеет портфелем акций российских компаний различных секторов. При падении российского рынка стоимость портфеля уменьшится. Компенсация убытков произойдет за счет прибыли, полученной от короткой позиции по фьючерсам на индекс ММВБ или покупки опциона пут на данный индекс</p> <p><i>Хеджирование риска снижения цен на облигации:</i> Компания владеет облигациями. При росте процентных ставок цена облигаций начинает снижаться. Компенсация убытков произойдет за счет прибыли от короткой позиции по фьючерсам на эти облигации</p>	<p>Акции Облигации Инвестиционные портфели</p>

7.5 Мировой страховой рынок. Тенденции развития

Под мировым страховым рынком понимается его действие в мировом масштабе (страхование интернациональных космических кораблей, туристов и путешественников за пределами своих стран и др.).

Хотя для страхования внешнеэкономической деятельности не требуется получения специальной лицензии, однако страхование внешнеэкономических операций имеет свои особенности. Они обусловлены тем, что при проведении внешнеэкономических операций экспортер и импортер подвергаются коммерческим рискам, возникающим вследствие изменения цены товара после заключения контракта; отказа импортера от приема товара; злоупотреблений или ухудшения валютных средств, выплат по поддельным банкнотам, чекам и т. п.; неплатежеспособности покупателя или заказчика; неустойчивости валютных курсов, инфляции (дефляции). К специфическим особенностям внешнеэкономической деятельности можно отнести и необходимость учитывать законодательство различных стран, международные правовые нормы регулирования и ряд других факторов.

Валютные риски, например, возникают в результате изменения курса валюты в период между подписанием внешнеторгового или кредитного соглашения и осуществлением платежа по нему. Так, при понижении курса валюты цены (займа) по

отношению к валюте платежа убытки несет экспортер (кредитор), так как он получает меньшую реальную стоимость по сравнению с контрактной. Напротив, при повышении курса валюты цены (займа) по отношению к валюте платежа убытки возникают у импортера (должника). Объектом страхования внешнеэкономической деятельности являются имущественные интересы ее участников.

Главным документом при осуществлении внешнеэкономической деятельности является договор (контракт) — письменно оформленное соглашение двух и более участников внешнеэкономической деятельности и их иностранных контрагентов, устанавливающее взаимные права и обязанности всех участников.

Права и обязанности по договору определяются сторонами законодательством одной из стран — участников внешнеэкономической сделки. Если согласование не проводилось, применяются права следующих стран:

- в договоре купли-продажи — страны-продавца;
- в договоре лицензирования — лицензиария (страны, выдавшей лицензию);
- в договоре комиссии — комитента; в договоре страхования — страхователя; в договоре займа — кредитора.

Часто сторонам контракта неизвестны различия в торговой практике соответствующих стран. Это влечет за собой недопонимание, споры и обращения в суды, а также потерю времени и денег. Для упрощения взаимоотношений между участниками международных торговых договоров Международная торговая палата еще в 1936 г. ввела международные правила толкования наиболее часто встречающихся во внешней торговле терминов, известных как Инкотермс. В правила неоднократно вносились изменения по мере совершенствования международной торговой практики. Приведем современное толкование отдельных торговых терминов.

При заключении договора страхования участники должны выбрать вариант, наиболее соответствующий товару, способу его упаковки и транспортирования.

Взаимные права и обязанности страховщика и страхователя оговорены в типовых контрактах. Часто большая часть риска лежит именно на продавце. Как показывает общепринятая практика, чем больше преимуществ имеет покупатель перед продавцом, тем большую часть риска от перевозки товаров он снимает с себя с помощью оговорок, включаемых в договор страхования, и наоборот.

Типовыми контрактами предусматривается, что срок страхования включает период от момента начала отправки товара с места его производства до выгрузки в месте назначения. Этот срок обычно составляет 15 дней, в некоторых контрактах — 21 день.

Особое значение в страховании внешнеэкономической деятельности имеют страхование контейнеров, страхование ответственности судовладельцев, страхование экспортных коммерческих кредитов, страхование политических рисков.

Огромную роль на развитие мирового рынка страхования оказывают процессы глобализации. Сама специфика страхования, связанная с перераспределением рисков среди страховых и перестраховочных компаний, способствует этому.

Глобализация мирового страхового рынка представляет собой процесс стирания законодательных и экономических барьеров между национальными страховыми хозяйствами, происходящий под влиянием изменений в мировой экономике, и имеет в качестве конечной цели формирование глобального страхового пространства.

Одним из признаков глобализации является наблюдаемый процесс поглощения национальных страховщиков. В 1998 г. Citibank был приобретен страховой компанией «Trevelers» (США) за \$73 млрд, а финансовая группа «Berkshire Hathaway» (США) купила перестраховочную компанию «General Re» (США). В Венгрии практически все страховые компании являются иностранными по месту регистрации и происхождению капитала. Подобный процесс концентрации идет и среди страховых брокеров.

Развитие современных технологий в области телекоммуникаций оказывает значительное влияние на мировой страховой рынок, предоставляя, с одной стороны, непосредственный доступ к потребителю, в том числе и в других странах, а с другой стороны, формируя спрос на появление новых страховых услуг, предоставляющих защиту от несанкционированного доступа к электронной информации.



Вопросы для самоконтроля по главе 7

- 1) Дайте определение страхового рынка.
- 2) Соотнесите понятия «страхование» и «страховая защита».
- 3) Охарактеризуйте функции страхования.
- 4) Назовите резервные и страховые фонды в РФ.
- 5) Назовите основные принципы функционирования страхового рынка.
- 6) Охарактеризуйте основных участников страховых отношений.
- 7) Выделите основные признаки, отличающие страховых посредников: страховых агентов и страховых брокеров.
- 8) Назовите специалистов в сфере страхования и их функции.
- 9) Что такое финансовый риск?
- 10) Какова основная классификация финансовых рынков?
- 11) Назовите основные способы страхования финансовых инвестиций?
- 12) В чем суть хеджирования?
- 13) Каковы основные тенденции развития мирового страхового рынка?

Глава 8

РИСК И ДОХОДНОСТЬ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

8.1 Понятие и виды финансовых рисков

Наука управления риском очень обширна и затрагивает все стороны функционирования хозяйствующих субъектов как на макро-, так и микроуровне. Здесь мы рассмотрим часть системы управления риском, которая затрагивает функционирование финансового рынка.



.....
Риск в общем понимании — это вероятность возникновения потерь, убытков, недопоступлений планируемых доходов, прибыли.
.....

Риск — это экономическая категория. Как экономическая категория, он представляет собой событие, которое может произойти или не произойти. В случае совершения такого события возможны три экономических результата: отрицательный (проигрыш, ущерб, убыток); нулевой; положительный (выигрыш, выгода, прибыль).

Конечно, риска можно избежать, т. е. просто уклониться от мероприятия, связанного с риском. Однако избегание риска зачастую означает отказ от возможной прибыли. Хорошая поговорка гласит: «Кто не рискует, тот ничего не имеет».

Риском можно управлять, т. е. использовать различные меры, позволяющие в определенной степени прогнозировать наступление рискованного события и принимать меры к снижению степени риска. Эффективность организации управления риском во многом определяется классификацией риска.

Под классификацией рисков следует понимать их распределение на отдельные группы по определенным признакам для достижения определенных целей. Научно обоснованная классификация рисков позволяет четко определить место каждого риска в их общей системе. Она создает возможности для эффективного приме-

нения соответствующих методов и приемов управления риском. Каждому риску соответствует свой прием управления риском.

