

МЕЖРЕГИОНАЛЬНАЯ
АКАДЕМИЯ УПРАВЛЕНИЯ ПЕРСОНАЛОМ



МАУП

В. М. Иванов

ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК

Конспект лекций

2-е издание, стереотипное

МАУП

Киев 2001

ББК 65.26я73

И20

Рецензенты: *М. В. Гридчина*, канд. экон. наук, доц.
В. В. Корнеев, канд. экон. наук

Ответственный редактор *И. В. Хронюк*

*Одобрено Ученым советом Межрегиональной Академии
управления персоналом (протокол № 6 от 30.08.01)*

Иванов В. М.

И20 Финансовый рынок: Конспект лекций. — 2-е изд., стереотип. — К.: МАУП, 2001. — 112 с.: ил. — Библиогр.: с. 105.

ISBN 966-608-109-1

Конспект лекций предназначен для изучения финансового рынка, роли и функций присущих ему категорий. Рассмотрены характерные особенности основных его элементов — денежного рынка и рынка капиталов. Уделено внимание вопросам развития финансовых рынков Украины.

Для студентов экономических специальностей и всех, кто интересуется сущностью финансового рынка.

ББК 65.26я73

ISBN 966-608-109-1

- © В. М. Иванов, 1999
- © В. М. Иванов, 2001, стереотип.
- © Межрегиональная Академия управления персоналом (МАУП), 2001



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. Автору 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 (схема 1).



Схема 1. Взаимоотношения продавцов и покупателей на финансовом рынке

В экономике постоянно происходит кругооборот финансовых ресурсов, субъектами которого являются домашние хозяйства (хозяйства граждан и их семей), предприятия, государство и различные финансовые институты — посредники (схема 2).

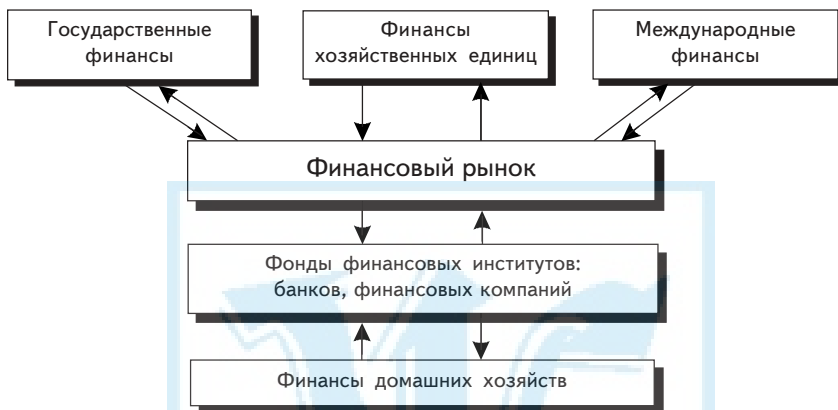


Схема 2. Кругооборот финансовых ресурсов

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

Экономика 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.

Цель предлагаемого конспекта лекций — помочь разобраться в сущности, структуре и функциях финансового рынка. Автор не претендует на окончательное решение вопросов, являющихся предметом дискуссии в современной экономической литературе.

СУЩНОСТЬ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

- ◆ **Задача, предмет и цель курса.**
- ◆ **Субъекты финансового рынка.**
- ◆ **Сбережения и инвестиции.**
- ◆ **Функции финансового рынка.**
- ◆ **Понятие фиктивного капитала и механизм его накопления.**

1.1 ЗАДАЧА, ПРЕДМЕТ И ЦЕЛЬ КУРСА

Задача курса “Финансовый рынок” — изучить механизм перераспределения капитала между кредиторами и заемщиками при помощи посредников на основе спроса и предложения. В качестве капитала выступают денежные средства и ценные бумаги. Следовательно, финансовый рынок (рынок ссудных капиталов) делится на два: денежный рынок и рынок капиталов (рынок ценных бумаг, средне- и долгосрочных банковских кредитов).

Предметом курса “Финансовый рынок” являются экономические отношения, которые связаны с покупкой и продажей финансовых фондов, т. е. имеющих в излишке денежных средств. Финансовый рынок — 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.

Цель курса “Финансовый рынок” — изучить специфические товары, обращающиеся на финансовом рынке, — денежные средства и ценные бумаги. Последние 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 сегменты финансового рынка как многофункциональной системы, финансовые услуги (например, информация о продаже валюты), субъекты и функции финансового рынка, функции его составляющих.

1.2 СУБЪЕКТЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

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 Украины 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 схеме 3 отражена структура финансовых институтов — посредников на финансовом рынке.

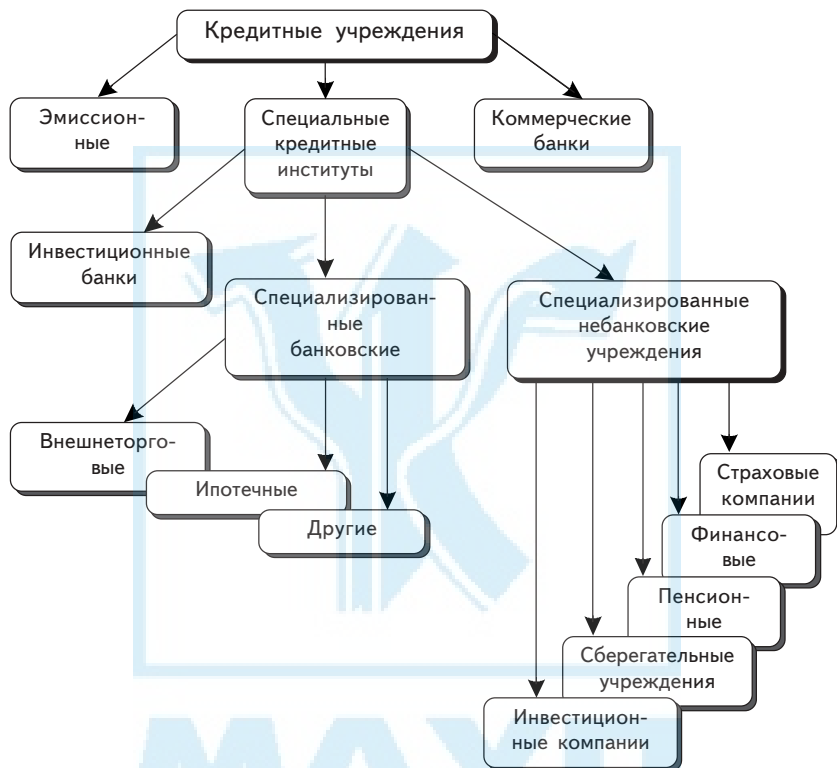


Схема 3. Посредники на финансовом рынке

1.3 СБЕРЕЖЕНИЯ И ИНВЕСТИЦИИ

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.

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.

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”.

1.4 ФУНКЦИИ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Основными функциями финансового рынка являются следующие: мобилизация средств для экономического развития; перераспределение их между отраслями, областями, регионами; обеспечение накопления средств, которые определяют экономический рост.

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

1.5 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 накоп-

ления 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.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Что является предметом курса “Финансовый рынок”?
2. В чем состоят основные различия между эмитентами, инвесторами и финансовыми институтами?
3. Существует ли связь между сбережениями и инвестициями?
4. Перечислите основные функции финансового рынка.
5. Что такое фиктивный капитал?

СТРУКТУРА ФИНАНСОВОГО РЫНКА

- ◆ Роль, место и значение финансового рынка в системе рыночных отношений.
- ◆ Основные составляющие финансового рынка.
- ◆ Особенности рынков, входящих в состав финансового.
- ◆ Государство и финансовый рынок.

2.1 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 (схема 4).



Схема 4. Рынок и его механизм

Финансовый рынок — 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 платёжные средства.

Но сколь бы различными не 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.

Из схемы 5 видно, что все стороны финансового кругооборота встречаются на финансовом рынке, где и происходит перелив средств.

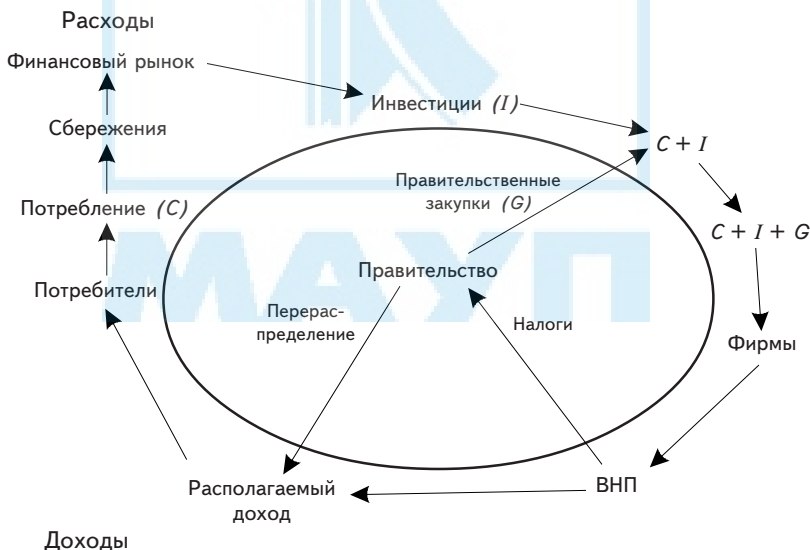


Схема 5. Кольцевая схема доходов-расходов

Финансовая деятельность каждого субъекта состоит в нахождении источников доходов, обеспечении их поступлений и, главное, умелом использовании для получения 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). Функции финансового рынка состоят в предоставлении предпринимателям заемных средств — кредитов.

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

2.2 ОСНОВНЫЕ СОСТАВЛЯЮЩИЕ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

В экономической литературе нет единого мнения относительно того, по каким признакам можно классифицировать финансовый рынок. Поэтому перечислим все наиболее часто встречающиеся признаки:

Экономический

- простого товарного производства
- всеобщего товарного производства

Цвет

- белый (официальный)
- серый (продажа дефицита)

Территориальный

- внутренний (локальный)
- национальный
- международный
- региональный

Качество

- совершенный
- несовершенный

Организационный

- организованный (биржевой)
- неорганизованный

Количественный

- монопольный
- олигопольный
- полипольный

<i>Уровень конкуренции</i>	<i>Объект купли-продажи</i>	<i>Признаки спецификации</i>
— чистой конкуренции	— товаров и услуг	— интеллектуальный
— олигополистический	— труда	— информационный
— чистой монополии	• потенциальный	— золота
— монополистической конкуренции	• дифференцированный	— валют
	• внутрифирменный	— патентов и лицензий
	— финансовый	— товаров
	• капиталов	• группы А
	• денежный	• группы Б
		* гетерогенных
		* гомогенных
		— инвестиционный
		— рынок капиталов
		• ценных бумаг
		• средне- и долго-срочных кредитов

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 (схема 6).

Мы представляем финансовый рынок как рынок финансовых ресурсов. Он состоит из взаимосвязанных и дополняющих друг друга, но отдельно функционирующих рынков (схема 7).

• *Кредитный рынок* (рынок денежных ресурсов) — это механизм, с помощью которого устанавливаются взаимоотношения покупателей и продавцов финансовых 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.



Схема 6. Классификация рынков

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).

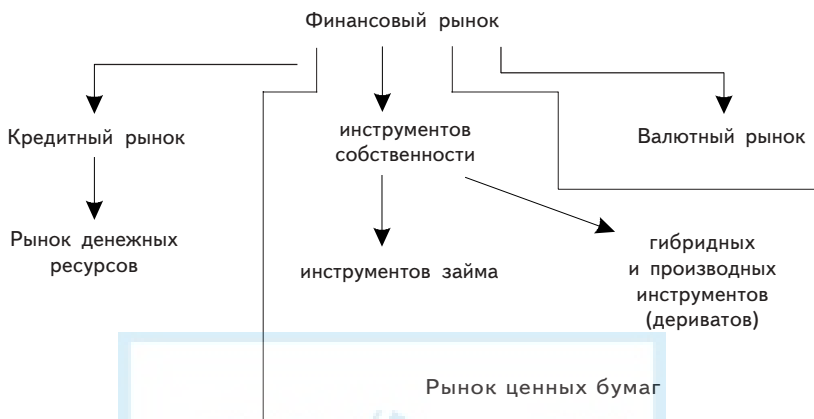


Схема 7. Структура финансового рынка

- *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).
- *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:

- рынок наличных денег и краткосрочных платежных средств, которые выполняют функции наличных (векселей, чеков); сюда можно отнести также рынок валюты;
- рынок ценных бумаг (фондовый рынок);
- рынок ссудного капитала (кратко-, средне- и долгосрочных банковских кредитов).

В рамках третьего подхода вычленяют такие составляющие финансового рынка:

- денежный — рынок наличных денег, краткосрочных кредитных операций, валюты;
- капитала — рынок ценных бумаг, средне- и долгосрочных кредитов.

Как бы не 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.

2.3 ОСОБЕННОСТИ РЫНКОВ, ВХОДЯЩИХ В СОСТАВ ФИНАНСОВОГО

Мы уже неоднократно определяли функции финансового рынка как предоставление предпринимателям заемных средств — кредитов. Финансовые рынки дают возможность отложить сегодняшнее потребление, собрать сбережения и направить их в сферу предпринимательского приложения. Рассматривая экономику как кругооборот, попытаемся ответить на ряд вопросов: “Через какие секторы финансового рынка предприятия получают новые деньги? Где берутся средства для финансирования возможного дефицита во внешней торговле и государственном секторе? Куда девается возможный их избыток?”

Денежный рынок связан с наличными деньгами и аналогичными платежными средствами. Это рынок денег. Все его агенты являются агентами денег. Товары, которые обмениваются, представлены товарами требованиями — обещаниями заплатить в будущем за деньги, полученные на рынке сегодня.

Структуру денежного рынка можно представить так:

- *учетный рынок*, на котором при сделках обращаются высоколиквидные активы (векселя, чеки); деньги обмениваются на другие ликвидные активы по альтернативной стоимости, измеряемой в единицах номинальной нормы процента;
- *межбанковский рынок*, на котором привлекаются и размещаются межбанковские кредиты, в частности кредиты НБУ и коммерческих банков;
- *валютные рынки*, которые эффективно обслуживают внутренний и международный платежный оборот посредством обмена одной валюты на другую в форме купли-продажи. Это составная часть денежного рынка, где “встречаются” спрос и предложение на валюту. Бывают свободные валютные рынки (без ограничений) и несвободные.

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 взаймы 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 (схема 8).

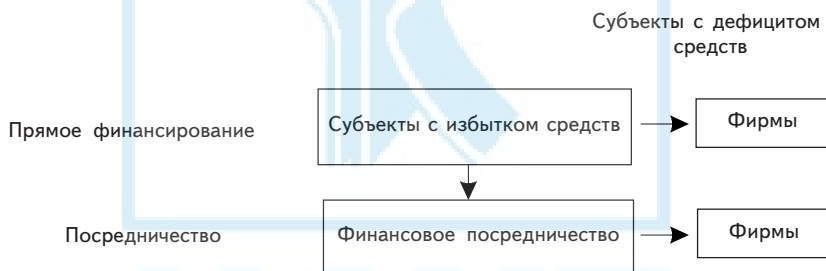


Схема 8. Прямое финансирование и посредничество

Теперь необходимо сказать несколько слов о взаимосвязях внутренних и внешних проблем предприятия (фирмы) с точки зрения управления финансами, достижения желаемого результата (схема 9). 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.).

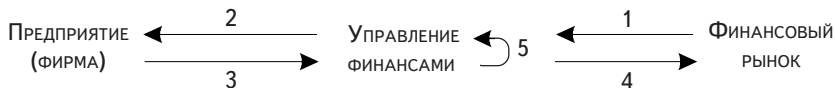


Схема 9. Движение денежных средств:

- 1 — деньги, возросшие на финансовых рынках;
- 2 — деньги, вложенные в предприятие;
- 3 — деньги, полученные в результате деятельности предприятия;
- 4 — деньги, вернувшиеся к инвесторам;
- 5 — деньги, реинвестированные в предприятие.

Предприятие получает на финансовом рынке недостающие средства для расширения деятельности (схема 9). За их использование необходимо платить проценты. Собственники предприятий рассчитывают сделать это за счет полученных дивидендов. Зачастую происходит столкновение интересов предприятия и государства (последнее реализует свои интересы через налоги и возможности получения субсидий и кредитов). Вся эта гамма сложных экономических отношений “завязана” на финансовом рынке, инфраструктура которого отражена в табл. 1.

Таблица 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	Комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку, налоговая администрация, страховой надзор
Другие организации	Аукционы, коммерческие банки, аудиторские и консультационные фирмы, консалтинговые компании

2.4 ГОСУДАРСТВО И ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК

Государство связано с финансовым рынком через реализуемые в денежной форме экономические отношения (государственные финансы), которые возникают между ним и другими субъектами по поводу производства и распределения части валового продукта (схема 10). При этом образуются *централизованные фонды*.

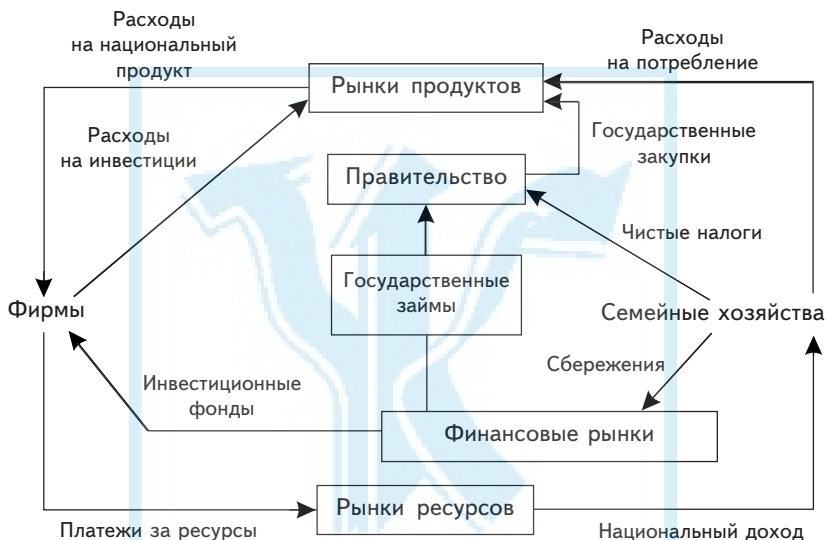


Схема 10. Взаимосвязь между государством и финансовым рынком

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.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Попробуйте дать как можно больше определений финансового рынка. Что их объединяет и в чем главное различие?
2. Перечислите признаки классификации финансового рынка.
3. В чем главное отличие национального рынка от мирового?
4. Назовите основные составляющие финансового рынка.
5. Как государство связано с финансовым рынком?



ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК И ЕГО СОСТАВЛЯЮЩИЕ

- ◆ Суть денежного рынка и его значение для формирования и развития рыночных отношений.
- ◆ Составляющие денежного рынка.

3.1 СУТЬ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА И ЕГО ЗНАЧЕНИЕ ДЛЯ ФОРМИРОВАНИЯ И РАЗВИТИЯ РЫНОЧНЫХ ОТНОШЕНИЙ

Денежный рынок — часть рынка ссудных 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).

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 схеме 11.

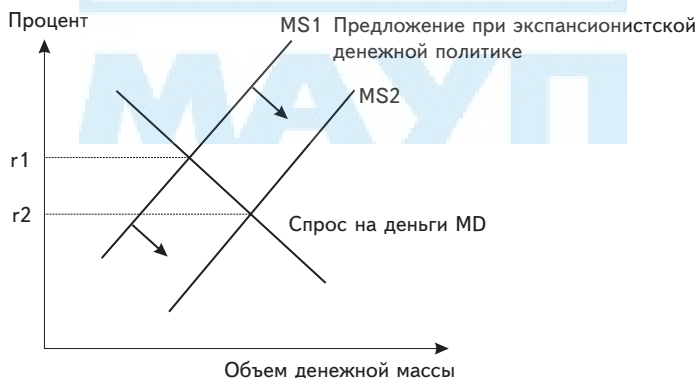


Схема 11. Простая модель рынка денег

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 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 НБУ — КБ, КБ — КБ, КБ — предприятие, население;
- предоставление ссуд государственным органам для решения неотложных задач, покрытия дефицита бюджета.

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

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

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

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Сформулируйте суть денежного рынка.
2. Перечислите основные институты денежного рынка.
3. Какую роль играет денежный рынок в экономике?
4. Назовите элементы денежного рынка.



УЧЕТНЫЙ РЫНОК

- ◆ **Значение и место учетного рынка в процессе развития рыночной экономики.**
- ◆ **Основные элементы учетного рынка.**
- ◆ **Виды ценных бумаг, обращающихся на учетном рынке, и их характеристика.**

4.1 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.

4.2 ОСНОВНЫЕ ЭЛЕМЕНТЫ УЧЕТНОГО РЫНКА

Институциональная структура учетного рынка включает следующие элементы:

- центральный банк (НБУ);
- 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 2–7 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.

НБУ 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.

Коммерческие банки в Украине покупают векселя до окончания их срока и в результате получают процент (дисконт).

4.3 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 НБУ. Широкая их эмиссия таит в себе угрозу инфляции, так как это суррогаты денег, которые легко могут преобразоваться в капитал или депозиты. Для КБ это высоколиквидные активы, не приносящие высокого дохода; они являются соло-векселями. В Украине казначейские векселя до последнего времени не применялись в обращении.

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) уплатить 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 *индоссамент*а — передаточной надписи.

Депозитный сертификат — письменное свидетельство КБ 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.

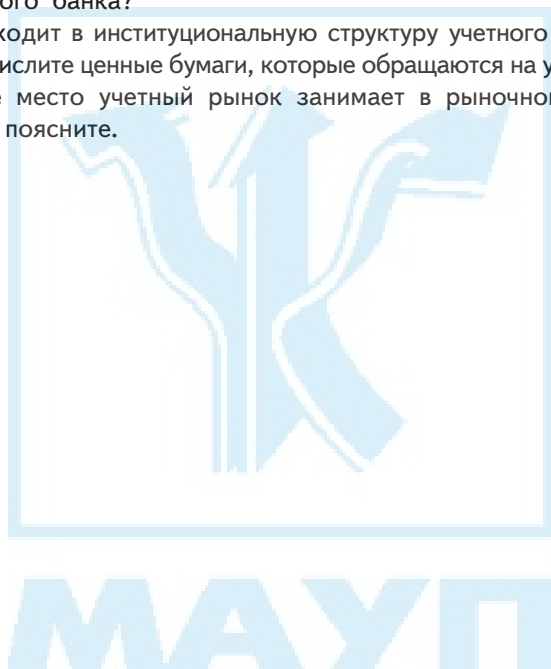
Банковский акцепт — согласие банка на оплату платежных документов, форма гарантии их оплаты; оформляется в виде соответствующей надписи банка-акцептанта. Банковские акцепты — это акцептованные коммерческими банками тратты со сроком оплаты, как правило, до 180 дней. Например, в США рынок банковских акцептов 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 КБ уплатить определенную сумму денег чекодержателю. В Украине 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.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Дайте определение учетного рынка.
2. Почему учетные ставки этого рынка определяются ставкой центрального банка?
3. Что входит в институциональную структуру учетного рынка?
4. Перечислите ценные бумаги, которые обращаются на учетном рынке.
5. Какое место учетный рынок занимает в рыночной экономике?
Ответ поясните.



МЕЖБАНКОВСКИЙ РЫНОК

- ◆ **Межбанковский рынок как часть рынка ссудных капиталов.**
- ◆ **Межбанковские депозиты и сроки привлечения свободных денежных ресурсов.**
- ◆ **Направления использования средств межбанковского рынка.**
- ◆ **Операции на межбанковском рынке.**

5.1 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 КБ, принимаемый им 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 передачным механизмом воздействия государственных органов на деятельность КБ, 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.

5.2 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 НБУ. Внесение депозитов КБ в НБУ в границах обязательных резервов является одним из способов регулирования совокупного денежного обращения страны. Согласно действующему законодательству и ст. 8 Положения НБУ “О кредитовании” № 246 от 28 сентября 1995 г. КБ имеют право на получение от НБУ как банка последней инстанции кредитов через кредитные аукционы, ломбардные операции, переучет векселей на условиях двусторонних договоров.

Межбанковские кредиты — один из основных источников формирования банковских кредитов. Кредитные отношения между КБ 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 Украины. 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 НБУ в форме переучета и перезалога ценных бумаг, а также в результате покупки свободных кредитных ресурсов на межбанковском рынке (в первую очередь, у того же НБУ). Они имеют право самостоятельно устанавливать уровень процентной ставки по этим кредитам в зависимости от спроса и предложения на межбанковском рынке и уровня учетной ставки НБУ. Общий объем межбанковских кредитов ограничивается двукратным

размером собственных средств банка. Таким образом КБ 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 КБ 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.

5.3

НАПРАВЛЕНИЯ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ СРЕДСТВ МЕЖБАНКОВСКОГО РЫНКА

До середины 60-х годов КБ развитых стран покупали средства межбанковского рынка преимущественно для пополнения резервов, осуществляя эту операцию для того, чтобы удовлетворить резервные требования. В настоящее время КБ 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 Украине такие ссуды выдаются через аукционы на межбанковской бирже и широко не применяются. Коммерческие банки предпочитают получать кредиты от НБУ, и хотя они должны использоваться на строго определенные цели, на практике это самый дешевый источник кредитных ресурсов (правда, на очень короткий срок).

5.4

ОПЕРАЦИИ НА МЕЖБАНКОВСКОМ РЫНКЕ

Банк выступает в роли финансового посредника при перераспределении денежных средств и осуществлении платежей на финансовом рынке. НБУ проводит операции по рефинансированию КБ. Кредитные ресурсы предоставляются в виде прямых и ломбардных

кредитов, переучета векселей и проведения кредитных аукционов. Эти операции проводятся тогда, когда КБ испытывают трудности и не могут в короткое время привлечь ресурсы из других источников. НБУ 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 НБУ, когда доля срочных обязательств (СО) рассчитывается так: $СО / \text{валюта баланса} \cdot 100 \%$. Если полученное значение превышает 65%, то финансовое состояние КБ считается неустойчивым, 80% — рискованным. Отечественные специалисты относят межбанковские кредиты к ликвидным активам второй группы. По законодательству Украины банки могут брать кредиты на межбанковском рынке под залог государственных ценных бумаг, которые занесены в ломбардный список НБУ. С 1995 года в Украине стали обращаться облигации внутреннего государственного займа и внутренних местных займов. НБУ разрешил ломбардные кредиты КБ под их обеспечение (сумма таких кредитов не должна превышать 75% номинальной стоимости портфеля ценных бумаг банка).

Операции на межбанковском рынке влияют на платежеспособность КБ через возможность рефинансирования в НБУ (это является также объектом контроля последнего). Ресурсы межбанковского рынка относятся к вопросам ликвидности КБ, 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 КБ к операциям на межбанковском рынке и установлению нормы ликвидности на отчетную дату.

Для расчета нормы ликвидности используются два коэффициента, которые можно вычислить по формулам (согласно Положению НБУ

№167 от 30 июня 1995 г. “Об экономических нормативах регулирования деятельности коммерческих банков”)

$$L_{\text{вп}} = \frac{\text{ВЛА}}{\text{ВП}};$$

$$L_{\text{вс}} = \frac{\text{ВЛА}}{\text{ВС}},$$

где ВЛА — высоколиквидные активы в составе средств;

ВП — сумма текущих вкладов в составе средств;

ВС — сумма срочных вкладов в составе средств (депозитов юридических лиц, вкладов граждан, межбанковских кредитов).

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. В какой форме, как правило, привлекаются и размещаются свободные ресурсы кредитных институтов на межбанковском рынке?
2. Почему коммерческие банки используют в своей деятельности межбанковские депозиты?
3. Какую роль в становлении рыночной экономики Украины играют средства межбанковского рынка?
4. Что такое “короткие” деньги?
5. Как взаимосвязаны текущая ставка по межбанковским кредитам и учетная ставка конкретного банка по выдаваемым ссудам?

ВАЛЮТНЫЕ РЫНКИ

- ◆ **Назначение валютных рынков.**
- ◆ **Специфика международных расчетов и условия расчетов по внешнеторговым сделкам.**
- ◆ **Механизм осуществления операций на валютных рынках.**

6.1 НАЗНАЧЕНИЕ ВАЛЮТНЫХ РЫНКОВ

Валютные рынки являются наиболее полной формой рыночных отношений. Они эффективно обслуживают внутренний и международный платежные обороты, обеспечивают 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.

На валютных рынках происходит обмен одной валюты на другую в форме купли-продажи. Необходимость таких 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.

Валютные рынки — официальные центры, где совершается купля-продажа обращающихся на них валют. Они представляют собой совокупность банков, брокерских фирм, крупнейших корпораций. Главные их участники — коммерческие банки.

В зависимости от объема, характера валютных операций и набора используемых валют рынки подразделяют на *международные, региональные* и *национальные*. 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.

6.2

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 специально забронированных для этого средств уплату за товары или предоставленные услуги или поручение на выдачу предъявителю аккредитива определенной суммы наличными. Для экспортера аккредитив — очень выгодная форма расчетов, ибо представляет собой гарантию открывшего его банка (для подтвержденного аккредитива — также подтвердившего его банка);

при этом платеж проводится сразу же после поставки товара и предъявления банку соответствующих документов. Импортёр 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 (экспортёра) получает на основании расчетных документов причитающиеся клиенту денежные средства от плательщика (импортёра) за отгруженные в адрес импортёра товары или оказанные услуги и зачисляет эти средства на счет клиента-экспортёра 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 экспортёра форма расчетов, так как не дает ему никаких гарантий своевременного получения платежа. Экспортёр поставляет покупателю товар вместе с товарораспорядительными документами и записывает в своих бухгалтерских документах в дебет открытого покупателю счета сумму отгрузки. Импортёр записывает сумму отгрузки в кредит счета поставщика. В течение обусловленного в контракте срока импортёр 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.).

6.3 МЕХАНИЗМ ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ ОПЕРАЦИЙ НА ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

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, телеграфный 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 валютной котировкой. Существует два вида котировки: прямая и косвенная. При прямой котировке (используемой в большинстве стран) за единицу или кратное число принимается определенное количество иностранной валюты, которая соизмеряется с национальной с точностью до 4 знаков после запятой, например 1 дол. = 5,7045 фр. франков; 1 фунт стерлингов = 1,6853 дол. Косвенная котировка, например, для Великобритании, выглядит так: 1 фунт стерлингов = 1,6853 дол. Котировка осуществляется только по отношению к пяти валютам, чаще всего к долларам США.

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

Предположим, 1,6790 DM = 1 дол., 1,4940 швейц. франков = 1 дол. Тогда кросс-курс DM к швейцарскому франку равен

$$\frac{1,4940}{1,6790} \approx 0,8839,$$

т. е. 1 DM = 0,8839 швейц. франков.

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

Пусть, например, прямая котировка фунтов стерлингов (Нью-Йорк на Лондон) — 1 фунт стерлингов = 1,6853–1,6863 дол., курс покупателя — 1 фунт стерлингов = 1,6853 дол., а курс продавца — 1 фунт стерлингов = 1,6863 дол. Тогда прибыль составит 0,0010, т. е. 10 пунктов, или пипсов (“points” or “pips” — это третий и четвертый знаки после запятой; при этом первые три цифры — “big figure” — неизменны). Эта прибыль — маржа — идет на покрытие банковских расходов и для страхования валютного риска. Дилер банка, предлагающий валюту или предьявляющий 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. Система “Рейтер-диллинг” позволяет дилеру за две-три секунды связаться с любым банком и получить информацию о котировках от шести банков одновременно.

Курсы валют публикуются в официальных бюллетенях. Это, как правило, курсы телеграфного перевода (при которых валюта выплачивается тут же). Курс чека несколько ниже курса телеграфного перевода (за вычетом процентов за количество дней, необходимых для доставки этого платежного документа). Выплата денег проводится только тогда, когда чек принят КБ на инкассо. Курс тратты ниже курса чека; при его определении учитываются сроки оплаты тратты, ее надежность и валюта платежа, а также вычитаются проценты от курса телеграфного перевода за количество дней с момента покупки валюты до оплаты тратты. Курс иностранных банкнот близок к курсу телеграфного перевода; при покупке, он, как правило, ниже курса чека, а при продаже — несколько выше. Примерные курсы долларов США:

Нью-Йорк	за 1 фунт стерлингов
телеграфный перевод	1,6866
почтовый перевод	1,6861
чек	1,6861
вексель с оплатой по предьявлению	1,6861
вексель (1 месяца)	1,6850
вексель (3 месяца)	1,6825

При совершении операций КБ часть своих ресурсов держат в валюте. Соотношение требований и обязательств банка в иностранной валюте — его валютная позиция.

В конце операционного дня валютная позиция закрыта. Допустим, что утром клиент обращается с просьбой обменять эквивалент марок ФРГ на 5 млн дол., курс продажи — 1,6795. Теперь валютная позиция открыта:

– 5000000 дол.

+ 8396500 DM.

Перед банком стоит дилемма: либо тут же продать марки и закрыть позицию (ничего не получив), либо купить доллары дешевле, лучше по 1,6793. Банк покупает доллары и закрывает свою валютную позицию, получив прибыль в размере 1000 DM (8397500–8396500):

+ 5000000 дол.

– 8396500 DM.

Большое значение имеют *способы платежа*:

1) плательщик (должник) может купить тратту, чек или телеграфный перевод в валюте кредитора (получателя) на своем рынке и переслать их клиенту; такой способ называется *ремитированием*;

2) кредитор (получатель) имеет право выставить на должника тратту или отдать приказ плательщику (должнику) уплатить долг в валюте плательщика; такой способ называется *трассированием*.

Выбирающая сторона всегда хочет уплатить меньше и получить больше своей валюты за эквивалент иностранной.