В зависимости от возможного результата (рискового события) риски можно подразделить на две большие группы: чистые и спекулятивные.

Чистые риски означают возможность получения отрицательного или нулевого результата. К этим рискам относятся: природно-естественные, экологические, политические, транспортные и часть коммерческих рисков (имущественные, производственные, торговые).

Спекулятивные риски выражаются в возможности получения как положительного, так и отрицательного результата. К ним относятся финансовые риски, являющиеся частью коммерческих рисков.

В зависимости от основной причины возникновения (базисный или природный признак), риски делятся на следующие категории: природно-естественные, экологические, политические, транспортные и коммерческие.



.....
Коммерческие риски представляют собой опасность потерь в процессе финансово-хозяйственной деятельности.

Они означают неопределенность результата отданной коммерческой сделки.

По структурному признаку коммерческие риски делятся на имущественные, производственные, торговые, финансовые.



.....
Имущественные риски – это риски, связанные с вероятностью потерь имущества гражданина-предпринимателя по причине кражи, диверсии, халатности, перенапряжения технической и технологической систем и т. п.



.....
Производственные риски – это риски, связанные с убытком от остановки производства вследствие воздействия различных факторов и, прежде всего, с гибелью или повреждением основных и оборотных фондов (оборудование, сырье, транспорт и т. п.), а также риски, связанные с внедрением в производство новой техники и технологии.



.....
Торговые риски представляют собой риски, связанные с убытком по причине задержки платежей, отказа от платежа в период транспортировки товара, непоставки товара.

Финансовый риск возникает в процессе отношений предприятий с финансовыми институтами (банками, финансовыми, инвестиционными, страховыми ком-

паниями, биржами и др.). Причины финансового риска — инфляционные факторы, рост учетных ставок банка, снижение стоимости ценных бумаг и др.

Финансовые риски подразделяются на два вида:

- риски, связанные с покупательной способностью денег;
- риски, связанные с вложением капитала (инвестиционные риски).

К рискам, связанным с покупательной способностью денег, относятся следующие разновидности рисков: инфляционные и дефляционные риски, валютные риски, риск ликвидности.

Инфляция означает обесценение денег и соответственно рост цен. Дефляция — это процесс, обратный инфляции, он выражается в снижении цен и соответственно в увеличении покупательной способности денег.



.....
Инфляционный риск — это риск того, что при росте инфляции получаемые денежные доходы обесцениваются с точки зрения реальной покупательной способности быстрее, чем растут.

В таких условиях предприниматель несет реальные потери.



.....
Дефляционный риск — это риск того, что при росте дефляции происходит падение уровня цен, ухудшение экономических условий предпринимательства и снижение доходов.



.....
Валютные риски представляют собой опасность валютных потерь, связанных с изменением курса одной иностранной валюты по отношению к другой при проведении внешнеэкономических, кредитных и других валютных операций.



.....
Риски ликвидности — это риски, связанные с возможностью потерь при реализации ценных бумаг или других товаров из-за изменения оценки их качества и потребительской стоимости.

Инвестиционные риски включают в себя следующие подвиды рисков:

- *Риск упущенной выгоды* — это риск наступления косвенного (побочного) финансового ущерба (неполученная прибыль) в результате неосуществления какого-либо мероприятия (например, страхование, хеджирование, инвестирование т. п.).
- *Риск снижения доходности* может возникнуть в результате уменьшения размера процентов и дивидендов по портфельным инвестициям, по вкладам и кредитам.

Портфельные инвестиции связаны с формированием инвестиционного портфеля и представляют собой приобретение ценных бумаг и других активов. Термин

«портфельный» происходит от итальянского «Porte foglio» в значении совокупности ценных бумаг, которые имеются у инвестора.

Риск снижения доходности включает в себя следующие разновидности: процентные риски и кредитные риски.

К *процентным рискам* относится опасность потерь коммерческими банками, кредитными учреждениями, инвестиционными институтами в результате превышения процентных ставок, выплачиваемых ими по привлеченным средствам, над ставками по предоставленным кредитам. К процентным рискам относятся также риски потерь, которые могут понести инвесторы в связи с изменением дивидендов по акциям, процентных ставок на рынке по облигациям, сертификатам и другим ценным бумагам.

Рост рыночной ставки процента ведет к понижению курсовой стоимости ценных бумаг, особенно облигаций с фиксированным процентом. При повышении процента может начаться также массовый сброс ценных бумаг, эмитированных под более низкие фиксированные проценты и, по условиям выпуска, досрочно принимаемых обратно эмитентом. Процентный риск несет инвестор, вложивший средства в среднесрочные и долгосрочные ценные бумаги с фиксированным процентом при текущем повышении среднерыночного процента в сравнении с фиксированным уровнем. Иными словами, инвестор мог бы получить прирост доходов за счет повышения процента, но не может высвободить свои средства, вложенные на указанных выше условиях.

Процентный риск несет эмитент, выпускающий в обращение среднесрочные и долгосрочные ценные бумаги с фиксированным процентом при текущем понижении среднерыночного процента в сравнении с фиксированным уровнем. Иначе говоря, эмитент мог бы привлекать средства с рынка под более низкий процент, но он уже связан сделанным им выпуском ценных бумаг.

Этот вид риска при быстром росте процентных ставок в условиях инфляции имеет значение и для краткосрочных бумаг.



.....
Кредитный риск — опасность неуплаты заемщиком основного долга и процентов, причитающихся кредитору.

К кредитному риску относится также риск такого события, при котором эмитент, выпустивший долговые ценные бумаги, окажется не в состоянии выплачивать проценты по ним или основную сумму долга.

Кредитный риск может быть также разновидностью рисков прямых финансовых потерь.

Риски прямых финансовых потерь включают в себя следующие разновидности: биржевой риск, селективный риск, риск банкротства, а также кредитный риск.



.....
Биржевые риски представляют собой опасность потерь от биржевых сделок.

К этим рискам относятся риск неплатежа по коммерческим сделкам, риск неплатежа комиссионного вознаграждения брокерской фирмы и т. п.



.....
*Селективные риски (от лат. *selectio* — выбор, отбор) — это риски неправильного выбора способа вложения капитала, вида ценных бумаг для инвестирования в сравнении с другими видами ценных бумаг при формировании инвестиционного портфеля.*



.....
Риск банкротства представляет собой опасность в результате неправильного выбора способа вложения капитала, полной потери предпринимателем собственного капитала и неспособности его рассчитываться по взятым на себя обязательствам.

В результате предприниматель становится банкротом.

Финансовый риск представляет собой функцию времени. Как правило, степень риска для данного финансового актива или варианта вложения капитала увеличивается во времени. Например, убытки импортера сегодня зависят от времени от момента заключения контракта до срока платежа по сделке, так как курсы иностранной валюты по отношению к российскому рублю продолжают расти.

На финансовых рынках общие риски включают риски, одинаковые для всех участников инвестиционной деятельности и форм инвестирования. Они определяются факторами, на которые инвестор при выборе объектов инвестирования не может повлиять. Риски подобного рода называют систематическими. К основным видам общих рисков можно отнести внешнеэкономические риски, возникающие в связи с изменением ситуации во внешнеэкономической деятельности, и внутриэкономические риски, связанные с изменением внутренней экономической среды. В свою очередь, данные виды рисков выступают как синтез более частных разновидностей рисков.

Социально-политический риск объединяет совокупность рисков, возникающих в связи с изменениями политической системы, расстановки политических сил в обществе, политической нестабильностью. Политические и страновые риски инвесторы принимают на себя в случае небольших или краткосрочных вложений с соответствующим увеличением процентной ставки. При инвестиционном кредитовании или проектном финансировании снижение риска может обеспечиваться за счет предоставления гарантий государства.

Экологический риск выступает как возможность потерь, связанных с природными катастрофами, ухудшением экологической ситуации.

Риски, связанные с мерами государственного регулирования, включают риски изменения административных ограничений инвестиционной деятельности, экономических нормативов, налогообложения, валютного регулирования, процентной политики, регулирования рынка ценных бумаг, законодательных изменений.

Конъюнктурный риск — риск, связанный с неблагоприятными изменениями общей экономической ситуации или положением на отдельных рынках. Конъюнктурный риск может возникать, в частности, вследствие смены стадий экономического цикла развития страны или конъюнктурных циклов развития инвестиционного рынка.

Инфляционный риск возникает вследствие того, что при высокой инфляции денежные суммы, вложенные в объекты инвестирования, могут не покрываться доходами от инвестиций. Инфляционный риск, как правило, почти полностью ложится на инвесторов (кредиторов), которые должны правильно оценить перспективы развития инфляционных процессов, поэтому при исследовании инвестиционных качеств предполагаемых объектов принято закладывать прогнозные темпы инфляции.

Риск ухудшения условий для данной сферы деятельности включает риски, связанные с возможностью усиления конкуренции, изменения требований потребителей, банковскими кризисами и др.

К прочим рискам можно отнести риски, возникающие в связи с экономическими преступлениями, недобросовестностью хозяйственных партнеров, возможностями неисполнения, неполного или некачественного исполнения партнерами взятых на себя обязательств и пр.

Общие риски могут представлять серьезную угрозу для инвесторов, их следует учитывать по всем формам и объектам инвестирования. В отличие от общих рисков специфические риски сугубо индивидуальны для каждого инвестора. Они агрегируют все виды рисков, связанных с инвестиционной деятельностью конкретного субъекта или с вложениями в конкретные объекты инвестирования.

Специфические риски могут быть связаны с непрофессиональной инвестиционной политикой, нерациональной структурой инвестируемых средств, другими аналогичными факторами, негативных последствий которых можно в существенной степени избежать при повышении эффективности управления инвестиционной деятельностью. Эти риски являются диверсифицируемыми, понижаемыми и зависят от способности инвестора к выбору объектов инвестирования с приемлемым риском, а также к реальному учету и регулированию рисков.

Совокупность рассматриваемых рисков по экономическому содержанию аналогична понятию несистематического риска. Несистематический риск называют также индивидуальным, остаточным, особым или диверсифицируемым риском. Выделение в совокупности рисков, возникающих при инвестиционной деятельности банков, систематических и несистематических рисков позволяет использовать в дальнейшем анализе методологический аппарат теории формирования эффективного инвестиционного портфеля.

При рассмотрении специфических рисков представляется целесообразным выделить в их составе риски, присущие инвестиционному портфелю, и внутренние риски, свойственные различным видам инвестирования.

Риск инвестиционного портфеля возникает в связи с ухудшением качества инвестиционных объектов в его составе и нарушением принципов формирования инвестиционного портфеля. В свою очередь, он является агрегированным и включает в себя более частные виды рисков. К наиболее значимым из них можно отнести следующие виды рисков.

Капитальный риск — интегральный риск инвестиционного портфеля, связанный с общим ухудшением его качества, который показывает возможность потерь при вложении в инвестиции по сравнению с другими видами активов.

Селективный риск связан с неверной оценкой инвестиционных качеств определенного объекта инвестирования при подборе инвестиционного портфеля.

Риск несбалансированности возникает в связи с нарушением соответствия между инвестиционными вложениями и источниками их финансирования по объему и структурным показателям доходности, риска и ликвидности.

Риск излишней концентрации (недостаточной диверсификации) можно определить как опасность потерь, связанных с узким спектром инвестиционных объектов, низкой степенью диверсификации инвестиционных активов и источников их финансирования, что приводит к необоснованной зависимости инвестора от одной отрасли или сектора экономики, региона или страны, от одного направления инвестиционной деятельности. При этом данный риск выступает как конгломерат различных рисков (странового, отраслевого, регионального, кредитного и т. д.) в сочетании со специфическими признаками, указанными в определении.

Рассмотренные риски являются специфическими рисками портфельного инвестирования, возникающими в связи с функционированием инвестиционного портфеля как целостной совокупности, что предполагает необходимость их учета при формировании и управлении инвестиционным портфелем. Кроме данных видов рисков, можно выделить риски, присущие в той или иной степени различным видам инвестиционных объектов в составе инвестиционного портфеля, которые следует учитывать как при оценке отдельных инвестиционных вложений, так и инвестиционного портфеля в целом. Основные виды этих рисков следующие.

Страновой риск — возможность потерь, вызванных размещением средств и ведением инвестиционной деятельности в стране с неустойчивым социальным и экономическим положением. Он включает в себя соответствующие экономические, политические, географические, экологические и прочие риски, которые в отличие от рассмотренных выше аналогичных видов общих рисков могут быть снижены при выборе инвестором иных объектов вложений.

Отраслевой риск — риск, связанный с изменением ситуации в определенной отрасли. В основе отраслевого риска лежит цикличность развития отраслей, переориентация экономики, истощение ресурсов конкретного вида, изменение спроса на рынках и другие факторы.

Региональный риск — это риск потерь в связи с неустойчивым состоянием экономики региона, который особенно присущ монопродуктовым регионам.

Временной риск — возможность потерь вследствие неправильного определения времени осуществления вложений в инвестиционные объекты и времени их реализации, сезонных и циклических колебаний.

Риск ликвидности — риск потерь при реализации инвестиционного объекта вследствие изменения оценки его инвестиционного качества.

Кредитный риск — риск потери средств или потери инвестиционным объектом первоначального качества и стоимости из-за несоблюдения обязательств со стороны эмитента, заемщика или его поручителя. Данный вид риска в наибольшей степени присущ банковской деятельности, он связан с возможным ростом расходов при предоставлении кредитов по «плавающей» ставке, имеющей тенденцию к росту, снижением платежеспособности заемщика.

Операционный риск — риск потерь, возникающих в результате того, что в деятельности субъекта, осуществляющего инвестиции, имеются нарушения в технологии инвестиционных операций, неполадки в компьютерных системах обработки информации и др.

8.2 Взаимосвязь риска, доходности и ликвидности

Основными критериями инвестиционных качеств объектов инвестирования являются доходность, риск и ликвидность.

Доходность финансовых инструментов определяется прибылью, ростом курсовой стоимости по сравнению с вложенными средствами. *Риск* при вложениях в финансовые инструменты означает возможность недополучения дохода или утраты вложенных средств, доходность и риск находятся в прямой взаимосвязи. *Ликвидность* финансовых инструментов выступает как их способность быстро и без потерь превращаться в деньги.

На финансовом рынке каждый инструмент подвергается анализу, прежде всего с точки зрения данных качеств.

Приведем для примера в таблице 8.1 сравнительную характеристику некоторых ценных бумаг по показателям риска и доходности.