Пусть, например, английский импортер (плательщик) должен уплатить американскому экспортеру 100 тыс. дол. В момент платежа котировки составили:

— Лондон на Нью-Йорк — 1,6935–1,6945 дол. за 1 фунт стерлингов;

— Нью-Йорк на Лондон — 1,6853–1,6863 дол. за 1 фунт стерлингов.

При ремитировании по курсу продавца 1 фунт стерлингов стоит 1,6935 дол., а при трассировании экспортер продает фунты по курсу покупателя (1,6853 дол. за 1 фунт стерлингов). Плательщику выгодно выбрать ремитирование, поскольку тогда за 1 фунт стерлингов можно купить большее количество долларов.

Купля-продажа иностранной валюты на валютных рынках происходит в форме кассовой (наличной) или срочной валютной сделки. Кассовая сделка осуществляется на условиях немедленной поставки “спот” (spot) и применяется главным образом для того, чтобы немедленно получить валюту для внешнеторговых расчетов, а также избе-

жать возможных валютных потерь от изменения курсов (момент заключения сделки практически совпадает с моментом ее исполнения).

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

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

Основные виды валютных сделок:

- *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;
- *фьючерс* — формальное соглашение, по которому определенная сумма валюты продается или покупается по определенному курсу для ее передачи впоследствии в определенное время;
- *опцион* — соглашение, которое дает собственнику право выбора при покупке или продаже определенной суммы валюты за определенную цену до даты окончания действия. Такая покупка (продажа) — не обязанность, а право покупателя (продавца). Срок действия опционов — несколько недель или один месяц. Опционы применяются для срочных валютных контрактов;
- *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;
- *дериват* (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). Дериваты — это любые финансовые инструменты, но чаще всего — форвардные контракты, опционы, комбинации форвардов и опционов. Дериваты существуют в форме

стандартизованных или индивидуально оформленных контрактов. Их появление связывают с финансовым инжинирингом — программным обеспечением и разработкой финансовых продуктов.

Финансовый инжиниринг можно определить как специфический метод управления риском, предусматривающий дробление финансовых сделок и инструментов на компоненты; создание и использование производных инструментов, новых международных договорных структур и отношений, отвечающих потребностям конкретных заинтересованных сторон.

В 80-х годах интенсивное развитие получил рынок производных ценных бумаг и “свопов”. Это связано с развитием новых информационных технологий, основанных на использовании ПК и соответствующего программного обеспечения.

Еще в конце 70-х годов наметились тенденции к либерализации финансовых рынков. Некоторое ослабление регулирования межрыночных операций (фактор повышения изменчивости, колебания цен на различных финансовых рынках) подтолкнуло к созданию новых финансовых инструментов.

Один отдельно взятый инвестор не способен самостоятельно решить все проблемы по планированию своей инвестиционной деятельности. Поэтому такие финансовые учреждения, как банки, инвестиционные фонды или страховые общества, берут на себя задачу по планированию инвестиций отдельных вкладчиков. Каждый новый инструмент, созданный в процессе финансового инжиниринга, состоит из отдельных простых частей, а иногда из существующих финансовых инструментов.

Многообразие дериватов практически неисчислимо, но чаще всего выделяют следующие:

- форвардные контракты;
- опционы;
- комбинации форвардов и опционов.

Существенным является то обстоятельство, что стоимость финансового инструмента (деривата) зависит от стоимости уже существующего объекта, например акций или облигаций. Базис, с которым соотносится дериват, называется андерлаингом, или базисной стоимостью. Дериваты могут существовать в форме стандартизованных или индивидуально оформленных контрактов. В России с помощью финансового инжиниринга созданы процентные “свопы” на основе фиксированной и плавающей процентных ставок на рынке государственных краткосрочных облигаций и облигаций федерального займа. А кон-

тракты, которыми оперирует Германская биржа срочных сделок, являются опционами и фьючерсами. Дериваты как производственные продукты финансовых транзакций представляют собой весьма гибкие инструменты управления и формирования портфелей, причем действуют они быстрее и дешевле, чем операции по покупке и продаже ценных бумаг или валют.

Сегодня, когда особо актуальна проблема формирования оптимального портфеля ценных бумаг банков, фондов и компаний, именно производные ценные бумаги могут стать привлекательным объектом инвестирования.

Для Украины очень важно, чтобы произошло становление эффективного и открытого вторичного рынка производных финансовых институтов, а также опционов на государственные облигации. Поскольку государственных облигаций в Украине становится все больше (вследствие увеличения объема эмиссий) и появляются новые их типы (например, облигации сберегательного займа), фондовый рынок должен адекватно реагировать, предлагая новые разновидности операций.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Чем вызвана необходимость купли-продажи валют?
2. Назовите основные международные валютные рынки.
3. От чего зависит состояние международных расчетов?
4. Какие формы международных расчетов наименее выгодны экспортерам и почему?
5. Что такое котировка валют?
6. Когда и почему появились дериваты?

РЫНОК КАПИТАЛОВ

- ◆ Значение рынка капиталов.
- ◆ Структура рынка капиталов.

7.1 ЗНАЧЕНИЕ 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.

Денежный рынок отличается от рынка капиталов по временному признаку: на денежном рынке кредиты предоставляются на период от нескольких недель до одного года, а непосредственно на рынке капиталов — на более длительные сроки.

Значение рынка ссудных 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.

О создании рынка ссудных капиталов в Украине говорить пока рано. Речь может идти только о наличии и укреплении некоторых элементов этого рынка: формировании двухуровневой банковской системы, постепенном развитии специализированных кредитно-финансовых учреждений и становлении рынка ценных бумаг.

7.2 СТРУКТУРА РЫНКА КАПИТАЛОВ

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. Если денежный рынок предоставляет высоколиквидные средства в основном для удовлетворения краткосрочных потребностей, то рынок 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.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Дайте определение рынку капиталов.
2. В чем главное отличие рынка капиталов от рынка денег?
3. Какую экономическую функцию выполняет рынок капиталов?
4. Как отсутствие эффективного рынка ссудных капиталов отражается на положении в экономике Украины?
5. Сформулируйте роль государства на рынке капиталов сегодня.



РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

- ◆ **Сущность и функции рынка ценных бумаг.**
- ◆ **Виды ценных бумаг, их классификация и характеристика.**
- ◆ **Инвестиционные качества ценных бумаг.**
- ◆ **Операции с ценными бумагами.**
- ◆ **Институциональные посредники на фондовом рынке.**

8.1 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 схеме 12.

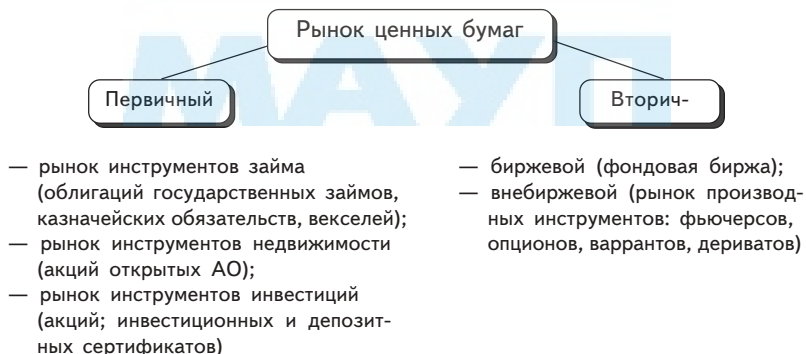


Схема 12. Структура рынка ценных бумаг

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

“*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 дол. (номинал ценной бумаги), а фиктивного — 800 дол., то учредительная прибыль составит 700 дол. ($800 - 100$). 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 не 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 специалистами рынка ценных бумаг являются:

- брокеры — посредники при заключении соглашений (договоров, сделок), которые не принимают участия в соглашении своим капиталом;
- дилеры (посредники), которые принимают участие в соглашении (договоре, сделке) своим капиталом;
- джобберы (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. На Западе это частные фирмы или акционерные общества, в России — общества с ограниченной ответственностью. В структуру брокерской фирмы входят дирекция, административная группа (секретариат, бухгалтерия), консультационный отдел, отдел торговли ценными бумагами, информационно-технический отдел. Всего в такой фирме занято 15–25 человек. В сферу ее деятельности 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 особой книге, и клиент вправе требовать выписку из нее;

— 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. Горсовет решил выпустить городской заем посредством эмиссии 200-гривневых облигаций. Для реализации эмиссии у него нет собственного аппарата, и он принимает решение обратиться в дилерские фирмы. Если заем будет выпущен на большую сумму, то дилерами при его размещении могут быть только крупные фирмы (например, коммерческие банки). Механизм такого посредничества может быть таким: горсовет продает 200-гривневые облигации с некоторой скидкой (например, по 198 грн, т. е. на 2 грн ниже номинала), а дилеры обеспечивают реализацию этих облигаций, в результате чего их прибыли должны составить 2 грн с каждой облигации.

Дилеров, специализирующихся на операциях с ценными бумагами, называют дилерами с ограниченной ответственностью, потому что их риск в процессе купли-продажи меньше, чем у эмитентов и инвесторов (он существует в течение меньшего промежутка времени).

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.

Джобберы — консультанты по проблемам конъюнктуры рынка. Впервые они появились в лондонском Сити. Их деятельность необходима в связи с постоянным расширением масштабов и структуры рынка ценных бумаг, затруднением операций на нем.

Функции джобберов:

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

Для выполнения своих функций джобберы создают временные исследовательские коллективы, которые состоят из экономистов, банковских работников и прочих специалистов. Брокеры и дилеры, которые готовят крупные операции на рынке ценных бумаг, преимущественно пользуются услугами джобберов (с целью уменьшения риска). Услуги джобберов причисляются к наиболее высокооплачиваемым.

Участников рынка ценных бумаг 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, потому всегда находятся в слои населения, которые не хотят рисковать, и вкладывают деньги именно в такие ценные бумаги.
2. Институциональные инвесторы — финансово-кредитные институты, осуществляющие операции с ценными бумагами (коммерческие и инвестиционные банки, страховые общества, пенсионные фонды). Многие из таких институтов объединяют средства разных инвесторов (юридических и физических лиц) и ищут возможности их вложения в прибыльные ценные бумаги. Они стараются или

овладеть контрольными пакетами акций, или с целью снижения риска разместить свои капиталы в различных отраслях хозяйства. Значительные средства населения размещены в коммерческих банках. Для сохранения этих средств и недопущения банкротства государство регулирует деятельность институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг.

3. Индивидуальные инвесторы — частные лица, в том числе владельцы небольших предприятий венчурного бизнеса. 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 финансовых рынков. Это такие принципы:

- целостность рынка в границах отдельной страны, которая обеспечивается наличием таких институтов:
 - 1) единой национальной фондовой биржи;
 - 2) Центрального депозитария ценных бумаг;
 - 3) единого клирингового банка (расчетной палаты);
 - 4) 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.

В Украине предпосылками становления рынка ценных бумаг являются следующие обстоятельства:

- масштабная приватизация и связанный с ней массовый выпуск ценных бумаг;
- создание и деятельность коммерческих объединений, которые привлекают средства на акционерной основе;
- расширение практики аккумуляции средств общегосударственными и муниципальными органами через биржевые ценные бумаги;
- использование предприятиями и регионами облигационных займов, являющихся более дешевым видом ресурсов по сравнению с банковскими кредитами.

Участники фондового рынка Украины:

1) эмитенты ценных бумаг — юридические (а в случаях, предусмотренных законом, и физические) лица, которые от своего имени выпускают ценные бумаги с целью привлечения финансовых ресурсов. Эмитентом ценных бумаг может быть также государство в лице своих органов и органы местного самоуправления (в этом случае цель выпуска ценных бумаг состоит в финансировании расходов соответствующих бюджетов);

2) инвесторы — физические и юридические лица, в том числе институциональные фонды, доверительные общества, пенсионные фонды,

страховые компании, цель которых — получить доход (проценты) от вложенных денежных средств либо увеличить рыночную стоимость ценных бумаг;

3) посредники — юридические лица, деятельность которых тесно связана с предоставлением профессиональных услуг относительно опосредования деятельности на фондовом рынке эмитентов и инвесторов (доверительные общества, инвестиционные фонды и компании, коммерческие банки);

4) государство, которое посредством принятия законов и создания соответствующих государственных органов определяет условия правового регулирования деятельности фондового рынка.

Инфраструктура фондового рынка Украины охватывает:

- торговую систему, функции которой в основном выполняет Украинская фондовая биржа (УФБ);
- депозитарии;
- расчетно-клиринговую систему.

Украинская фондовая биржа является институтом фондового рынка, который сосредоточивает спрос и предложение ценных бумаг, содействует формированию их биржевого курса и действует на началах целостности, централизации и прозрачности рынка, его соответствия мировым стандартам фондовой торговли.

Котировка — определение курсов ценных бумаг, осуществляемое посредством сосредоточения спроса и предложения, сопоставления лимитов цен заказов на куплю и продажу ценных бумаг и установления оптимальной цены (курса дня), при которой выполняется наибольшее количество заказов, осуществляется наибольшее обращение ценных бумаг.

Существует два вида котировки — фиксинговая и мультификсинговая.

Фиксинговая котировка — это сопоставление в урочное время (один или несколько раз в неделю, но не чаще одного раза в день) реального спроса на ценные бумаги и их предложения. При фиксинговой котировке существует только одна цена на протяжении всего периода котировки.

Мультификсинговая котировка — постоянное сопоставление спроса и предложения. При мультификсинге в течение одного биржевого дня может существовать множество курсов.

Преимущество мультификсинга над фиксингом состоит в том, что курс ценных бумаг в любой момент времени полностью соответствует спросу и предложению на тот же момент времени, в то время как при фиксинговой котировке курс ценных бумаг отражает лишь общую тенденцию состояния рынка в тот или иной биржевой день.

Вместе с тем мультификсинг нуждается в развитом рынке ценных бумаг, т. е. наличии множества заказов, с тем чтобы обеспечить множество курсов в течение дня. Поэтому в процессе становления фондового рынка возможно применение только фиксинговой котировки.

Различают специальную и нормальную фиксинговую котировку.

Специальная фиксинговая котировка — особый вид котировки, осуществляемый с помощью вычислительной техники в ручном режиме. Применяется на начальных этапах введения ценных бумаг на рынок и в случаях прекращения либо возобновления котировки определенной ценной бумаги.

Нормальная фиксинговая котировка — рабочий вид котировки, осуществляемый вычислительной техникой в автоматическом режиме. При этом курс ценных бумаг определяется в соответствии с условиями:

- максимальное количество обменных ценных бумаг;
- минимальное количество заказов и ценных бумаг, которые могли, но не были выполнены и обменены;
- минимальное изменение курса по сравнению с предыдущим.

В соответствии с существующей отечественной и мировой практикой предельная граница изменения курса может колебаться в пределах 10–20% в сторону как увеличения, так и уменьшения. Исключением являются лишь действия эмитента с собственными ценными бумагами.

Центральный депозитарий ценных бумаг обслуживает обращение ценных бумаг в безналичной форме; он является подразделением УФБ. Депозитарий следит за тем, чтобы совокупность ценных бумаг, записанных на разных счетах клиентов, абсолютно точно соответствовала количеству ценных бумаг, выпущенных эмитентом.

Безналичное обращение ценных бумаг имеет целый ряд достоинств. Важнейшими из них являются:

- экономия денежных средств по сравнению с тем их количеством, которое было бы затрачено на выпуск ценных бумаг в наличной форме;
- упрощение первичного размещения и дальнейшего обращения ценных бумаг;
- гарантия безопасности инвесторов посредством полного устранения риска воровства, потери или подделки ценных бумаг;
- возможность в четырехдневный срок проводить расчеты по соглашениям с ценными бумагами, произведенными на фондовой бирже.

Участники депозитария:

- брокерские конторы;
- владельцы счетов, которые вправе открывать инвесторам счета в ценных бумагах;
- эмитенты, которые вправе вести счета инвесторов по своей собственной эмиссии;
- государственные органы и зарубежные организации, играющие роль зарубежных депозитариев.

Клиринг в общем понимании — это расчет посредством зачета взаимных обязательств без оплаты наличными. Функции клирингового банка может выполнять Национальный банк страны или один из ведущих коммерческих банков. В Украине клиринг операций с ценными бумагами выполняет АКБ “Украина”.

Обслуживание депозитария одним клиринговым банком обусловлено необходимостью:

- сосредоточения в одном банке счетов всех брокеров УФБ;
- гарантии безопасности всей системы расчетов и избежания сбоев в ее работе;
- сокращения количества документов, которые представляются участниками по заключенным на УФБ соглашениям.

Расчеты осуществляются на основе системы оплаты против поставки. Для нее характерны два главных принципа, которые гарантируют безопасность для брокеров:

- общий, единый для всех срок оплаты против поставки — операции на УФБ должны быть завершены в четырехдневный срок;
- оплата ценных бумаг одновременно с их поставкой.

8.2 ВИДЫ ЦЕННЫХ БУМАГ, ИХ КЛАССИФИКАЦИЯ И ХАРАКТЕРИСТИКА

Акция — ценная бумага без установленного срока обращения, которая свидетельствует о внесении определенного пая в уставный фонд АО, дает право на участие в управлении им, получение части прибыли в форме дивидендов, а также на участие в распределении имущества в случае его ликвидации. Акции бывают *именные, на предъявителя, бесплатные* (которые распространяются среди акционеров пропорционально количеству уже принадлежащих им акций), а также *простые и привилегированные*.