Таблица 8.1 – Сравнительная характеристика инвестиционных качеств некоторых видов ценных бумаг

Вид ценной бумаги	Преимущества	Недостатки
Простые акции	Возможность получения высоких дивидендов в период эффективной деятельности. Высокая ликвидность. Возможность влияния на рост доходности и снижение рисков путем участия в управлении и разработке политики фирмы	Негарантированный и прогнозный характер дохода. Высокий уровень риска, связанный с возможностью невыплаты дивидендов, утраты капитала при банкротстве или ликвидации фирмы. Последняя очередность возврата капитала при ликвидации фирмы. Невозможность для мелких акционеров воздействовать на политику фирмы
Привилегированные акции	Стабильный уровень дохода в виде получения дивидендов заранее обусловленной величины независимо от результатов хозяйственной деятельности. Возможность ликвидности путем преимущественного права обратного выкупа акций. Низкий уровень риска вследствие преимущественного права на получение дивидендов и раздел	В период эффективной деятельности дивиденды могут быть ниже, чем по простым акциям. Более низкая ликвидность на фондовом рынке. Возможность обратного выкупа вне желания акционера. Ограничение возможности воздействия на управление фирмой

продолжение на следующей странице

Таблица 8.1 – Сравнительная характеристика инвестиционных качеств некоторых видов ценных бумаг

Вид ценной бумаги	Преимущества	Недостатки
	имущества при ликвидации общества	
Закладные облигации	Стабильный уровень дохода. Высокая ликвидность. Низкий уровень риска вследствие надежной гарантии возврата долга и первоочередного права на возврат вложенных средств при ликвидации фирмы	Более низкий уровень дохода, чем по другим видам облигаций. Отсутствие права участия в управлении фирмой
Беззакладные облигации	Стабильный уровень дохода. Более высокий процент по сравнению с закладными облигациями	Высокий уровень риска вследствие отсутствия надежного обеспечения и права предъявления имущественных претензий к фирме при невыплате долга. Отсутствие права участия в управлении фирмой
Конвертируемые облигации	Стабильный уровень дохода. Низкий уровень риска вследствие обусловленного права обмена на акции и другие ценные бумаги, первоочередного права на возврат вложенных средств при ликвидации фирмы	Более низкий доход, чем по другим видам облигаций. Отсутствие права участия в управлении фирмой

Соотношение риска и доходности (англ. risk-return tradeoff) — самое важное понятие для любого инвестора, которое гласит, что *доходность прямо пропорциональна риску*.

Зависимость доходности и риска представлена на рисунке 8.1.

На данном графике ось абсцисс измеряется в среднеквадратичном (стандартном) отклонении, которое измеряет изменчивость инструмента с течением времени. Именно изменчивость является главным проявлением риска.

Наиболее общими закономерностями, отражающими взаимную связь между принимаемым риском и ожидаемой доходностью деятельности инвестора, являются следующие:

- более рискованным вложениям, как правило, присуща более высокая доходность;

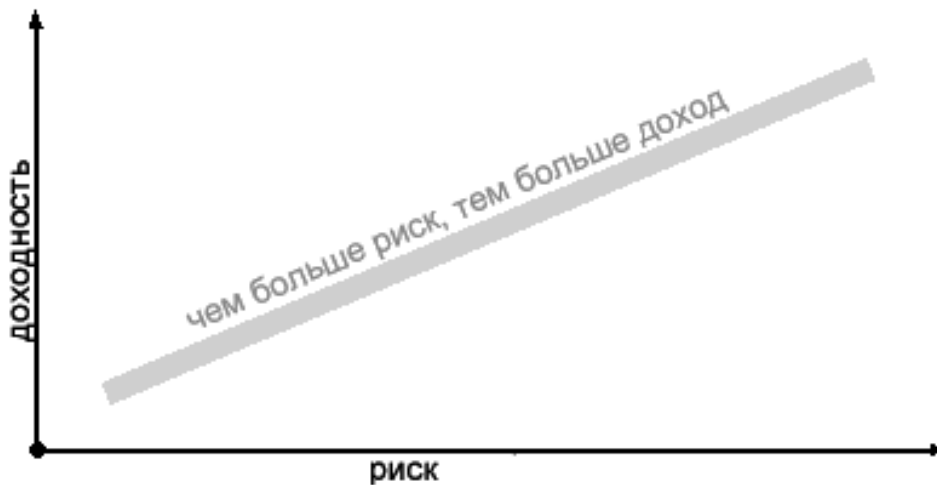


Рис. 8.1 – Соотношение риска и доходности

- при росте дохода уменьшается вероятность его получения, в то время как определенный минимально гарантированный доход может быть получен практически без риска.

Оптимальность соотношения дохода и риска означает достижение максимума для комбинации «доходность — риск» или минимума для комбинации «риск — доходность». При этом должны одновременно выполняться два условия:

- ни одно другое соотношение доходности и риска не может обеспечить большей доходности при данном или меньшем уровне риска;
- ни одно другое соотношение доходности и риска не может обеспечить меньшего риска при данном или большем уровне доходности.

Однако поскольку на практике инвестиционная деятельность связана с множественными рисками и использованием различных ресурсных источников, количество оптимальных соотношений возрастает. В связи с этим для достижения равновесия между риском и доходом необходимо использовать пошаговый метод решения путем последовательных приближений. Осуществление инвестиционной деятельности предполагает не только принятие известного риска, но и обеспечение определенного дохода. Если предположить, что минимальному риску соответствует минимальный необходимый доход, то можно выделить несколько секторов, характеризующихся определенной комбинацией дохода и риска: А, В, С.

Сектор А, вложения в котором не обеспечивают минимального необходимого дохода, может рассматриваться как область недостаточной доходности. Функционирование в секторе С связано с высокими рисками, снижающими возможность получения ожидаемых высоких доходов, поэтому сектор С может быть определен как область повышенного риска. Осуществление вложений в секторе В обеспечивает инвестору достижение дохода при допустимом риске, следовательно, сектор В является областью оптимальных значений соотношения доходности и риска.

При оценке риска необходимо учитывать несколько особенностей. Во-первых, есть такое понятие, как безрисковая ставка или прибыль (англ. risk-free rate), которая описывает ту *доходность, которую в конкретной экономике можно полу-*

чить без риска. Безрисковая ставка является самой маленькой из всех возможных предсказуемых норм доходности. Но именно из-за того, что она предсказуема, она и низка.

Мерой такой безрисковой нормы доходности является ставка на государственные облигации. Так как вероятность дефолта правительства очень мала, можно рассчитывать на возврат инвестиций практически не рискуя, но получая назад лишь минимальную прибыль.

Но как правило, инвестиционная деятельность предполагает получение большей прибыли, чем инфляционные процессы. А доходы по безрисковым инструментам не превышают инфляцию, а часто намного ниже нее. Поэтому применяются методы оценки доходности различных инструментов, чтобы определить рискованность вложений и потенциальную прибыль.

Для того, чтобы понимать, *хороша ли выбранная ценная бумага относительно ее риска* или нет, необходимо правильно посчитать среднюю доходность. Средняя доходность вычисляется через геометрическое среднее. Зная текущий риск и прибыль, можно оценить, насколько эффективна инвестиционная деятельность.

Ликвидность инструмента выступает неким гарантом его доходности. Как правило, чем более ликвидный инструмент, тем больший доход он предполагает.

Как уже было отмечено, различные виды финансового рынка предполагают различное соотношение риска, доходности и ликвидности их инструментов.

Выше мы рассмотрели следующие виды рынков:

- учетный рынок,
- денежный рынок,
- межбанковский рынок,
- кредитный рынок,
- валютный рынок,
- рынок ценных бумаг,
- рынок драгоценных металлов,
- страховой рынок.

Поэтому в зависимости от соотношения степени доходности и ликвидности финансовых инструментов на каждом из рынков и рискованности операций с ними как на микро- так и на макроуровне инвесторы и размещают свои капиталы.

Наиболее часто данная оценка применяется на рынке ценных бумаг. В таблице 8.2 приведена выборочная оценка инструментов рынка ценных бумаг по степени доходности и риска.

Например, как видно из таблицы 8.2, спекулятивные акции имеют более высокую норму доходности по сравнению с самыми ликвидными акциями типа AAA, но при этом риск потери инвестиций гораздо выше у спекулятивных акций.

В таблице 8.3 представлена сравнительная оценка каждого из рассмотренных нами финансовых рынков по степени ликвидности инвестиций, степени доходности и степени риска потери инвестиций.

Таким образом, самым ликвидным из рассмотренных является валютный рынок. При этом норма доходности от операций с валютами может быть очень высо-

Таблица 8.2 – Соотношение доходности и риска по отдельным видам ценных бумаг

Вид ценных бумаг	Средняя норма текущей доходности, %	Оценка риска (по пятибалльной шкале)			
		Риск потери дохода по инвестициям		Риск потери инвестированных средств	
		при повышении ставки ссудного процента	при повышении темпа инфляции	при систематическом (рыночном) риске	при не-систематическом (специфическом) риске
Правительственные облигации	4–6	4–5	3–5	1–2	1–2
Облигации типа AAA	5–6	4–5	4–5	2–3	2–3
Облигации типа А	6–8	3	4–5	3	3
Привилегированные акции	6–10	2	2	3	3
Простые акции типа А+	7–9	3	3	3–4	3–4
Простые акции типа А	8–10	1–2	2	3–4	3–5
Простые акции типа В	9–12	1–2	2	4	5
Сберегательные (депозитные) сертификаты коммерческих банков	10–15	1–2	1–2	4–5	5
Простые акции типа С (спекулятивные)	15–20	1–2	1–2	5	5

ка. И при повышении дохода пропорционально увеличивается степень риска потери инвестиций. Кредитный рынок – менее ликвидный, но при этом может приносить неплохой доход. И в силу его специфики степень риска низкая в результате того, что большинство кредитов обеспечены какими-либо активами.

В общем смысле, эффективность любых форм инвестиций рассчитывается на основе сопоставления эффекта (дохода) и затрат на его получение. При вложениях, например, в ценные бумаги в качестве затрат выступает сумма инвестированных

Таблица 8.3 – Сравнительная оценка видов финансовых рынков

Вид финансового рынка	Возможный уровень доходности, %	Ликвидность финансовых инструментов (проранжированы: 1–8, 1–самая низкая ликвидность, 8–самая высокая ликвидность)	Степень риска потери инвестиций, %
Учетный рынок	4 – 10	4	30
Денежный рынок	5 – 25	5	30
Межбанковский рынок	3 – 15	2	10
Кредитный рынок	10 – 25	3	20
Валютный рынок	5 – 50	8	100
Рынок ценных бумаг	3 – 10	7	80
Рынок драгоценных металлов	5 – 30	6	15
Страховой рынок	3 – 10	1	10

в ценные бумаги средств, а в качестве дохода – разность между текущей стоимостью ценной бумаги и суммой вложенных в ее приобретение средств. Поскольку доход по ценной бумаге может быть получен лишь в будущем, для сопоставимости он должен быть приведен к настоящему времени путем дисконтирования.

Основная формула для расчета эффективности финансовых инвестиций проста:

$$E_f = \frac{(C - I_0)}{I_0}, \quad (8.1)$$

или, поскольку $(C - I)$ представляет собой ожидаемый от инвестирования доход – D , то формулу 8.1 можно преобразовать следующим образом:

$$E_f = \frac{D}{I_0}, \quad (8.2)$$

где E_f – эффективность инвестирования в финансовый инструмент; C – текущая (дисконтированная) стоимость финансового инструмента; I_0 – сумма инвестируемых средств; D – ожидаемый доход от инвестирования.

Текущая стоимость финансового инструмента, как правило, определяется двумя основными факторами: величиной денежного потока от инвестирования в данный финансовый инструмент и уровнем процентной ставки, используемой при дисконтировании.

Расчет приведенного чистого дохода по финансовым инвестициям в ценные бумаги, к примеру, имеет определенные отличия от определения дохода от реальных инвестиций. При оценке сравнительной эффективности вложений в ценные

бумаги приведенный чистый доход исчисляется как разность между приведенной стоимостью отдельных фондовых инструментов и стоимостью их приобретения. При этом сумма ожидаемых денежных доходов от инвестиций в ценные бумаги не включает амортизационных отчислений, как по вложениям в реальные активы. Существенную специфику имеет и формирование денежных потоков по различным видам фондовых инструментов.

По облигациям и другим аналогичным долговым инструментам ожидаемый доход складывается из потоков процентных сумм по этим активам и стоимости самого актива на момент погашения. Возможны следующие варианты формирования денежных потоков: без выплаты процентов по фондовому инструменту, с периодической выплатой процентов, с выплатой всей процентной суммы при погашении.

По простым и привилегированным акциям формирование ожидаемого денежного дохода зависит от того, как предполагается использовать данный фондовый инструмент — в течение неопределенного времени или заранее предусмотренного срока. В первом случае будущие денежные потоки формируются только за счет начисляемых дивидендов, во втором — будущие денежные потоки включают суммы начисляемых дивидендов и прироста курсовой стоимости финансовых инструментов.

Кроме того, в обоих вариантах в зависимости от условий обращения конкретных видов финансовых инструментов, проводимой дивидендной политики и соответственно различной динамики уровня выплачиваемых дивидендов денежные потоки могут формироваться на различной основе: стабильного уровня дивидендов, постоянно возрастающего уровня дивидендов, непостоянного уровня дивидендов. В связи с этим фондовые инструменты характеризуются разнообразием моделей оценки их приведенной стоимости при сравнении эффективности различных финансовых инвестиций.

Важную роль при оценке эффективности инвестирования играет величина нормы дисконта, используемая при приведении сумм будущих денежных потоков к настоящему времени. Необходимость выбора соответствующей конкретному инвестиционному объекту нормы дисконта обусловлена существенными колебаниями уровня риска. Дифференциация нормы дисконта должна осуществляться с учетом следующих параметров: средней стоимости ресурсов, предназначенных для инвестирования, прогнозируемого темпа инфляции в рассматриваемом периоде, премии за инвестиционный риск.

В зарубежной практике определение нормы дисконта, используемой при оценке приведенной стоимости финансовых инструментов (так называемой нормы текущей доходности), осуществляется, как правило, в соответствии с моделью цены капитальных активов. Согласно данной модели норма текущей доходности по конкретному финансовому инструменту определяется как сумма нормы текущей доходности по безрисковым финансовым инвестициям (в частности, по государственным облигациям) и премии за риск, уровень которого в конечном счете определяет степень дифференциации доходности по отдельным инструментам.

При этом норма текущей доходности по безрисковым финансовым инструментам формируется на основе ставки ссудного процента на денежном рынке и уровня инфляции и, в свою очередь, рассматривается как общая основа для последующей дифференциации нормы дисконта по различным финансовым инструментам.

В современной российской практике при оценке сравнительной эффективности инвестиций в качестве базы сравнения целесообразно использовать не норму

текущей доходности по безрисковым инвестициям, а среднюю стоимость предполагаемых источников инвестиций. Такой подход определяется не только сложностью выявления безрисковых инвестиций в условиях неразвитого фондового рынка, но и тем, что показатель средней цены ресурсов, предназначенных для инвестирования, наиболее полно отражает возможности конкретного субъекта в области финансирования инвестиционной деятельности.