Доход от простых акций полностью зависит от чистого дохода предприятия.

Привилегированные акции выпускаются на сумму примерно 10% уставного фонда и бывают следующих видов:

- *кумулятивные*, по которым выплачиваются не только текущие, но и не выплаченные ранее проценты;
- *с корректируемой ставкой*, проценты по которым могут увеличиваться или уменьшаться;
- *некумулятивные*, не дающие права на проценты за любой период, если совет директоров не огласил об их выплате;
- *конвертируемые*, которые могут обмениваться на простые;
- *с паевым участием*, по которым выплачиваются дополнительные суммы дивидендов, если по простым акциям они больше.

Облигация — это ценная бумага, которая свидетельствует о внесении ее собственником определенных средств и подтверждает обязательства эмитента возратить собственнику номинальную стоимость в предусмотренный срок с выплатой процентов. Отличие облигации от акции состоит в том, что ее собственник не является членом АО и не имеет права голоса на собрании акционеров.

Облигации бывают *именные* и *на предъявителя*, *процентные* (по которым процент выплачивается в соответствии с условиями их выпуска, размерами и сроками выплаты), *беспроцентные*, т. е. *целевые* (по которым проценты не выплачиваются, но собственник может приобрести на них определенные товары), *конвертируемые* (которые можно обменивать на другие ценные бумаги), *гарантированные* (под которые есть залог недвижимости), *необеспеченные серийные* (которые гасятся сериями), *ординарные* — все сразу, *с правом досрочного погашения* — раньше срока по желанию собственника, *компенсированные* (которые в любой момент можно свободно обменять на наличные деньги).

Государственное казначейское обязательство — ценная бумага, которая выпускается только на предъявителя, распространяется на добровольных началах, свидетельствует о внесении ее собственником средств в бюджет и дает право на получение фиксированного дохода. Эти ценные бумаги выпускаются на срок до одного года (*краткосрочные*), на 1–5 (*среднесрочные*) и 5–10 лет (*долгосрочные*).

Сберегательный сертификат — письменное свидетельство банка о депонировании средств, которое дает его собственнику право по окончании обусловленного срока получить депозит и соответствующие проценты. Различают *именные* сберегательные сертификаты и *на предъявителя*.

Вексель — ценная бумага, свидетельствующая о безусловном денежном обязательстве векселедателя уплатить после наступления определенного срока известную сумму денег собственнику векселя (векселедержателю).

Реквизиты векселя:

1. Вексельная метка.
2. Сумма векселя.
3. Наименование трассата (должника).
4. Срок платежа.
5. Место платежа.
6. Ремитент (получатель).
7. Дата и место составления векселя.
8. Подпись векселедателя (кредитора).

Ценные бумаги классифицируют:

- по характеру получаемого дохода;
- по характеру эмитента;
- по срокам существования и месту функционирования;
- прочие ценные бумаги.

По характеру получаемого дохода *ценные бумаги* подразделяют на долговые и инвестиционные. *Долговая ценная бумага* воплощает в себе обязательство эмитента выплатить проценты и погасить основную сумму задолженности в соответствии с согласованным графиком. К долговым ценным бумагам относятся все виды облигаций, коммерческие векселя, закладные независимо от того, кто является их эмитентом и какой срок существования этих бумаг.

Инвестиционная ценная бумага дает ее владельцу право на часть активов эмитента. Она является свидетельством о доле собственника в капитале фирмы. К инвестиционным ценным бумагам относятся все виды акций всех без исключения типов эмитентов.

Долговые и инвестиционные ценные бумаги отражаются в различных статьях баланса фирмы. Для эмитента долговых ценных бумаг — это долгосрочные и краткосрочные займы; они заносятся в статью “Пассивы”. Для эмитента инвестиционных ценных бумаг они заносятся в раздел “Собственный капитал”.

В зависимости от того, кто выпускает ценные бумаги, их подразделяют на типы.

- *Казначейские ценные бумаги*, которые выпускаются от имени центрального правительства. Это один из наиболее надежных видов ценных бумаг. Их обеспечением являются средства государственного бюджета. Наиболее широко применяются казначейские век-

селя и казначейские облигации. Предприятия, находящиеся в собственности государства, выпускают облигации, реже — акции.

- *Муниципальные и коммунальные ценные бумаги*, т. е. ценные бумаги местных органов власти и предприятий, находящиеся в муниципальной собственности. Их обеспечением являются местные налоги или дотации правительства на конкретные проекты. Наиболее распространены муниципальные и коммунальные облигации. Кроме того, выпускаются акции коммунальных предприятий. Их обеспечением служит собственный чистый доход.
- *Ценные бумаги корпораций и финансовых институтов*, имеющих статус акционерного общества открытого типа. К ним относятся акции и облигации, а также вторичные ценные бумаги — права на подписку, опционы, варранты.
- *Ценные бумаги банков* — депозитные сертификаты, чеки, закладные письма и другие собственные долговые обязательства банков.
- *Ценные бумаги предпринимателей* — коммерческие векселя, фьючерсные контракты и др.

Основой для последующей классификации есть место продажи ценных бумаг. В соответствии с этим они подразделяются на ценные бумаги денежного рынка и рынка капиталов. На денежном рынке обращаются краткосрочные ценные бумаги, а на рынке капиталов — средне- и долгосрочные.

Акция — ценная бумага, заверяющая долевое участие владельца в капитале деловой единицы бизнеса, которая имеет статус юридического лица в форме корпорации. Эмиссия акций осуществляется в трех случаях:

- во время акционирования, т. е. учреждения акционерного общества, с целью формирования акционерного капитала;
- когда уже существующая компания преобразуется в акционерное общество;
- при дополнительной мобилизации капитала для увеличения уже имеющегося уставного капитала.

Существует несколько классификаций акций:

- 1) по способу их передачи от одного акционера другому (именные и на предъявителя);
- 2) в соответствии с правом участия в управлении корпорацией (обыкновенные и привилегированные).

Корпорация может выпускать только те виды акций, которые утверждены в ее уставе.

Именными называют *акции*, собственники которых должны быть зарегистрированы в реестре корпорации. О собственниках таких

акций в книге регистрации акционеров делается соответствующая запись с указанием времени и количества купленных акций. Акции на предъявителя не регистрируются корпорацией. Для руководства корпорации более удобными являются именные акции, так как они позволяют контролировать процесс движения акционерного капитала и концентрацию акций в руках отдельных акционеров. Акционеры же отдают предпочтение акциям на предъявителя, потому что они свободно продаются и покупаются на вторичном рынке.

Обыкновенными называют *акции*, собственник которых имеет право голоса на общем собрании акционеров и право на получение дивидендов. Каждая акция наделяет ее собственника одним голосом на общем собрании акционеров. Обыкновенная акция не дает гарантии на получение дивидендов, которые зависят от результатов хозяйственной деятельности корпорации.

Обыкновенные акции могут выпускаться сериями “А” и “Б”. Как правило, серия “А” предусматривается для учредителей корпорации, т. е. лиц, подписавших ее устав, а серия “Б” — для остальных инвесторов. Владельцы акций серии “А” имеют больше прав, а также возможность получения больших дивидендов (плату за риск).

Привилегированные акции являются именными; они гарантируют акционеру получение определенных дивидендов независимо от размера полученного чистого дохода. Привилегированная акция не имеет права голоса, но ее собственник имеет право на первоочередное получение дивиденда, т. е. до выплаты дивидендов по обычным акциям.

Корпорация может выпускать несколько серий привилегированных акций; при этом различные серии имеют разное количество привилегий. Опись привилегий по каждой серии акций размещается на ее сертификате.

Существует несколько подвидов привилегированных акций:

- принимающие и не принимающие участие в распределении сверхприбылей;
- кумулятивные и некумулятивные (в зависимости от возможности получения в будущем объявленных, но не выплаченных дивидендов);
- конвертируемые и неконвертируемые (которые можно или нельзя обменять на другой вид акций).

Стоимость привилегированных акций не должна превышать 10% уставного фонда. Следовательно, они вносят небольшой вклад в финансирование корпорации, но играют большую роль в управлении ею.

Облигацией называют письменное долговое обязательство, в котором эмитент обязуется выполнить определенные условия — обратную выплату полученной денежной суммы и установленного процента вознаграждения. Выпуск облигаций является одной из форм займа капитала. К общим расходам эмитента облигаций относятся:

- суммарные годовые расходы на обслуживание облигаций;
- технические расходы на выпуск облигаций;
- расходы на размещение облигаций.

Гарантией погашения облигаций как срочного долгового обязательства является общая гарантия со стороны эмитента. Этой гарантией является право собственника облигации на часть имущества в случае невыполнения эмитентом своих обязательств, но без права на арест этого имущества.

Различия акций и облигаций состоят в следующем:

- 1) владелец облигаций является кредитором корпорации, в то время как акционер — одним из ее собственников;
- 2) владелец облигации получает по ней проценты, которые являются фиксированными и определенными, в течение определенного, указанного на ней срока. Акционер же получает дивиденды, которые корпорация выплачивает только в случае получения прибыли;
- 3) как и другие кредиторы, владельцы облигаций не имеют права голоса; акционер же имеет право голоса при решении всех вопросов, касающихся его имущественных интересов;
- 4) процентные платежи, выплачиваемые по облигациям, относятся к расходам корпорации. Они вычитаются из облагаемой прибыли. Источником же дивидендов является чистый доход, который остается после выплаты налогов.

Периодические выплаты доходов по облигациям в виде процентов проводятся на основании купона — отрывного талона с напечатанной на нем процентной ставкой. Количество купонов равняется количеству выплат по облигации до ее погашения.

Облигация имеет следующие обязательные элементы: номинал, купонную ставку, дату погашения, договор эмиссии, положение о выплате, обеспечение, рейтинг.

Номинал — денежная сумма, указанная на лицевой стороне сертификата облигации; ее получает собственник в день наступления срока погашения.

Купонная ставка — обусловленный процент от номинальной стоимости, которую эмитент должен выплачивать ежегодно. Хотя купонная ставка устанавливается как годовая, она может выплачиваться по частям, т. е. раз в полугодие или раз в квартал.

Дата погашения — календарная дата, день, когда компания возвращает покупателю сумму, равную номиналу облигации, и прекращает выплату процентов.

Договор эмиссии — контракт на выпуск облигационного займа. Он выполняется в виде договора между эмитентом и трастовой компанией. Трастовая компания является гарантом надежности корпорации перед инвесторами, следит за тем, как эмитент выполняет свои обязательства.

Положение о выплате — пункт договора об эмиссии, согласно которому эмитент создает специальный фонд погашения, из которого проводится выплата процентов и номинальной стоимости облигации. Этот фонд находится под контролем трастовой компании.

Обеспечение — активы или имущество корпорации, которые являются ручательством во время выпуска облигаций. Корпорация может выпускать облигации без обеспечения. Исходя из наличия обеспечения облигации подразделяют на обеспеченные и необеспеченные.

Рейтинг облигаций — оценка инвестиционных качеств облигаций специальными фирмами. Конечно, оцениваются не все выпуски облигаций, а только те, которые имеют широкий вторичный рынок. Облигации, которые имеют высокий рейтинг, называются облигациями инвестиционного класса. Критерием зачисления в этот класс есть достаточно высокая степень достоверности того, что эмитент выполнит свои обязательства в условиях как нормальной, так и неблагоприятной конъюнктуры. Облигации с низким рейтингом считаются спекулятивными.

Облигации, как и акции, имеют номинал и рыночную цену. Рыночная цена облигации, выраженная в процентах к ее номиналу, называется *курсом облигации*. Если рыночная цена облигации выше номинала, то говорят, что она продается с премией. Если же она меньше номинала, то новый владелец покупает ее с дисконтом. Если покупатель платит номинал, то имеет место паритет. Какой бы не была рыночная цена облигации, проценты по ней начисляются по отношению к номиналу.

Существуют так называемые ценные бумаги второго порядка, т. е. ценные бумаги на уже функционирующие ценные бумаги. Их еще называют *правовыми ценными бумагами*. К ним относят права на подписку, опционы, варранты.

Право подписки на акцию — преимущественное право на приобретение акционерами нового тиража ценных бумаг корпорации пропорционально к уже существующему холдингу. Тем самым сохраняется относительная пропорция имущественных интересов акционе-

ров. Правом на подписку могут воспользоваться только собственники обычных акций.

Каждый акционер, который имеет право на подписку, получает от корпорации специальное свидетельство, или сертификат прав, где указывается точное количество акций, которые он может приобрести, а также цена продажи. При этом цена акций ниже номинала.

Право на подписку является краткосрочной ценной бумагой. Срок ее существования ограничен законодательно и не превышает одного месяца. Если акции корпорации котируются на фондовой бирже, то и сертификат прав на подписку также может котироваться на ней. У него появляется собственный курс.

Опцион — ценная бумага, являющаяся результатом опционного контракта, согласно которому один из его участников приобретает право купли или право продажи какого-нибудь количества ценных бумаг по обусловленной цене в течение некоторого периода времени, а другой участник обязуется при необходимости продать или купить ценные бумаги по определенной цене. Собственник опциона имеет право выбора: купить (продать) или не делать этого. Он не несет по опциону никаких других обязательств, кроме уплаты премии.

Варрант является специфическим видом ценных бумаг. Его появление связано с обязательством, которое продавец дает покупателю относительно права собственности на ценные бумаги, находящиеся уже в обращении (например, обычные акции). Владелец варранта может обменять его на указанное в нем количество обычных акций по твердой цене в течение определенного периода времени, если курс акций достигнет обусловленной величины.

Казначейские свидетельства и казначейские облигации выпускаются соответственно на срок от одного года до 10 лет и от 10 до 30 лет. Это высоколиквидные правительственные ценные бумаги, предназначенные для оформления внутреннего государственного долга.

Закладные ценные бумаги выпускаются под уже существующие закладные. *Закладная* — это долговое обязательство, появление которого связано с получением кредита под развитие недвижимости.

Чек — вид ценных бумаг, денежный документ четко установленной законом формы, который содержит приказ собственника текущего счета в финансовом институте о выплате владельцу чека суммы денег, указанной в этом обязательстве. Чек предназначен для упрощения платежного оборота.

Казначейский вексель — краткосрочная облигация казначейства. Они выпускаются на предъявителя. Это высоколиквидные ценные

бумаги, занимающие основное место в портфеле корпораций. Их часто называют *вторыми деньгами*.

Депозитный сертификат — банковская ценная бумага, свидетельство о получении эмитентом денежного вклада. Это ценная бумага с фиксированным сроком и вознаграждением. Выпускается она, как правило, на предъявителя. Эта высоколиквидная ценная бумага имеет активный вторичный рынок.

Коммерческие ценные бумаги — необеспеченные краткосрочные обязательства, которые корпорация выпускает с целью привлечения средств для финансирования текущих операций. Срок их существования — 5–30 дней; реже встречаются коммерческие ценные бумаги сроком до 270 дней.

Отдельная группа ценных бумаг — это долговые обязательства предпринимателей, которые оперируют в сфере оптовой торговли и связаны с будущими платежами.

Фьючерсный контракт — ценная бумага, причиной появления которой является договор о поставке оговоренного количества ценностей в течение определенного периода времени по цене, установленной в момент заключения договора. Ценовая определенность и обязательность выполнения — главные характеристики фьючерсов.

Фьючерсы и опционы по сути схожи: и те, и другие дают возможность приобрести в будущем определенное количество фондовых ценностей. Но между ними существуют также различия:

— фьючерсы не являются актами купли-продажи, это твердое обязательство поставки ценностей;

— фьючерсный контракт включает требование обязательного расчета после окончания его срока. Невыполнение контракта предусматривает компенсацию;

— риск, связанный с фьючерсным соглашением, намного выше, потому что выполнение соглашения обязательно.

Широко используются опционы на фьючерсы, которые дают право купить или продать фьючерс по установленной цене.

8.3

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ КАЧЕСТВА ЦЕННЫХ БУМАГ

Инвестиционные качества ценных бумаг связаны с ценообразованием на рынке ценных бумаг, очень сложным и многофакторным процессом.

В условиях рыночной экономики капитал распределяется с помощью механизма ценообразования.

Цена денежного капитала, которая формируется на финансовом рынке, определяется соотношением между спросом покупателей и предложением продавцов денежных фондов.

Кривая спроса (P_o) на рис. 1 показывает объем спроса на денежные фонды потенциальных владельцев долей капитала и кредиторов, который может быть удовлетворен при соответствующих ценах (дивидендах и процентах) в течение определенного отрезка времени. При условии неизменяемости остальных факторов понижение цены ведет к соответствующему возрастанию спроса. И наоборот, повышение цены служит причиной его падения. Таким образом, существует обратная связь между ценой и величиной спроса. Эта зависимость называется законом спроса.

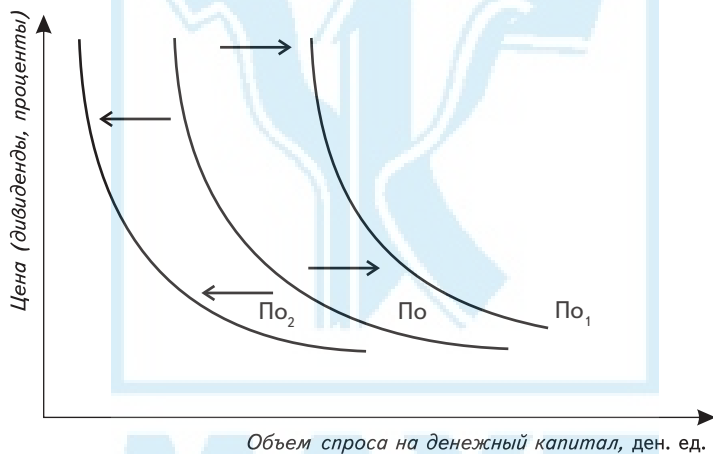


Рис. 1. Динамика спроса на финансовом рынке

Кривая предложения (P_p) на рис. 2 показывает объем спроса на денежный капитал инвесторов и объем ссудного капитала кредиторов, который предлагается по соответствующим ценам (при заданном размере дивидендов, процентов) в течение определенного периода времени. При увеличении дивидендов и процентов увеличивается объем денежного капитала, который предлагается для займов и инвестиций в акции.

Динамика спроса на денежный капитал и его предложения отражена на рис. 3. Установление относительно высоких дивидендов и процентов (C_1) вынуждает собственников денежного капитала увеличивать

его объем, предлагаемый для продажи. Но при высокой цене у потребителей уменьшается желание покупать предлагаемый объем денежного капитала. В таком случае на рынке возникает избыток его предложения.

Если же уровень дивидендов и процентов несколько занижен (C_2), возникает дефицит денежного капитала, предлагаемого для продажи.

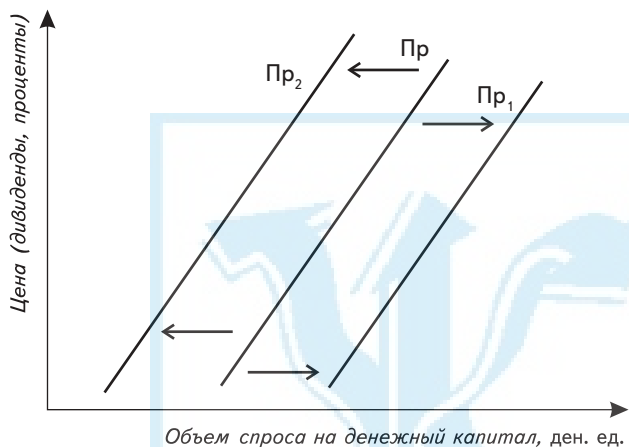


Рис. 2. Динамика предложения на финансовом рынке

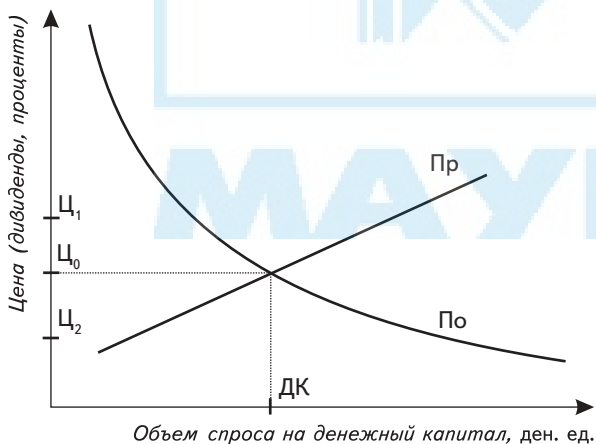


Рис. 3. Равновесная цена и объем денежного капитала, которые определяются спросом и предложением

В обоих случаях цены (C_1 и C_2) невозможно удержать на том же уровне. В первом случае конкуренция между продавцами денежного капитала заставит несколько уменьшить его цену, а во втором конкуренция между потребителями приведет к повышению цен и денежного капитала. В определенный момент времени цена установится на уровне C_0 . Эта цена называется ценой рыночного клиринга, или равновесной ценой. При ней объемы спроса на денежный капитал и его предложения уравниваются.

Рассмотрим подробнее, как изменения спроса и предложения воздействуют на равновесную цену финансового рынка. Предположим, что объем предложения денежного капитала остается постоянным. В случае повышения спроса (P_{o1}) при других неизменных условиях повышается цена и увеличивается объем денежного капитала, который нашел сбыт. При снижении спроса (P_{o2}) снижается цена и сокращается объем продаж денежного капитала (рис. 4, а, б).

При условии, что спрос на денежный капитал на финансовом рынке некоторое время остается неизменным, увеличение предложения (P_r) обуславливает понижение цены и увеличение объема продаж. Если предложение уменьшается (P_{r2}), то уровень цен на финансовом рынке повышается, а объем проданного денежного капитала сокращается (рис. 4, в, г).

Бывают также сложные ситуации изменения цен на финансовом рынке при одновременном колебании спроса и предложения. Когда спрос и предложение изменяются в противоположных направлениях, возможны два случая.

1. При одновременном увеличении предложения и сокращении спроса наблюдается двойной эффект понижения цены, т. е. спад цены будет большим, чем в том случае, когда он является следствием каждого из этих факторов отдельно. Изменения в объеме продаж денежного капитала зависят от относительных параметров изменения спроса и предложения. Ведь увеличение предложения ведет к возрастанию объема продаж, а падение спроса — к их сокращению.

2. При одновременном сокращении предложения и возрастании спроса наблюдается двойной эффект возрастания цены. Объем продаж, как и в первом случае, зависит от относительных параметров изменения спроса и предложения.

Рассмотрим также два случая изменения цены при колебании спроса и предложения в одном направлении.

1. Если спрос и предложение одновременно возрастают, то объем продаж увеличится с двойным эффектом. Цена будет изменяться в зависимости от относительных параметров спроса и предложения. При

возрастании предложения цена понижается, а при возрастании спроса повышается. Если предложение возрастает значительно, чем спрос, то цена на финансовом рынке падает. В противном случае она повышается.

2. Если спрос и предложение одновременно уменьшаются, то объем продаж денежного капитала сократится вдвойне. Цена возрастает, если предложение уменьшается значительно, чем спрос. В противном случае цена будет падать.

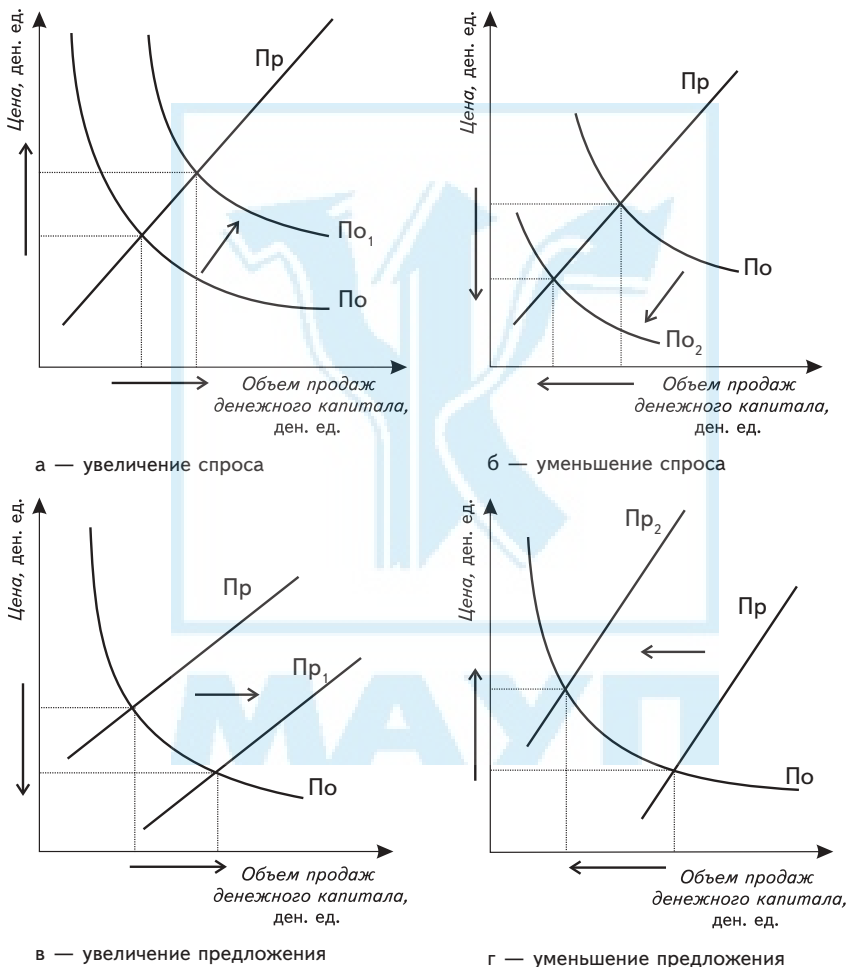


Рис. 4. Влияние изменения спроса и предложения на цену и объем денежного капитала

Цены финансового рынка на денежный капитал фактически отражают уровень доходности этого капитала. Для ссудного капитала доход проявляется в виде процентов, для собственников капитала, который они вкладывают в акции компаний, — в форме дивидендов и прироста капитала, имеющего место в результате дальнейшей купли-продажи акций на финансовом рынке. На распределение денежного капитала в экономике влияет не только доход (цена). Важным фактором является риск, т. е. вероятность убытков для собственников денежного капитала. Следовательно, распределение денежного капитала через финансовый рынок осуществляется в зависимости от ожидаемого дохода и риска.

Размер дивидендов и процентов не может быть произвольным, поскольку чтобы выплачивать их, предприниматель должен иметь определенные доходы. Размер дивидендов и процентов зависит прежде всего от объема прибыли, который получается в результате инвестирования денежного капитала, а также от продолжительности периода, по окончании которого ожидается эта прибыль.

Номинальная процентная ставка C , которая может изменяться под влиянием спроса и предложения, включает такие компоненты:

$$C = C^* + \text{ИН} + \text{НРН} + \text{НЛ} + \text{НРС},$$

где C^* — реальная ставка;

ИН — инфляционная надбавка;

НРН — надбавка за риск неуплаты;

НЛ — надбавка за ликвидность;

НРС — надбавка за риск, связанный со сроком долгового обязательства.

Реальная процентная ставка равна ставке, которая устанавливается по безрисковому обязательству при отсутствии инфляции. Она называется также *свободной от риска*. Фактически реальная процентная ставка равна процентам по краткосрочным казначейским векселям или другим краткосрочным долговым обязательствам правительства при отсутствии инфляции. Реальная процентная ставка не постоянна. На нее влияют прибыльность активов корпорации и желание людей сберегать денежные средства или расходовать их на текущие потребности.

Инфляционная надбавка должна учитываться потому, что инфляция является главным фактором, влияющим на процентные ставки, поскольку под ее воздействием изменяется покупательная способность денежных единиц и уменьшается коэффициент реальной прибыльности инвестиций.

Пример. Сбережения в 10 тыс. ден. ед. инвестированы в краткосрочные государственные ценные бумаги, за которые через год правительство обещает уплатить 7% годовых. Через год собственник такой облигации получит 10700 ден. ед., из которых 10 тыс. ден. ед. — основной долг государства, а 700 ден. ед. — размер процентов. Если на протяжении года инфляция составила 12%, то товар, цена которого в начале года равнялась 10 ден. ед., в конце года стоит 11,2 ден. ед. ($10 + 10 \cdot 12 / 100$). Таким образом, в начале года собственник сбережений мог приобрести 1000 единиц этого товара ($10000 / 10$), а в конце — 961 единицу ($10700 / 11,2$). Несмотря на то что владение государственными ценными бумагами дало их собственнику возможность увеличить за год объем сбережений на 700 ден. ед., инфляция свела их на нет.

Собственник сбережений, одалживая денежный капитал, должен принимать в расчет инфляционную премию, которая равняется темпам инфляции, ожидаемым в течение срока займа. Следовательно, по государственным краткосрочным долговым обязательствам общая величина процентной ставки должна равняться $S = S^* + ИН$. В рассматриваемом примере она составляет 19% номинала ценной бумаги. Исследования подтверждают, что процентные ставки имеют тенденцию изменяться в том же направлении, что и индекс цен на потребительские товары. Увеличение или снижение темпов инфляции ведет к соответствующему колебанию номинальной процентной ставки.

Различают инфляцию предвиденную и непредвиденную. В номинальную процентную ставку закладываются предусмотренные, ожидаемые в будущем темпы инфляции, а не те, которые уже сложились. Например, если в предыдущем году инфляция составляла 4%, а в следующем году ожидается 7%, то для расчета номинальной ставки берут показатель 7%.

Если инфляционная надбавка рассчитана правильно, то ни кредитор, ни заемщик не проигрывают от инфляции. Если же реальное положение предусмотреть невозможно, то средства перераспределяются от кредитора к заемщику или наоборот. При непредвиденном увеличении темпов инфляции страдает кредитор, поскольку получает прибыль ниже запланированной во время заключения соглашения на заем. Например, номинальная ставка на десятилетний заем составляет 15%, из которых 5% — ожидаемая реальная ставка, а 10% — инфляционная надбавка. Фактически за период займа инфляция составила 12%. В результате для кредитора реальная ставка составила не 5%, а 3% ($15 - 12$). Кредитор понес убытки, поскольку

реальная прибыль ниже той, которая ожидалась при заключении соглашения о займе. Когда темпы инфляции непредвиденно сокращаются, потери терпит заемщик.

Таким образом, непредвиденное повышение темпов инфляции приводит к перетеканию средств от кредиторов к заемщикам, тогда как при непредвиденном сокращении темпов инфляции наблюдается обратный процесс. Существуют понятия “нетто-кредитор” (кредитор, чьи финансовые активы превышают пассивы) и “нетто-дебитор” (должник, у которого пассивы превышают активы). Теряет или выигрывает компания в условиях инфляции, зависит от того, большими или меньшими будут непредвиденные темпы инфляции, а также от того, является фирма нетто-дебитором или нетто-кредитором. В общем, нефинансовые компании являются нетто-дебиторами.

Важными факторами, влияющими на величину процентной ставки, являются общее состояние экономики, кредитная и фискальная политика государства.

Надбавка за риск неуплаты — это надбавка за риск невыполнения долговых обязательств заемщиком, что проявляется в неуплате основного долга и процентов. Чем выше достоверность того, что заемщик не выполнит свои обязательства, тем выше риск неуплаты, а следовательно, и надбавка, которая требуется финансовым рынком.

Государственные ценные бумаги считаются гарантированными от неуплаты. Согласно рейтингу инвестиционных агентств ценные бумаги компаний в зависимости от риска неуплаты распределяются на классы. При этом принимаются в расчет платежеспособность эмитента ценных бумаг, объем и структура долга, стабильность денежных потоков. Выделяют такие классы ценных бумаг:

- 1) наивысшего качества;
- 2) очень высокого качества;
- 3) хорошего качества;
- 4) среднего класса;
- 5) ниже среднего класса;
- 6) низкого качества;
- 7) спекулятивные;
- 8) низшего качества.

Каждому из этих классов соответствует свой символ по классификации инвестиционных агентств (табл. 2).

Для определения размера надбавки за неуплату ценные бумаги компаний приравнивают к соответствующим (по продолжительности, ликвидности и другим факторам) правительственным ценным бумагам (табл. 3).

Таблица 2

Классы качества ценных бумаг по классификации инвестиционных агентств США и Канады

Класс качества ценных бумаг	Инвестиционное агентство			
	“Стандарт энд Пуриз” (США)	“Мудиз” (США)	ДБРС (Канада)	СБРС (Канада)
Наивысшего качества	AAA	Aaa	AAA	A++
Очень высокого качества	AA	Aa	AA	A+
Хорошего качества	A	A	A	A
Среднего класса	BBB	Baa	BBB	B++
Ниже среднего класса	BB	Ba	BB	B+
Низкого качества	B	B-Caa	B	B
Спекулятивные	CCC-CC	Ca	CCC	C
Низшего качества	C, ДДД-Д	CC	CC-C	Д

Таблица 3

Номинальные процентные ставки и надбавки за риск неуплаты по долгосрочным обязательствам в 199_г. в США

Класс ценных бумаг	Февраль		Июнь	
	Номинальная процентная ставка	Надбавка за риск неуплаты	Номинальная процентная ставка	Надбавка за риск неуплаты
Обязательства казначейства США	7,8	—	8,6	—
AAA	8,7	$8,7 - 7,8 = 0,9$	9,5	$9,5 - 8,6 = 0,9$
AA	9,2	$9,2 - 7,8 = 1,4$	9,8	$9,8 - 8,6 = 1,2$
A	9,5	$9,5 - 7,8 = 1,7$	10,1	$10,1 - 8,6 = 1,5$
BB	10,1	$10,1 - 7,8 = 2,3$	10,6	$10,6 - 7,8 = 2,8$

Надбавка за ликвидность, или рыночность. Под ликвидностью (рыночностью) ценных бумаг понимается возможность их конвертирования в деньги. Здесь действуют два важных фактора: цена, по которой обязательства могут быть реализованы, и продолжительность времени, которое необходимо для реализации ценных бумаг. Эти два фактора взаимосвязаны. Часто возникает возможность продать ценные бумаги быстрее, если предоставляется достаточная скидка в цене, а при высокой цене на активы они продаются дороже.