8.3 Методы управления финансовым риском и способы его снижения

Залогом выживаемости и основой стабильного положения финансовых институтов служит их устойчивость. Различают следующие грани устойчивости: общая, ценовая, финансовая. Финансовая устойчивость является главным компонентом общей устойчивости предприятия.



.....
Финансовая устойчивость — это такое состояние финансовых ресурсов хозяйствующего субъекта, их перераспределения и использования, когда обеспечиваются его развитие на основе собственной прибыли и рост капитала при сохранении его платежеспособности и кредитоспособности в условиях допустимого уровня финансового риска.

Целью управления финансовым риском является снижение потерь, связанных с данным риском до минимума. Потери могут быть оценены в денежном выражении, оцениваются также шаги по их предотвращению.

В целом, общеизвестны четыре метода управления риском:

- 1) *Упразднение* заключается в отказе от совершения рискового мероприятия. Но для финансового предпринимательства упразднение риска обычно упраздняет и прибыль.
- 2) *Предотвращение потерь и контроль* как метод управления финансовым риском означает определенный набор превентивных и последующих действий, которые обусловлены необходимостью предотвратить негативные последствия, уберечься от случайностей, контролировать их размер, если потери уже имеют место или неизбежны.
- 3) Сущность *страхования* выражается в том, что инвестор готов отказаться от части доходов, лишь бы избежать риска, т. е. он готов заплатить за снижение риска до нуля.

Для страхования характерны целевое назначение создаваемого денежного фонда, расходование его ресурсов лишь на покрытие потерь в заранее оговоренных случаях; вероятностный характер отношений; возвратность средств. Страхование как метод управления риском означает два вида действий: 1) перераспределение потерь среди группы предпринимателей, подвергшихся однотипному риску (самострахование); 2) обращение за помощью к страховой фирме.

Крупные фирмы обычно прибегают к самострахованию, т. е. процессу, при котором организация, часто подвергающаяся однотипному риску, заранее откладывает средства, из которых в результате покрывает убытки. Тем самым можно избежать дорогостоящей сделки со страховой фирмой.

Когда же используют страхование как услугу кредитного рынка, то это обязывает финансового менеджера определить приемлемое для него соотношение между страховой премией и страховой суммой. Страховая премия — это плата за страховой риск страхователя страховщику. Страховая сумма — это денежная сумма, на которую застрахованы материальные ценности или ответственность страхователя.

- 4) *Поглощение* состоит в признании ущерба и отказе от его страхования. К поглощению прибегают, когда сумма предполагаемого ущерба незначительно мала и ей можно пренебречь.

При выборе конкретного средства разрешения финансового риска инвестор должен исходить из следующих принципов:

- нельзя рисковать больше, чем это может позволить собственный капитал;
- нельзя рисковать многим ради малого;
- следует предугадывать последствия риска.

Применение на практике этих принципов означает, что всегда необходимо рассчитать максимально возможный убыток по данному виду риска, потом сопоставить его с объемом капитала хозяйствующего субъекта, подвергаемого данному риску, и затем сопоставить весь возможный убыток с общим объемом собственных финансовых ресурсов. И только сделав последний шаг, возможно определить, не приведет ли данный риск к банкротству предприятия.

Высокая степень финансового риска проекта приводит к необходимости поиска путей ее искусственного снижения.



.....
Снижение степени риска — это сокращение вероятности и объема потерь.

Для снижения степени риска применяются различные приемы. Наиболее распространенными являются:

- диверсификация;
- приобретение дополнительной информации о выборе и результатах;
- лимитирование;
- самострахование;
- страхование;
- страхование от валютных рисков;
- хеджирование;
- приобретение контроля над деятельностью в связанных областях;

- учет и оценка доли использования специфических фондов компании в ее общих фондах.



.....
Диверсификация представляет собой процесс распределения капитала между различными объектами вложения, которые непосредственно не связаны между собой.

Диверсификация позволяет избежать части риска при распределении капитала между разнообразными видами деятельности. Например, приобретение инвестором акций пяти разных акционерных обществ вместо акций одного общества увеличивает вероятность получения им среднего дохода в пять раз и соответственно в пять раз снижает степень риска.

Диверсификация является наиболее обоснованным и относительно менее издержкочувствительным способом снижения степени финансового риска.

Диверсификация — это рассеивание инвестиционного риска. Однако она не может свести инвестиционный риск до нуля. Это связано с тем, что на предпринимательство и инвестиционную деятельность хозяйствующего субъекта оказывают влияние внешние факторы, которые не связаны с выбором конкретных объектов вложения капитала, и, следовательно, на них не влияет диверсификация.

Внешние факторы затрагивают весь финансовый рынок, т. е. они влияют на финансовую деятельность всех инвестиционных институтов, банков, финансовых компаний, а не на отдельные хозяйствующие субъекты.

К внешним факторам относятся процессы, происходящие в экономике страны в целом, военные действия, гражданские волнения, инфляция и дефляция, изменение учетной ставки Банка России, изменение процентных ставок по депозитам, кредитам в коммерческих банках и т. д. Риск, обусловленный этими процессами, нельзя уменьшить с помощью диверсификации.



.....
 Таким образом, риск состоит из двух частей: *диверсифицируемого* и *недиверсифицируемого* риска.

Диверсифицируемый риск, называемый еще несистематическим, может быть устранен путем его рассеивания, т. е. диверсификацией.

Недиверсифицируемый риск, называемый еще систематическим, не может быть уменьшен диверсификацией.

Причем исследования показывают, что расширение объектов вложения капитала, т. е. рассеивания риска, позволяет легко и значительно уменьшить объем риска. Поэтому основное внимание следует уделить уменьшению степени недиверсифицируемого риска.

С этой целью зарубежная экономика разработала так называемую «портфельную теорию». Частью этой теории является модель увязки систематического риска и доходности ценных бумаг (Capital Asset Pricing Model — CAPM).

Информация играет важную роль в риск-менеджменте. Финансовому менеджеру часто приходится принимать рискованные решения, когда результаты вложения

капитала не определены и основаны на ограниченной информации. Если бы у него была более полная информация, то он мог бы сделать более точный прогноз и снизить риск. Это делает информацию товаром, причем очень ценным. Инвестор готов заплатить за полную информацию.

Стоимость полной информации рассчитывается как разница между ожидаемой стоимостью какого-либо приобретения или вложения капитала, когда имеется полная информация, и ожидаемой стоимостью, когда информация неполная.



.....
Лимитирование — это установление лимита, т. е. предельных сумм расходов, продажи, кредита и т. п.

Лимитирование является важным приемом снижения степени риска и применяется банками при выдаче ссуд, при заключении договора на овердрафт и т. п. Хозяйствующими субъектами он применяется при продаже товаров в кредит, предоставлении займов, определении сумм вложения капитала и т. п.

Самострахование означает, что предприниматель предпочитает подстраховаться сам, чем покупать страховку в страховой компании. Тем самым он экономит на затратах капитала по страхованию. Самострахование представляет собой децентрализованную форму создания натуральных и страховых (резервных) фондов непосредственно в хозяйствующем субъекте, особенно в тех, чья деятельность подвержена риску.

Создание предпринимателем обособленного фонда возмещения возможных убытков в производственно-торговом процессе выражает сущность самострахования. Основная задача самострахования заключается в оперативном преодолении временных затруднений финансово-коммерческой деятельности. В процессе самострахования создаются различные резервные и страховые фонды. Эти фонды в зависимости от цели назначения могут создаваться в натуральной или денежной форме.