О ликвидности финансовых активов судят по возможности продать большой объем ценных бумаг за короткий промежуток времени без значительных скидок в цене. Чем выше рыночность ценных бумаг, тем больше возможностей осуществить значительную по объему операцию с ними по определенной цене.

Активными рынками, т. е. такими, где реализуются ликвидные ценные бумаги, считаются рынки государственных облигаций, акций и облигаций больших компаний, а также обязательства некоторых финансовых посредников. Если ценные бумаги не являются ликвидными, то инвесторы стремятся получить при их покупке определенную надбавку за ликвидность. Чем ниже рыночность долговых обязательств, тем выше должна быть их цена с тем, чтобы привлечь к покупке инвесторов.

Размер надбавки за ликвидность определить очень тяжело.

Надбавка за риск, связанный со сроком долгового обязательства. Чем продолжительнее срок долговых обязательств, тем выше риск колебания рыночной стоимости ценных бумаг. Следовательно, инвесторам необходимо предложить такую надбавку за риск, связанный со сроком обязательств, чтобы заинтересовать их вкладывать деньги в долгосрочные ценные бумаги. Главное предназначение этой надбавки — сделать так, чтобы владельцы денежного капитала вкладывали свои средства в долгосрочные обязательства, а не в краткосрочные.

Уровень процентных ставок и срок погашения ценных бумаг взаимосвязаны. В течение первых 13 лет существует прямая зависимость уровня процентных ставок от срока долгового обязательства. В дальнейшем процентные ставки не изменяются. Это означает, что риск потери доходов в течение этих лет будет одинаковым.

Можно отметить следующие тенденции развития процентных ставок по кредитным обязательствам компании с ограниченной ответственностью:

1. Рыночная стоимость ценных бумаг компаний колеблется под влиянием риска неуплаты, состояния ликвидности этих бумаг и ожидаемой инфляции.
2. Долгосрочные ценные бумаги в целом стоят дороже, чем краткосрочные, т. е. кредиторы стремятся получить больше прибыли по долгосрочным ценным бумагам, чем по краткосрочным.
3. Анализ динамики долго- и краткосрочных кредитных обязательств корпораций свидетельствует о том, что процентные ставки в первом случае выше. Но в условиях инфляции спрос на долгосрочные ценные бумаги компаний падает, поскольку владение краткосрочными дает гарантированный доход в ближайшее время. Цена краткосрочных обязательств повышается, а долгосрочных — снижается.

4. Динамика процентных ставок по долго- и краткосрочным обязательствам компаний и правительства одинакова. При этом доходность ценных бумаг компаний выше, поскольку в связи с риском неуплаты номинальные процентные ставки по ним выше, чем по правительственным ценным бумагам.

На первом месте по доходности находятся акции (схема 13). Они имеют стоимость:

- номинальную, которая указана на бланке акции; она не связана с реальной;
- балансовую, т. е. чистую стоимость активов (количество выпущенных и распространенных акций);
- курсовую, определяемую спросом и предложением на рынке; это текущая цена.

В странах Запада акции классифицируют в зависимости от уровня прибыльности и финансового риска:

- “с голубыми корешками” — акции наиболее мощных корпораций (IBM, “General Motors” и др.); вкладывать деньги в них безопасно, дивиденды стабильные, инвесторы консервативные;
- прибыльные — акции компаний, которые платят дивиденды выше среднего уровня. Эти компании работают стабильно, поэтому спрос на их акции высокий. Как правило, сфера их деятельности — коммунальное хозяйство;
- акции роста, доходы по которым больше среднего уровня, но не превышают 35%;
- спекулятивные — акции молодых корпораций; их цена невысока, поэтому покупка таких акций сопряжена с большим риском;
- циклические, цена на которые то повышается, то падает (как правило, это акции корпораций базовых отраслей).

На втором месте по доходности являются облигации. Наиболее безопасны вклады в облигации государственных и местных займов, так как они гарантируются властями и обеспечиваются имуществом.

Предприятия выпускают облигации на сумму не более 25% уставного фонда. Для привлечения инвесторов им необходимо выполнить определенные условия: обеспечить погашение облигаций, их ликвидность и степень безопасности.

Главный фактор доходности облигаций — это прибыль, которую они приносят. Если на рынке имеются облигации нескольких эмитентов, то спрос выше на те из них, где выше процентная ставка. Цена таких облигаций превышает номинальную. На Западе для оценки качества облигаций инвесторы используют специальные индексы (см. табл. 2).

На третьем месте по доходности — депозитные свидетельства, варранты и т. д.:

- *депозитное свидетельство* — ценная бумага, подтверждающая, что лицо владеет акциями одной из иностранных корпораций, которые хранятся в банке, и имеет право на получение дивидендов и на часть активов последней;
- *Варрант* — специфическая ценная бумага, которая выпускается вместе с привилегированными акциями и облигациями и дает собственнику право на покупку простых акций по обусловленной цене в течение определенного периода. Инвесторы получают прибыль на разнице курсов с простых акций в случае повышения по обусловленной в варранте цене. Это спекулятивные объекты фондового рынка;
- *опцион* — соглашение между партнерами, один из которых выписывает и продает опционный сертификат, а другой — покупает его, т. е. получает право до определенной даты за фиксированную цену приобрести определенное количество акций у лица, которое выписало опцион, или продать их. “Американский” опцион реализуется в течение всего срока; “европейский” — на определенную дату. Главное — предварительно согласовать условия;
- *фьючерс* — контракт, в соответствии с которым заключившее его лицо берет на себя обязательства после окончания определенного срока продать(купить) определенное количество финансовых инструментов по обусловленной цене. Но в отличие от опциона расчет после окончания срока является обязательным.

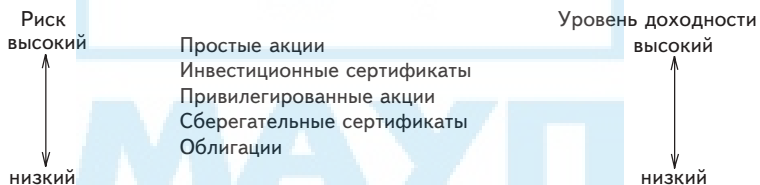


Схема 13. Распределение объектов инвестирования по уровню инвестиционных рисков и доходов

Рынок ценных бумаг Украины продолжает оставаться противоречивым. Несмотря на определенное движение вперед, он не обеспечивает финансирования экономики, так как происходит продажа и перепродажа ценных бумаг, игра на курсовой разнице; инфляция продолжает обесценивать рынок и сдерживает его развитие.

Рынок ценных бумаг не отражает состояния экономики; он ведет к новой волне обогащения инвесторов. Развитию рынка препятствуют кризисы платежей и разрыв хозяйственных связей, что делает проблематичными вложения в ценные бумаги как отечественного, так и иностранного капитала.

Для развития первичного рынка необходимы:

- более широкая и активная приватизация за деньги;
- создание посредников;
- более широкая реализация облигаций фирм;
- создание инвестиционных банков;
- работа фондовых бирж в рамках вторичного рынка;
- небольшие объемы выпуска ценных бумаг.

8.4 ОПЕРАЦИИ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

Дивиденд по привилегированным акциям выражается в процентах к их номиналу; его сумма на одну акцию составляет

$$D_{\text{п}} = N \cdot \text{П}, \quad (1)$$

где N — номинал привилегированной акции;

П — ставка выплачиваемого процента в относительных единицах.

Пример 1. Акционерное общество выпустило 100 привилегированных акций номиналом в 100 грн. Минимальный годовой дивиденд во время эмиссии был объявлен в размере 10% номинала. Определить минимальную сумму, которую акционерное общество должно будет уплачивать ежегодно по привилегированным акциям.

По формуле (1) дивиденд на одну акцию составит $100 \cdot 0,1 = 10$ грн, а дивиденд по всем выпущенным привилегированным акциям — $100 \cdot 10 = 1000$ грн.

Разница между чистым доходом и выплаченными дивидендами по привилегированным акциям называется *доходом на обыкновенную акцию*. Он вычисляется по формуле

$$D_{\text{о}} = (Ч - D_{\text{п}}) / K, \quad (2)$$

где $Ч$ — чистый доход;

$D_{\text{п}}$ — дивиденд по привилегированным акциям;

K — количество обыкновенных акций.

Пример 2. Акционерное общество выпустило 1 тыс. обыкновенных акций. Чистый доход по итогам года составил 100 тыс. грн.

Дивиденд по всем привилегированным акциям был выплачен в размере 20 тыс. грн. Определить доход на обыкновенную акцию.

По формуле (2) доход на обыкновенную акцию составит $100000 - 20000 / 1000 = 80$ грн.

Поскольку на выплату дивиденда по обыкновенным акциям может идти не вся сумма дохода, его величина характеризуется дивидендным выходом (ДВ)

$$ДВ = Див / До, \quad (3)$$

где Див — дивиденд на обыкновенную акцию;

До — доход на акцию.

Дивиденд на обыкновенную акцию объявляется в абсолютных единицах, например 5 грн на акцию либо 15 дол. на акцию. Объявление дивидендов по обыкновенным акциям в виде годовых ставок процентов является некорректным с точки зрения мировой практики.

Пример 3. Коммерческий банк в годовом отчете привел такие данные на одну обыкновенную акцию: доход — 50 грн, объявленный дивиденд — 50 грн. Определить дивидендный выход.

Дивидендный выход составляет $50 / 50 = 1$, т. е. весь доход на обыкновенную акцию был выплачен в виде дивиденда.

Пример 4. В объявлении банка указано, что дивиденд по привилегированным акциям за квартал будет выплачен в размере 24% годовых. Определить сумму дивиденда, если номинал акции составляет 100 грн.

По формуле (1) сумма дивиденда за квартал равна $100 \cdot 0,25 \cdot 0,24 = 6$ грн.

Рыночная цена акций определяется спросом на них, который зависит от различных факторов: уровня выплачиваемого дивиденда, репутации акционерного общества, перспектив его развития, качества рекламы. Ценность акций с учетом спроса на них характеризуется показателем P_e :

$$P_e = \frac{\text{рыночная цена акции}}{\text{доход на акцию за год}}. \quad (4)$$

Этот показатель используется для сравнительной оценки качества акций различных акционерных обществ. Кроме того, для оценки качества акций на рынке используется коэффициент котировки.

$$\text{Коэффициент котировки} = \frac{\text{рыночная цена акции}}{\text{книжная цена акции}}. \quad (5)$$

Книжная (учетная) цена акции характеризует долю собственного капитала акционерного общества, которая приходится на одну акцию, и состоит из номинальной стоимости, доли эмиссионной прибыли

(накопленной разницы между рыночной ценой проданных акций и их номинальной стоимостью) и доли накопленной прибыли, вложенной в развитие акционерного общества.

Пример 5. В годовом отчете банковской корпорации “Best” (США) за 1996 г. приведены такие данные на одну акцию (в долларах): цена по книгам — 17,67; диапазон рыночных цен на протяжении года — 31,275 — 8,126; доход на одну акцию — 1,53.

Определить диапазон изменения ценности акции и коэффициент котировки.

По формуле (4) ценность акций в течение года составляла от 8,126 / 1,53 ≈ 5,311 до 31,275 / 1,53 ≈ 20,441.

По формуле (5) коэффициент котировки составлял от 8,126 / 17,67 ≈ 0,46 до 31,275 / 17,67 ≈ 1,77.

Источником дохода от инвестирования средств в облигации есть выплачиваемые по ним проценты, а также разница между ценой, за которую они приобретаются, и их номинальной стоимостью, по которой они выкупаются эмитентом. При расчетах доходности покупки облигаций используют понятие их курса, который определяется по формуле

$$P_o = (P / H) \cdot 100, \quad (6)$$

где P — цена облигации;

H — номинал облигации.

При заданном курсе цена облигации

$$P = (P_o \cdot H) / 100. \quad (7)$$

Пример 6. Облигации номиналом в 200 грн продаются по цене 195 грн. Определить курс облигаций.

По формуле (6) $P_o = (195 / 200) \cdot 100 \approx 97,5$.

Пример 7. Курс государственных краткосрочных облигаций номиналом в 50 грн составляет 47,5. Определить цену облигации.

По формуле (7) $P = (47,5 \cdot 50) / 100 = 23,75$ грн.

Если проценты по облигациям не выплачиваются, источником дохода от их приобретения будет разница между ценой выкупа (номиналом) и ценой их приобретения. Такие облигации называют дисконтными. Доход от приобретения дисконтных облигаций

$$W = H (1 - P_o / 100), \quad (8)$$

где H — номинал дисконтной облигации;

P_o — курс облигации.

Пример 8. Облигации номиналом в 100 грн продаются по курсу 77,5. Определить сумму дохода от приобретения 100 облигаций.

По формуле (8) доход от приобретения одной облигации составит $100 \cdot (1 - 77,5 / 100) \approx 22,5$ грн, а доход от приобретения 100 облигаций — $100 \cdot 22,5 = 2250$ грн.

Опционом называют двустороннее соглашение о передаче права на куплю или продажу ценных бумаг по определенной цене на определенную дату. При этом покупатель опциона получает право на покупку или продажу ценных бумаг, а продавец берет на себя обязательства продать или купить финансовые активы по требованию покупателя.

При соглашениях с опционами их участники рассчитывают на противоположные тенденции. Покупатель опциона на покупку рассчитывает на повышение курса акций, а продавец — на снижение. Если курс акций окажется ниже указанного в опционе на покупку, его покупатель получит прибыль за счет курсовой разницы (за вычетом премии продавцу опциона), а продавец понесет убытки. Если курс акций снизится, сохранится или незначительно повысится, то покупателю опциона будет невыгодно его реализовывать, и он понесет убытки в размере премии, выплаченной продавцу при выписывании опциона. Продавец опциона на покупку в этом случае без всякого вложения средств получит прибыль в размере премии.

Пример 9. Курс акций составляет 100 грн. Игрок, который рассчитывает на повышение курса акций, покупает опцион на покупку акций по фиксированной цене 120 грн, заплатив при этом премию 30 грн за акцию. Определить результаты соглашения, если по окончании срока опциона курс акций составил: а) 200 грн; б) 110 грн.

а. Если курс акций составил 200 грн, покупатель опциона реализует свое право на покупку. При этом его прибыль на одну акцию составляет $200 - 120 - 30 = 50$ грн.

Если продавец не будет иметь акции на момент предъявления ему требований на продажу, он вынужден будет купить их по цене 200 грн и продать их держателю опциона по 120 грн. С учетом полученной премии его убытки составят 50 грн на акцию.

Если продавец опциона будет иметь акции на момент предъявления требований на их продажу, его убытки будут связаны с недополученной прибылью, поскольку он будет вынужден продать акции по цене ниже рыночной.

б. Если курс акций составил 110 грн, держателю опциона будет невыгодно его реализовывать, и он откажется от своего права. При

этом его убытки и, соответственно, прибыль продавца опциона будут равняться размеру выплаченной премии — 30 грн на акцию.

8.5

ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ПОСРЕДНИКИ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ

В Украине первичное размещение ценных бумаг среди потенциальных инвесторов обеспечивают КБ, брокерские конторы ЦФБ, инвестиционные фонды, инвестиционные компании, доверительные общества, холдинговые фирмы (торговцы ценными бумагами). Все посредники ищут свою нишу.

Коммерческие банки как депозитарные финансовые посредники могут быть эмитентами не только акций и облигаций, но и инструментов денежного рынка — депозитных и сберегательных сертификатов, векселей. Если на основе эмиссии акций и облигаций формируются собственный и ссудный капиталы банка, то выпуск векселей и сертификатов можно рассматривать как форму привлечения так называемых управляемых депозитов, или неотзывных вкладов.

Право эмиссии собственных акций и облигаций получают только те КБ, которые организованы в форме акционерного общества, а депозитные сертификаты и векселя может выпускать любой КБ независимо от организационно-правовой формы.

Действующими нормативными актами предусмотрено, что при учреждении акционерного банка, а также преобразовании банка с паевого в акционерный все его акции должны быть распределены между учредителями банка, т. е. допускается только закрытое распространение акций первого выпуска. Первый выпуск акций банка должен полностью состоять из обыкновенных акций. Его регистрация и продажа банком-эмитентом полностью освобождаются от обложения налогом на операции с ценными бумагами.

Следует подчеркнуть, что при реализации акций банка их первым собственником, т. е. при первичном размещении акций сам банк не имеет права приобретать их за свой счет (на свой баланс). Но на вторичном рынке банки могут быть покупателями своих собственных акций. Действующее законодательство не налагает ограничений на размер закупки акций банком.

Многие акционерные банки проявляют довольно высокую активность на вторичных рынках собственных акций. Основная цель опе-

раций по купле-продаже собственных акций — поддержать их рыночный курс.