Так, фермеры и другие субъекты сельского хозяйства создают прежде всего натуральные страховые фонды: семенной, фуражный и др. Их создание вызвано вероятностью наступления неблагоприятных климатических и природных условий.

Резервные денежные фонды создаются прежде всего на случай покрытия непредвиденных расходов, кредиторской задолженности, расходов по ликвидации хозяйствующего субъекта. Создание их является обязательным для акционерных обществ.

Акционерные общества и предприятия с участием иностранного капитала обязаны в законодательном порядке создавать резервный фонд в размере не менее 15% и не более 25% от уставного капитала.

Акционерное общество зачисляет в резервный фонд также эмиссионный доход, т. е. сумму разницы между продажной и номинальной стоимостью акций, вырученной при их реализации по цене, превышающей номинальную стоимость. Эта сумма не подлежит какому-либо использованию или распределению, кроме случаев реализации акций по цене ниже номинальной стоимости.

Резервный фонд акционерного общества используется для финансирования непредвиденных расходов, в том числе также на выплату процентов по облигациям и дивидендов по привилегированным акциям в случае недостаточности прибыли для этих целей.

Хозяйствующие субъекты и граждане для страховой защиты своих имущественных интересов могут создавать общества взаимного страхования.

Наиболее важным и самым распространенным приемом снижения степени риска является страхование риска. Сущность страхования выражается в том, что инвестор готов отказаться от части своих доходов, чтобы избежать риска, т. е. он готов заплатить за снижение степени риска до нуля. Это называется хеджированием. Данный термин мы подробно рассмотрели в предыдущей главе.

Всё множество изученных методов расчёта риска можно сгруппировать в несколько подходов:

Первый подход: риск оценивается как сумма произведений возможных ущербов, взвешенных с учетом их вероятности.

Второй подход: риск оценивается как сумма рисков от принятия решения и рисков внешней среды (независимых от наших решений).

Третий подход: риск определяется как произведение вероятности наступления отрицательного события на степень отрицательных последствий.

Всем этим подходам в той или иной степени присущи следующие недостатки:

- не показаны четко взаимосвязь и различия между понятиями «риск» и «неопределённость»;
- не отмечена индивидуальность риска, субъективность его проявления;
- спектр критериев оценки риска ограничен, как правило, одним показателем.



Вопросы для самоконтроля по главе 8

- 1) Объясните, что такое риск, и дайте классификацию рисков?
- 2) Какими показателями измеряется риск ценных бумаг?
- 3) Почему при принятии решений нельзя ориентироваться только на показатели доходности?
- 4) Что такое спекулятивный риск?
- 5) Почему отдельные виды ценных бумаг имеют премию за риск?
- 6) Назовите различные виды финансовых рынков.
- 7) В чем взаимосвязь риска, доходности и ликвидности ценных бумаг?
- 8) Сравнительная характеристика риска, доходности и ликвидности на различных видах финансовых рынков.
- 9) Соотнесите понятия «угроза» и «риск».
- 10) Изложите основные положения концепции «доходность — риск».
- 11) Назовите основные способы снижения финансового риска?

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Финансовый рынок обширен и постоянно развивается. В данном пособии мы рассмотрели основные составляющие современного финансового рынка. Основная его задача на современном этапе — обеспечивать эффективное перераспределение капитала.

На сегодняшний день финансовый рынок представляет огромную важность для экономики. Но при этом существует множество нерешенных задач, таких как: последствия и проблемы глобализации финансовых рынков, ускорение обмена финансовыми ресурсами и распространение фиктивного капитала, влияние информации на движения цен на финансовых рынках и другие.

С развитием финансового рынка ускоряются все экономические процессы. В том числе нарастание кризисных ситуаций происходит во многом благодаря действующим механизмам на финансовых рынках.

Изучение основ функционирования финансового рынка необходимо для более полного понимания и изучения в дальнейшем рынка ценных бумаг, рынка драгоценных металлов, особенностей функционирования межбанковского сектора и других вопросов.

ЛИТЕРАТУРА ДЛЯ ИЗУЧЕНИЯ

- [1] Максимова В. Ф., Максимов К. В., Вершинина А. А. Международные финансовые рынки и международные финансовые институты, Учебно-методический комплекс. М., 2009.
- [2] Иванов В. М. Финансовый рынок. Конспект лекций. К.: МАУП, 2001.
- [3] Бажанов С. Интеграция российского и международного финансов рынков. — М.: КультИнформПресс, 2005.
- [4] Букато В. И., Лapidус М. Х. Современный рынок золота. — М.: Финансы и статистика, 2004.
- [5] Буторина О. В. Международные валюты: интеграция и конкуренция. — М.: Деловая литература, 2003.
- [6] Инструкция Банка России № 110-И «Об обязательных нормативах банков» от 16.01.2004 г.
- [7] Корнелиус Лука. Торговля на мировых валютных рынках. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.
- [8] Ливенцев Н. Н., Костюнина Г. М. Международное движение капитала. — М.: Экономистъ, 2004.
- [9] Международные валютно-кредитные и финансовые отношения / Под ред. Красавиной Л. Н. — М.: Финансы и статистика, 2005.
- [10] Международный финансовый рынок / Под ред. Слепова В. А. — М.: Магистр, 2007.
- [11] Моисеев А. А. Международные финансовые организации. Правовые аспекты деятельности. — М.: Омега-Л, 2006.
- [12] Моисеев С. Р. Международные валютно-кредитные отношения. — М.: Дело и сервис, 2003.
- [13] Суэтин А. А. Международные валютно-финансовые отношения. М.: Кнорус, 2006.

- [14] Суэтин А. А. Международный финансовый рынок. — М.: Кнорус, 2007.
- [15] Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 N 39-ФЗ.
- [16] Информационное агентство «Росбизнесконсалтинг» [Электронный ресурс]: данные о курсах акций, металлов, валют. Аналитические обзоры по состоянию финансовых рынков, обзоры инвестиционных фондов, рейтинги. — Режим доступа: www.rbc.ru
- [17] Центральный банк РФ. [Электронный ресурс]: Данные об объеме и структуре денежной массы и денежной базы; процентные ставки по различным финансовым инструментам; ставка рефинансирования; международные резервы; платежный баланс; внешний долг РФ. — Режим доступа: www.cbr.ru
- [18] Всемирный банк [Электронный ресурс]: данные о состоянии экономики разных стран, обзоры экономических событий, анализ финансовых рынков и показателей. — Режим доступа: www.worldbank.org, язык английский.
- [19] Международный валютный фонд [Электронный ресурс]: Обзор экономического развития по странам мира, ежегодные отчеты МВФ, международные рынки капитала, международная торговля. — Режим доступа: www.imf.org
- [20] Биржевая компания «Финам» [Электронный ресурс]: информация о курсах основных инструментов рынка ценных бумаг, валютного рынка, товарно-сырьевого рынка. Ежедневные обзоры макроэкономической ситуации. — Режим доступа: www.finam.ru
- [21] проект Информационного агентства Cbonds.ru. [Электронный ресурс]: Полные данные обо всех финансовых инструментах. Анализ паевых инвестиционных фондов, инвестиционных компаний, выбор инвестиционных вложений. Еженедельные обзоры макроэкономической ситуации в России. — Режим доступа: www.investfunds.ru
- [22] Информационное агентство Cbonds.ru [Электронный ресурс]: Полные данные обо всех финансовых инструментах. Анализ паевых инвестиционных фондов, инвестиционных компаний, выбор инвестиционных вложений. Еженедельные обзоры макроэкономической ситуации в России. — Режим доступа: www.cbonds.ru

ГЛОССАРИЙ

Американская депозитарная расписка — депозитарная расписка, удостоверяющая владение акциями компании иностранного государства, приобретенными депозитарным банком США в процессе их размещения на территории США.

Банковский акцепт — согласие банка на оплату платежных документов, форма гарантии их оплаты; оформляется в виде соответствующей надписи банка-акцептанта.

Валютный арбитраж — особый вид валютных сделок, основная цель которого извлечь прибыль и избежать возможных потерь с помощью использования благоприятной конъюнктуры валютных рынков.

Валютный контроль — составная часть валютной политики государства в области организации контроля и надзора за соблюдением законодательства в сфере валютных и внешнеэкономических операций.

Валютный курс — цена денежной единицы одной страны, выраженная либо в денежных единицах другой страны, либо в наборе денежных единиц группы стран, либо в международных счетных денежных единицах.

Варрант (англ. warrant — полномочие, доверенность) — это ценная бумага, дающая держателю право покупать пропорциональное количество акций по оговорённой цене в течение определённого промежутка времени, как правило, по более высокой по сравнению с текущей рыночной ценой. Также варрантом называется свидетельство товарного склада о приёме на хранение определённого товара, то есть варрант — это товарораспределительный документ, который используется при продаже и залоге товара.

Глобализация — расширение открытости хозяйственных субъектов, либерализация рынков, формирование адаптированных к внешним воздействиям экономической, социальной и культурно-информационной среды.

Глобальные депозитарные расписки — депозитарные расписки, выпускаемые в нескольких странах, с целью создания возможности обращения акций иностранных компаний в этих странах.

Глобальные облигации — международные облигации, которые размещаются одновременно на рынке еврооблигаций и на одном или нескольких национальных рынках.

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

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

Дериватив (от лат. *derivatus* — отведенный) — договор (опцион, фьючерс), основанный на курсах валют, ценных бумаг, товаров, который позволяет владельцу зафиксировать благоприятную с его точки зрения цену на покупку (продажу).

Диверсификация — процесс распределения капитала между различными объектами вложения, которые непосредственно не связаны между собой.

Еврооблигации — облигации, выпущенные в валюте, являющейся иностранной для эмитента, размещаемые с помощью международного синдиката андеррайтеров среди зарубежных инвесторов, для которых данная валюта также, как правило, является иностранной.

Европейские депозитарные расписки — депозитарные расписки, обращающиеся на европейских биржах, деноминированные в евро.

Заемщики — физические или юридические лица, которые привлекают денежные средства кредиторов, чтобы мобилизовать часть фондов, необходимую для развития бизнеса, и становятся дебиторами (должниками) перед инвесторами (кредиторами).

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

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

Иностранные облигации — ценные бумаги с номиналом в национальной валюте страны, выпущенные зарубежным эмитентом.

Казначейский вексель — выпускается государством для покрытия своих расходов и представляет собой его краткосрочные обязательства со сроком погашения 3, 6 и 12 месяцев.

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

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

Международный валютный рынок — система экономических отношений по поводу купли-продажи иностранной валюты, по согласованию интересов покупате-

лей и продавцов валюты, по установлению валютного курса под воздействием спроса и предложения.

Международный кредитный рынок — экономический механизм аккумуляции и перераспределения кредитного капитала во всемирном масштабе.

Международный рынок акций — рынок, где осуществляются сделки купли-продажи долевых обязательств как между нерезидентами, так и между резидентами и нерезидентами.

Международный рынок драгоценных металлов — сфера экономических отношений между участниками по поводу сделок с драгоценными металлами и ценными бумагами, которые котируются в золоте.

Международный рынок облигаций — рынок, где осуществляются сделки купли-продажи долговых обязательств как между нерезидентами, так и между резидентами и нерезидентами.

Международный финансовый рынок — система рыночных отношений, обеспечивающая аккумуляцию и перераспределение мировых финансовых потоков.

Онкольный кредит (on-call credit) — краткосрочный кредит, который погашается по первому требованию. Он выдается под обеспечение коммерческими, казначейскими и другими векселями, ценными бумагами, товарами; погашается заемщиком обычно с предупреждением за 27 дней.

Опцион (лат. optio — выбор, желание, усмотрение) — договор, по которому потенциальный покупатель или потенциальный продавец получает право, но не обязательство, совершить покупку или продажу актива (товара, ценной бумаги) по заранее оговоренной цене в определённый договором момент в будущем или на протяжении определённого отрезка времени.

Российские депозитарные расписки — ценная бумага, не имеющая номинальной стоимости, удостоверяющая право собственности на определенное количество акций или облигаций иностранного эмитента.

Риск — это вероятность возникновения потерь, убытков, недопоступлений планируемых доходов, прибыли.

Рынок капиталов — это часть финансового рынка, где формируются спрос и предложение на средне- и долгосрочный ссудный капитал, специфическая сфера рыночных отношений, где объектом сделки является предоставленный в ссуду денежный капитал и формируются спрос и предложение на него.

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

Синдицированный кредит — кредит, предоставляемый несколькими кредиторами одному заемщику.

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

Страховой агент — это физическое или юридическое лицо, действующее от имени и по поручению страховщика. Он является его сотрудником или работает по поручению, соответственно он получает либо заработную плату, либо вознаграждение.

Страховой брокер — это юридическое или физическое лицо, зарегистрированное в качестве предпринимателя, действующее от своего имени и по поручению страхователя или страховщика.

Страховой рынок — неотъемлемая часть финансового рынка, представляет собой определенную сферу денежных отношений, в которой объектом купли-продажи являются страховые продукты и услуги и формируются спрос и предложение на них.

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

Финансовый рынок — организованная система торговли финансовыми инструментами.

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

Финансовый риск — это вероятность наступления ущерба в результате проведения каких-либо операций в финансово-кредитной и биржевой сферах, совершения операций с фондовыми ценностями, т. е. риск, вытекающий из природы этих операций.

Финансовая устойчивость — это такое состояние финансовых ресурсов хозяйствующего субъекта, их перераспределения и использования, когда обеспечиваются его развитие на основе собственной прибыли и рост капитала при сохранении его платежеспособности и кредитоспособности в условиях допустимого уровня финансового риска.

Фиктивный капитал — это капитал, представленный в ценных бумагах, который дает его владельцу право получать доход в виде дивидендов или процентов.

Форвард — заключенное вне биржи соглашение между двумя сторонами — покупателем и продавцом, совершенное в определенный момент времени, согласно которому продавец обязуется доставить покупателю определенный товар в определенное время и место по заранее обусловленной в момент совершения сделки цене.

Фьючерс (фьючерсный контракт) (от англ. futures) — производный финансовый инструмент, стандартный срочный биржевой контракт купли-продажи базового актива, при заключении которого стороны (продавец и покупатель) договариваются только об уровне цены и сроке поставки. Остальные параметры актива (количество, качество, упаковка, маркировка и т. п.) оговорены заранее в спецификации биржевого контракта.

Хеджирование (от англ. hedge — страховка, гарантия) — открытие сделок на одном рынке для компенсации воздействия ценовых рисков равной, но противоположной позиции на другом рынке. Обычно хеджирование осуществляется с целью страхования рисков изменения цен путем заключения сделок на срочных рынках.

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

Учебное издание
Цибульникова Валерия Юрьевна

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Учебное пособие

Корректор Осипова Е. А.
Компьютерная верстка Перминова М. Ю.

Подписано в печать 29.12.11 Формат 60x84/8.
Усл. печ. л. 18,14. Тираж 300 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.