Депозитный сертификат представляет собой денежный документ, который заверяет внесение в банк средств на определенное время. Он имеет фиксированную ставку процента. Внесенные в банк средства могут быть изъяты только по предъявлении правильно оформленных сертификатов. Депозитные сертификаты могут быть куплены на протяжении всего периода их действия, а проценты по ним начисляются с дня приобретения. Они рассматриваются как управляемые пассивы, которые банк может привлечь самостоятельно путем предложения более высоких процентов. Они являются альтернативой ликвидным активам, которые банки должны держать в качестве вторичных резервов для совершения непредусмотренных платежей.

Сроки действия депозитных сертификатов — от 10 дней до 8 лет, соответственно их сумма — от 500 до 5 млн дол. Процентные ставки зависят от размера и срока вклада. Большинство сертификатов не может быть передано другим лицам. До окончания определенного срока можно изъять средства из банка, только заплатив за это штраф.

Отличие депозитных сертификатов от сберегательных состоит в том, что первые сертификаты могут выдаваться только юридическим лицам, а вторые — только физическим.

Во время выпуска срочных сертификатов банк может предусмотреть возможность досрочного предъявления их к оплате. При досрочной оплате банк выплачивает собственнику сертификата его сумму и проценты, но по заниженной ставке, установленной банком предварительно, при выдаче сертификата.

По истечении срока получения вклада по сертификату последний становится документом до востребования, и банк обязан выплатить всю его сумму по первому требованию владельца. В этой связи у банков возникает риск одновременного предъявления к оплате большого количества просроченных сертификатов, что вызывает необходимость держать большие свободные резервы.

Коммерческие банки могут распространять сертификаты как через свои филиалы и отделения, так и через брокерские фирмы на условиях комиссии.

Коммерческие бумаги — это краткосрочные обязательства без обеспечения, которые выпускаются крупными банками с высокой ликвидностью. Цель их выпуска — получить краткосрочные средства

для финансирования сезонных потребностей в оборотном капитале; номинал — 1 тыс. дол.; сроки действия — 30–270 дней. Вторичный рынок этих обязательств практически отсутствует.

Инвесторы приобретают коммерческие ценные бумаги потому, что по ним доход выше, чем по государственным фондам или казначейским векселям. Для эмитентов выпуск коммерческих ценных бумаг также выгоден, так как процент по ним ниже, чем по банковским ссудам. Коммерческие бумаги продаются фирмой-эмитентом или непосредственно инвестору, или через дилера-посредника, который получает прибыль на разнице между ценами купли и продажи. Непосредственно размещается 55–60% этих ценных бумаг.

Банк-эмитент должен иметь хороший рейтинг кредитоспособности. Как правило, на сумму выпуска открывается кредитная линия, которая является гарантией погашения коммерческих бумаг по окончании срока их действия.

Коммерческие банки как эмитенты на рынке Украины сегодня преобладают, что видно из данных, обобщенных специалистами МВФ в 1996 г. (табл. 4).

Таблица 4

Эмитенты	Объем выпуска ценных бумаг, %
Банки	74
Промышленные предприятия	14
Строительные организации	4
Сельхозпредприятия	1
Транспортные предприятия	1
Предприятия связи	1
Предприятия других отраслей	5
Всего	100

На рынке ценных бумаг именно банки наиболее последовательно придерживаются стратегии самостоятельной работы на первичном рынке своих акций. Во-первых, высокая доходность банковского бизнеса обеспечивает и высокий спрос на их акции. Во-вторых, при создании почти всех коммерческих банков уже изначально закладывается принцип первоочередного размещения почти всего объема новых эмиссий среди учредителей и влиятельных акционеров. В-третьих, банковский топ-менеджмент опасается, что даже незначительная по-

теря контроля над эмиссией акций может привести к нежелательному перераспределению власти среди акционеров банка. Ясно, что во всех этих случаях банки либо не нуждаются в услугах профессиональных посредников, либо не желают пользоваться ими.

Под *трастовыми операциями* понимают такие, при совершении которых банки выступают в роли доверенного лица своих клиентов — частных лиц и корпораций. Трастовые функции настолько важные и разные, что у многих банков слово “траст” входит в название банка.

Трастовые отношения предусматривают наличие трех сторон: учредителя траста; лица, которое получает право на управление капиталом и право распоряжаться им на доверительной основе (доверенного лица); лица, которое имеет право на получение доходов от деятельности траста (бенефициара). *Соглашение* между учредителем траста и доверенным лицом называют *доверительным* или *трастовым*.

Наибольшее распространение трастовые операции получили в США, где ими занимается более 4,5 тыс. финансовых учреждений, большинство из которых — коммерческие банки. Чаще всего осуществляются различные трастовые операции с ценными бумагами, которые принадлежат как частным лицам, так и различным фирмам. Они обеспечивают коммерческим банкам не только получение дополнительных доходов, но и возможность укрепления связей и установления контроля над крупными корпорациями и их денежными средствами. В США коммерческие банки используют траст как способ преодоления установленных для них дополнительных ограничений на операции с ценными бумагами.

Трастовые услуги для частных лиц подразделяются на три группы:

1. Распоряжение имуществом после смерти собственника.
2. Управление имуществом в форме траста. Банк управляет различными видами имущества, инвестируя средства в доходные активы; распоряжается и доходом, и основной суммой в соответствии с трастовым соглашением.
3. Агентские услуги, при оказании которых банк действует от имени и по поручению своего клиента (принципала) на основе соглашения, заключенного на определенный срок. Отличие агентских услуг от собственно трастовых состоит в том, что в случае траста банк как доверенное лицо получает юридическое право на распоряжение собственностью, а при агентских отношениях право на собственность остается у принципала.

К агентским услугам для частных лиц относятся:

- хранение ценностей в сейфе;

- хранение активов клиента (банк, действуя по инструкции клиента, выполняет активные действия по получению доходов по ценным бумагам, обмену и купле-продаже ценных бумаг, погашению облигаций, а также сообщает принципалу о поступлениях на счета по ценным бумагам);
- управление активами в качестве агента или представителя (банк проводит коммерческие операции с ценными бумагами или осуществляет инвестирование по поручению клиента). Выполняя функции по управлению активами, банк анализирует состояние портфеля ценных бумаг, наблюдает за курсами ценных бумаг, которые находятся в портфеле клиента, дает рекомендации по формированию портфеля, осуществляет куплю-продажу ценных бумаг, получает все виды доходов по поручению клиента, оформляет страховые полисы, сдает в аренду недвижимость.

К трастовым услугам для фирм и акционерных обществ относятся:

- распоряжение активами, т. е. управление различными фондами (пенсионными, премиальными, фондами погашения задолженности), выпуск облигаций, обеспеченных ценными бумагами, которые хранятся на условиях траста;
- временное управление делами акционерного общества во время его реорганизации, банкротства, ликвидации или других обстоятельств. Траст-отдел банка действует как доверенное лицо по передаче прав собственности, по оплате долгов или по управлению имуществом в пользу кредиторов;
- агентские услуги, когда банк выступает в роли агента компании по трансферту, т. е. по передаче прав собственности на акции и именные облигации от одного собственника к другому, или в роли регистратора, депозитария и агента по выплате дивидендов по акциям и процентов по облигациям компании, по выкупу привилегированных акций и подписных сертификатов.

Инвестиционные компании и фонды — это организации, которые осуществляют коллективные инвестиции в ценные бумаги. Они выпускают и продают собственные ценные бумаги, в основном мелким индивидуальным инвесторам, и на полученные средства покупают ценные бумаги предприятий и банков, обеспечивая своим вкладчикам доход по акциям. По сути, они управляют средствами своих акционеров, поэтому их называют *инвестиционными трастами*.

Инвестиционные компании и фонды концентрируют в своих руках значительные средства мелких вкладчиков, которые в конечном счете направляются на развитие производства. Поэтому они пользуются поддержкой со стороны государства.

Отличие инвестиционных компаний от фондов весьма условно и зависит от особенностей данной страны.

Например, инвестиционные институты в России различаются по характеру деятельности. Инвестиционная компания занимается организацией выпуска ценных бумаг и их размещением, вложением средств в ценные бумаги, а также их куплей-продажей от своего имени и за свой счет. Ресурсы инвестиционных компаний формируются за счет собственных средств учредителей и эмиссии собственных ценных бумаг. Инвестиционные компании имеют право продавать собственные акции только юридическим лицам.

Инвестиционные фонды осуществляют выпуск акций с целью мобилизации денежных ресурсов инвесторов и их вложения от имени фонда в ценные бумаги, а также на депозитные счета и вклады. Никакими другими видами деятельности инвестиционный фонд заниматься не может.

В других странах используются иные подходы. Например, в Германии инвестиционные компании отличаются от фондов не столько функциями, сколько масштабами. Большинство инвестиционных компаний являются дочерними компаниями банков и не имеют собственного крупного капитала. Согласно уставу они не имеют права на приобретение контрольных пакетов акций предприятий. Участие в капитале со стороны инвестиционной компании носит чаще всего пассивный характер. Это так называемое финансовое участие, которое продолжается на протяжении многих лет без активного вмешательства в деятельность предприятий.

Инвестиционные фонды Германии, наоборот, являются самостоятельными финансовыми институтами, которые имеют крупные капиталы. Капитал фонда формируется за счет средств как физических, так и юридических лиц. Часто фонды приобретают 60–80% капитала предприятий и активно управляют ими на протяжении нескольких лет. Затем фонд продает свою часть капитала другим инвесторам непосредственно или через фондовую биржу.

Инвестиционные компании и фонды различаются формой управления. Инвестиционная компания, как и любое общество, управляется советом директоров и дирекцией либо правлением. В инвестиционных фондах функция управления обычно передается внешнему управляющему, т. е. организации, которая не является собственником фонда.

Инвестиционные фонды как наиболее крупные учреждения коллективных инвестиций в ценные бумаги имеют особое значение в тех

странах, где много потенциальных мелких инвесторов. Они могут быть открытыми и закрытыми. Инвестиционные фонды закрытого типа выпускают и размещают ценные бумаги без обязательства их выкупа у собственников. Поэтому, как правило, они размещают свои акции среди ограниченного и наперед определенного круга инвесторов.

Закрытость фонда означает также, что аккумулированный в нем капитал не может быть ни увеличен путем дополнительного выпуска акций, ни уменьшен посредством погашения части акций. Поэтому такие фонды называют также *компаниями с постоянным капиталом*. Они широко распространены в мире и исторически образовались ранее открытых фондов.

Акции закрытых фондов и инвестиционных компаний обеспечивают свою ликвидность через движение на фондовых биржах. Вложенные в эти акции средства рассматриваются как способ долгосрочного размещения средств, так как закрытость фонда обеспечивает его управляющим возможность беспрепятственного совершения долгосрочной инвестиционной стратегии. Часть акций закрытых компаний вообще не поступает на биржу.

Открытый инвестиционный фонд концентрирует ценные бумаги и продает их всем желающим с обязательством выкупа у собственников в любое время. Объем акций, которые выпускает фонд, не ограничен. При необходимости в любое время может быть осуществлена дополнительная эмиссия. Поэтому такие финансовые институты называют инвестиционными фондами или компаниями с переменным капиталом. В разных странах их называют по-разному: например, в США — взаимные фонды, в Великобритании — доверительные паевые фонды, во Франции — совместные фонды инвестиций.

Открытые фонды отличаются от закрытых особым порядком распределения прибыли. Их прибыль полностью возвращается акционерам в форме дивидендов или увеличения долевой части. Отсюда разный порядок налогообложения. Открытые инвестиционные компании пользуются налоговыми льготами, а компании закрытого типа облагаются налогом на прибыль как все другие акционерные общества.

Акции инвестиционных фондов и компаний открытого типа продаются по ценам, которые определяются ежедневно или еженедельно. Эта цена называется *стоимостью актива-нетто*; она точно соответствует биржевой стоимости соответствующей части портфеля ценных бумаг данной компании. Например, американские взаимные фонды стараются начислять дивиденды почти ежедневно и поддерживать номинальную стоимость активов стабильной, делая капиталовложения в краткосрочные кредитные обязательства.

Особой разновидностью инвестиционных фондов открытого типа являются *взаимные фонды денежного рынка*. От обычных они отличаются тем, что инвестируют средства не в акции, а в краткосрочные ценные бумаги, частные или государственные: депозитные сертификаты коммерческих банков, коммерческие бумаги, акцептованные банками векселя, краткосрочные бумаги правительства, муниципальные облигации.

При проведении своей деятельности компании могут ориентироваться на разные целевые установки: на получение более или менее высокой и стабильной прибыли или на увеличение стоимости самих ценных бумаг, т. е. увеличение вложенного капитала. Возможно также сочетание этих целей.

При формировании стратегии инвестирования необходимо использовать так называемое золотое правило инвестирования: **доход от вложений в ценные бумаги прямо пропорционален риску, на который готов пойти инвестор ради достижения желаемого дохода**. Минимально необходимая для инвестора норма прибыли равна норме прибыли по безрисковым инвестициям плюс премия за риск по данной инвестиции.

Обычно инвестиционные компании и фонды не гарантируют своим вкладчикам получения фиксированных доходов. Они обеспечивают на профессиональном уровне максимально эффективное вложение средств, но без твердых гарантий. При этом вкладчики имеют возможность выбора между портфелями ценных бумаг разных фондов.

В зависимости от характера инвестиционной стратегии инвестиционные фонды и компании условно делятся на категории:

- 1) инвестирующие капитал в ценные бумаги с ограниченным риском колебания их курсов;
- 2) ориентирующиеся на увеличение объема прибыли при повышенном риске колебаний курсов ценных бумаг;
- 3) осуществляющие диверсификацию финансовых активов;
- 4) специализирующиеся на капитализации процентных ставок денежного рынка.

К первой категории относятся учреждения коллективных инвестиций, покупающие преимущественно государственные, муниципальные и частные облигации, которые на западном фондовом рынке считаются наименее рискованными видами ценных бумаг. У них самые низкие комиссионные надбавки: за подписку — не более 4%, за управление ценными бумагами — 0,25–0,6%.

Ко второй категории относятся компании, осуществляющие долгосрочные инвестиции. Они покупают акции, конвертируемые облигации и производные от акций ценные бумаги. Клиентами таких компаний являются лица, которые соглашаются на повышенный риск при размещении хотя бы части своих активов. Комиссионные надбавки в этой категории наиболее высокие: за подписку — до 6%, за управление — до 1,5%. Сюда относятся американские объединенные трасты и управленческие компании.

К третьей категории относятся компании и фонды, осуществляющие диверсификацию долгосрочных вложений средств в различные ценные бумаги. Такая диверсификация является надежным способом ограничения риска потери капитала. Для осуществления такой инвестиционной стратегии необходимо иметь довольно значительный капитал. Уровень комиссионных надбавок в этой категории средний: за подписку — не более 5%, за управление — 1%.

К четвертой категории относятся компании, специализирующиеся на капитализации процентных ставок денежного рынка. Это взаимные фонды денежного рынка. Такие компании осуществляют инвестиции на очень короткие сроки, занимаются даже однодневными сделками. Поэтому риск потери капитала тут незначительный. Комиссионные надбавки за подписку, как правило, не берутся, потому что компания специализируется на краткосрочных инвестициях. Клиентами таких фирм являются частные лица, которые желают получить более высокий процент за свои деньги по сравнению со сберегательной кассой, и фирмы, которые вкладывают свободные средства.

Для создания инвестиционной компании или фонда необходим начальный капитал, минимальный размер которого устанавливается законодательством каждой страны. Он вносится учредителями. Если учредители не занимаются непосредственно управлением этими компаниями, то они называются спонсорами. Как правило, учредителями могут быть любые юридические и физические лица. Чаще всего это общества, корпорации, инвестиционные банки, которые имеют право на ведение операций с ценными бумагами, консультационные фирмы.

В каждой стране есть свои ограничения по возможностям основания инвестиционных компаний и фондов. В США, например, существуют ограничения на участие коммерческих банков и банковских холдингов в создании инвестиционных компаний. Пути преодоления этих ограничений таковы:

- в каждом конкретном случае банки через суд могут получить право на организацию или управление инвестиционной компанией;

— банки могут использовать специальное “правило Y”, введенное Федеральной Резервной Комиссией США. В соответствии с ним коммерческие банки могут быть менеджерами некоторых инвестиционных компаний (прежде всего тех, которые вкладывают деньги в государственные ценные бумаги). В России существуют ограничения на участие в учреждении инвестиционных фондов со стороны юридических лиц, основанных на смешанной форме собственности, т. е. с участием средств государства или муниципальных органов.

Формы внесения начального капитала учредителями зависят от организационных особенностей инвестиционной компании. Если компания основывается как инвестиционный траст, то уставный капитал полностью вносится спонсорами; под него выпускают акции, которые распределяются между акционерами.

Если компания основывается в форме акционерного общества, то начальный капитал принимает форму акционерного. Начальная продажа акций проводится путем их размещения между ограниченным количеством учредителей. Необходимо, чтобы набранный капитал отвечал объему необходимого минимального капитала, установленно-го законодательством.

Во время регистрации компании возможен вариант внешнего управления. В некоторых случаях он предусматривается законодательством. Например, в России инвестиционные фонды должны иметь внешнего управляющего. Для европейских и американских инвестиционных фондов типична ситуация, когда управляющим является один из спонсоров. В любом случае между управляющим и советом директоров инвестиционной компании заключается договор об управлении активами.

Юридическое или физическое лицо, выполняющее функции спонсора при создании компании и формировании ее начального капитала, после регистрации становится ее менеджером. В контракте об управлении предусматривается размер вознаграждения или управленческого сбора, который отчисляется менеджеру из прибыли. Управленческий сбор устанавливается в процентах от объема капитала, который подлежит управлению, и имеет вид регрессивной шкалы в зависимости от увеличения объема капитала.

После формирования начального капитала компании и эмиссии акций начинается их первичное размещение. В закрытых компаниях этот процесс проходит иначе, чем в открытых. В большинстве стран компании закрытого типа имеют право выпускать не только обычные, но и привилегированные акции и облигации при условии их покрытия активами компании.

Инвестиционные компании открытого типа не имеют права выпускать какие-либо долговые обязательства и привилегированные акции.

Продажа акций осуществляется через посредников и брокеров. Довольно часто размещением акций занимается сам управляющий. Акции размещаются по так называемой базовой цене, которая включает в себя рыночную стоимость соответствующих долей активов компании и торговый сбор.

В размещении акций могут принимать участие посредники (андеррайтеры). Они покупают у инвестиционной компании весь пакет выпущенных акций по “чистой” цене, т. е. без торгового сбора, а потом продают их мелкими партиями по цене, которая включает их комиссионные. На развитом фондовом рынке покупателем этих пакетов акций является брокер. Он, в свою очередь, продает акции конечным собственникам по объявленной цене, которая включает его комиссионные.

Например, если объявленная цена акции составляет 1000 дол., а торговый сбор установлен в размере 6%, то инвестиционная компания продает акции андеррайтеру по цене 940 дол. Торговый сбор в размере 60 дол. за акцию делится в определенном соотношении между андеррайтером и брокером. Конечный инвестор покупает акцию по объявленной цене в 1000 дол.

Холдингом называют такую форму акционерного владения капиталом, при которой “держательская” (материнская, главная) компания обладает контрольным пакетом акций дочерних фирм, объединенных в единую структуру, и обеспечивает управление и контроль над всеми входящими в ее состав предприятиями.

Способом формирования и функционирования холдинговых компаний является эмиссия и обращение ценных бумаг (главным образом акций и облигаций).

При создании холдинга происходят концентрация и централизация капитала под единым управлением. Это дает возможность объединить усилия и инвестиции для решения проблем, которые не могут решить отдельные предприятия.

Функции холдинговых систем:

1) инвестиционно-финансовая:

- централизация и концентрация у главного холдинга капитала и соответственно основных источников доходов всех дочерних фирм;
- осуществление совместной эмиссии ценных бумаг;
- заключение кредитных соглашений под гарантии всего холдинга;
- осуществление единого инвестиционного процесса;

— консолидация финансовой отчетности с целью уменьшения налогообложения;

2) производственная и научно-техническая; проявляется в увеличении и постоянном наращивании интеллектуального потенциала для развития новых направлений производства, его модернизации, рациональном размещении мощностей и персонала на дочерних предприятиях;

3) единая комплексная маркетинговая политика. Интеграция в единую систему позволяет фирмам, объединенным общими целями и под единым руководством, на принципиально новой основе решать такие задачи:

— контролировать поступления материальных ресурсов;

— обеспечивать мониторинг их хранения, транспортировки и использования;

— оптимизировать дистрибьюторскую сеть с целью увеличения размера прибыли отдельных фирм и холдинга в целом, повышения имиджа фирмы.

Конечной целью таких мероприятий является обеспечение постоянного повышения курсовой стоимости, ликвидности и надежности выпущенных холдингом акций;

4) управленческая; состоит в реализации холдинговыми системами проверенной на практике единой концептуальной политики в сфере планирования, регулирования, контроля, учета и отчетности. Инструментом реализации этой политики являются:

— участие руководителей материнской компании в наблюдательных советах своих дочерних фирм;

— создание “мозговых центров” консолидации учета и отчетности;

— внутренний аудит.

Сложность классификации холдинговых систем заключается в большом количестве типологических признаков, которые позволяют дифференцировать или объединять холдинги в зависимости от тех или иных качеств компаний, входящих в их состав. Приведенная классификация является предметом дискуссий и потому достаточно условна (табл. 5).

Различные формы слияния промышленно-торгового и банковского капитала, которые создают совместный капитал холдинга, определяются целями, задачами и особенностями их функционирования. Как правило, существует два варианта взаимопроникновения капитала:

— торгово-промышленный капитал, вторгаясь в финансово-банковскую сферу, подчиняет себе ее деятельность, преобразовывает кредитные и страховые компании в свои дочерние предприятия;

— банковский капитал, осуществляя диверсификацию своих инвестиций, перетекает в сферу производства и обращения, приобретая контрольные пакеты акций промышленных и торговых фирм.

Таблица 5

Классификация холдинговых систем

Типологический признак	Варианты построения холдинговых структур	Особенности создания, управления и контроля
1	2	3
1. Долевое участие во владении и управлении капиталом: а) по удельному весу капитала и степени управляемости компаниями	Материнская компания владеет 100% капитала дочерней Материнская компания владеет более 50% акций дочерней Холдинговая компания владеет пакетом акций, который превышает по размерам собственность других акционеров Холдинговая компания владеет пакетом акций, который вместе с акциями объединенных в блок компаний превышает размер собственности других акционеров	Полный контроль Решающее влияние Решающее влияние, за исключением случаев объединенного противодействия других акционеров Решающее влияние при условии сохранения единства блока компаний
б) в зависимости от системы участия в капитале холдинга	Материнская компания — промышленно-торговый капитал, дочерняя — финансово-банковское учреждение Материнская компания — финансово-банковское учреждение, дочерние — торгово-промышленные компании	Стратегия и тактика проникновения, слияния и использования промышленного, торгового и банковского капитала
в) по форме взаимного владения капиталом	Круговой холдинг, перекрестный холдинг	Диверсификация направлений инвестирования и использования капитала с учетом НТП, усиление взаимного влияния материнских и дочерних фирм

1	2	3
г) по юридическому статусу собственников холдинга	Учредители — государственные юридические лица Учредители — юридические лица Учредители — юридические и физические лица	Государственное регулирование, налоговая, таможенная и кредитная политика
2. Характер целей и функций холдинга	Чистый холдинг Смешанный холдинг	Основная цель компании — управление и контроль за капиталом холдинга Материнская компания, наряду с управлением и контролем, занимается торговой, кредитно-финансовой и др. деятельностью
3. Способ управления дочерними компаниями, его иерархия и участники: а) в зависимости от внутренней холдинговой иерархии управленческих структур б) в зависимости от состава участников	Холдинг — (материнская компания — дочерняя компания) Холдинг — субхолдинг — дочерняя компания Холдинг — дочерняя компания — внучатая компания Банковский, безбанковский	Разные варианты системы участия в капитале, количество уровней управления холдинговой системой, характер взаимоотношений в эшелонах управления Разные формы участия в холдингах финансово-кредитных учреждений (банков, страховых компаний и др.) и капитала
4. Принципы построения холдинговых систем: а) в зависимости от специализации компаний и участников б) по территориальному расположению предприятий, компаний и учреждений холдинга	Одноотраслевой, межотраслевой, региональный, межрегиональный	Выбор варианта структуры управления

1	2	3
5. Принадлежность холдинговых систем юрисдикции одного или нескольких государств	Холдинги, которые действуют в границах территории одного государства Международные холдинги	Создание и деятельность регулируются законодательством одного государства Руководствуются международным правом, нормативными актами международных организаций, законодательством отдельных государств

Во второй половине нашего столетия широкое развитие получили такие формы взаимного владения капиталом, как круговой и перекрестный холдинги.

Круговым холдингом называют систему, в которой дочерняя компания, подчиненная главной, приобретая акции своего вышестоящего учредителя, становится одновременно совладельцем его капитала. Тогда и дочерняя компания получает возможность в определенной мере контролировать деятельность материнской.

Перекрестные холдинги (кросс-системы) — такая форма участия капитала двух или нескольких структур, при которой одни материнские компании являются совладельцами пакетов акций дочерних фирм, которые входят в состав холдинговых систем других материнских фирм. Например, в дочерней фирме “Рено-Грузовики” 45% акционерного капитала принадлежит концерну “Вольво-АВ”, а шведские фирмы “Вольво-ТРАК” и “Вольво — Кар” соответственно на 45% и 25% принадлежат французской компании “Рено”.

Круговой и перекрестный холдинги характерны для тех коммерческих структур, деятельность которых трудно регулировать с точки зрения государственных органов. В некоторых странах они запрещены.

Учредителями холдинговых систем могут быть юридические и физические лица. В составе юридических лиц следует выделять государственные холдинговые компании, которые выполняют две функции: — инвестируют средства в контролируемые ими дочерние предприятия; — защищают их от неблагоприятного правительственного вмешательства.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Перечислите структурные элементы рынка ценных бумаг.
2. В чем коренное отличие рынка ценных бумаг от других видов рынка?
3. Кто такие брокеры, дилеры и джобберы? Их роль на рынке ценных бумаг.
4. Какие вы знаете принципы функционирования рынка ценных бумаг?
5. Назовите виды классификаций ценных бумаг.
6. Чем определяются инвестиционные качества ценных бумаг?
7. Каков главный критерий ликвидности финансовых активов?
8. Перечислите основных институциональных посредников фондового рынка и их отличия друг от друга.



РЫНОК СРЕДНЕ- И ДОЛГОСРОЧНЫХ БАНКОВСКИХ КРЕДИТОВ

- ◆ Суть и специфика рынка средне- и долгосрочных банковских кредитов.
- ◆ Функции кредита.
- ◆ Виды и нормы банковских кредитов.
- ◆ Основные направления денежно-кредитного регулирования (влияние кредита на развитие макроэкономических процессов).
- ◆ Общие методы денежно-кредитной политики.

9.1 СУТЬ И СПЕЦИФИКА РЫНКА СРЕДНЕ- И ДОЛГОСРОЧНЫХ БАНКОВСКИХ КРЕДИТОВ

Ссудный капитал — это 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.

Источники банковских кредитов таковы:

- временно свободные денежные средства государства и лиц, на добровольной основе передаваемые финансовым посредникам для последующей капитализации и извлечения прибыли. Они фиксируются на депозитных счетах, в соответствующих КБ и обеспечивают владельцам фиксированный доход в форме процентов по вкладам;

- средства, временно высвобождающиеся в процессе кругооборота промышленного и торгового капитала.

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.

Исходя из целевой направленности выделяемых банками кредитных ресурсов, можно дифференцировать рынок ссудных капиталов на такие сегменты:

- денежный рынок — совокупность краткосрочных кредитных операций, обслуживающих движение оборотных средств;
- рынок 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.

Особенность этого рынка сегодня — централизованное регулирование кредитных отношений в экономике со стороны государства через НБУ. Это содействует формированию полноценной системы безналичного денежного обращения, а также расширению перечня услуг и операций КБ.

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

- среднесрочные ссуды — 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 — 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. У нас они не используются широко из-за общей нестабильности экономики и меньшей доходности по сравнению с краткосрочными кредитными операциями (в 1994 г. они составили 5–7 % общей стоимости выданных кредитов).

9.2 ФУНКЦИИ 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.

9.3 ВИДЫ И НОРМЫ БАНКОВСКИХ КРЕДИТОВ

В основу классификации видов кредитов положены такие признаки:

1. В зависимости от формы организации кредитных отношений:
 - межхозяйственный — кредитные отношения между отдельными предприятиями в процессе их расчетных взаимоотношений, а также между предприятиями и органами управления в процессе их финансового взаимодействия. Он включает в себя:
 - коммерческий кредит, для которого характерна товарная форма; отсрочка платежа оформляется векселем;
 - дебиторско-кредиторскую задолженность, которая возникает между субъектами хозяйственной деятельности;
 - временную финансовую помощь на условиях возвратности;
 - банковский — кредитные отношения, в которых одной из сторон является КБ.
 - государственный — совокупность кредитных отношений, в которых заемщиком является государство, а кредиторами — юридические и физические лица. Его назначение — мобилизация государственных средств для финансирования государственных расходов (дефицита бюджета), а также регулирования экономики. Он может иметь различные формы: товарную, государственного займа, инструментом которого являются ценные бумаги.
2. В зависимости от целевого направления:
 - производственный;
 - потребительский.
3. По срокам пользования:
 - среднесрочный, краткосрочный, долгосрочный;
 - до востребования;
 - просроченный, срок пользования которым истек;
 - отсроченный, для которого по просьбе заемщика был перенесен срок.
4. В зависимости от обеспечения: обеспеченный и бланковый (необеспеченный).

5. По методам предоставления:

- в разовом порядке;
- в соответствии с открытой кредитной линией;
- гарантированный, когда КБ берет на себя обязательства предоставить его клиенту при необходимости.

6. По характеру и способу уплаты процентов:

- с фиксированной ставкой процента;
- с плавающей;
- с уплатой процентов одновременно с получением кредита (дисконтный).

7. В зависимости от количества кредиторов:

- выданный одним банком;
- консорциальный;
- параллельный.

8. В зависимости от качественной характеристики:

- наивысшего качества;
- удовлетворительный;
- маржинальный;
- критичный;
- убыточный, который подлежит списанию.

НБУ подразделяет кредиты на стандартные, нестандартные и безнадёжные.

9.4 ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ (ВЛИЯНИЕ КРЕДИТА НА РАЗВИТИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПРОЦЕССОВ)

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

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

Общие методы денежно-кредитной политики:

- учетная (дисконтная) политика, которая предусматривает повышение НБУ ставки по кредитам и побуждая КБ сокращать кредитование;
- операции на открытом рынке — продажа или покупка НБУ государственных ценных бумаг, банковских акцептов и других кредитных обязательств по рыночному или заранее объявленному курсу;
- установление норм обязательных резервов КБ, которое способствует улучшению банковской ликвидности; вместе с тем это прямо ограничивает инвестиции.

Существуют также селективные методы:

- контроль по отдельным видам кредитов;
- регулирование риска и ликвидности банковских операций.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Что такое ссудный капитал?
2. В какой форме движется ссудный капитал?
3. Почему экономисты по-разному смотрят на функции кредита?
4. Дайте классификацию банковских кредитов.
5. Сформулируйте основные направления денежно-кредитного регулирования.
6. Перечислите методы денежно-кредитной политики.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ И РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ



1. *Алексеев М. Ю.* Рынок ценных бумаг. — М.: Финансы и статистика, 1992.
2. *Бороздин П. Ю.* Ценные бумаги и фондовый рынок. — М.: УОП ИЛА РАН, 1994.
3. *Гольцберг М. А.* Акционерные общества. Фондовая биржа. Операции с ценными бумагами. — К.: Текст, 1992.
4. *Жуков Е. Ф.* Ценные бумаги и фондовые рынки. — М.: Банки и биржи, 1995.
5. *Рынок ценных бумаг и его финансовые институты: Учеб. пособие /* Под ред. В. С. Торкановского. — СПб.: АО “Комплект”, 1994.
6. *Фінанси зарубіжних корпорацій: Навч. посібник /* В. М. Суторміна, В. М. Федосов, Н. С. Рязанова / За ред. В. Н. Федосова. — К.: Либідь, 1993.
7. *Фондовий ринок України: Навч. посібник /* Керівник авт. кол. В. В. Оскольський. — К.: УФБ “Скарбниця”, 1994.
8. *Цінні папери: сутність, біржові операції, обіг.* — К.: Поліграфкнига, 1992.

МАУП

СОДЕРЖАНИЕ

<i>Введение</i>	3
Тема 1. Сущность финансового рынка	5
Тема 2. Структура финансового рынка	10
Тема 3. Денежный рынок и его составляющие	21
Тема 4. Учетный рынок	25
Тема 5. Межбанковский рынок	30
Тема 6. Валютные рынки	35
Тема 7. Рынок капиталов	44
Тема 8. Рынок ценных бумаг	47
Тема 9. Рынок средне- и долгосрочных банковских кредитов	98
<i>Список использованной и рекомендуемой литературы</i>	105



МАУП

Конспект лекцій призначений для вивчення фінансового ринку, ролі та функцій властивих йому категорій. Розглянуто характерні особливості основних його елементів — грошового ринку та ринку капіталів. Приділено увагу питанням розвитку фінансових ринків України.

Для студентів економічних спеціальностей та всіх, хто цікавиться сутністю фінансового ринку.



Редактор *С. Г. Агдєва*
Коректор *А. А. Тютюнник*
Комп'ютерна верстка *А. Б. Нефедов*
Оформлення обкладинки *О. В. Овчинніков*

Реєстраційне свідоцтво ДК № 8 від 23.02.2000

Підп. до друку 20.09.01. Формат 60×84/16. Папір офсетний. Друк офсетний.
Ум. друк. арк. 7,5. Обл.-вид. арк. 5,8. Тираж 8000 пр. Зам. № 1894

Міжрегіональна Академія управління персоналом (МАУП)
03039 Київ-39, вул. Фрометівська, 2, МАУП

Акціонерне товариство закритого типу "Укртиппроєкт"
03057 Київ-57, вул. Ежена Потье, 12