

Министерство образования и науки Украины  
Донбасская государственная машиностроительная академия

**Конспект лекций**  
по дисциплине  
**«Финансовый рынок»**  
(для студентов специальности 7.050104  
всех форм обучения)

Утверждено  
на заседании кафедры  
«Финансы»  
Протокол № от .

Краматорск 2003 г.

УДК 336.76

Конспект лекций по дисциплине «Финансовый рынок» (для студентов специальности 7.050104 всех форм обучения) / Сост.: В.М. Гридасов, С.В. Кривченко, О.Е. Исаева. – Краматорск: ДГМА, 2004. - 112 с.

Содержит основные теоретические и практические аспекты функционирования финансового рынка.

Составители:	Гридасов В.М., доцент, к.т.н., Кривченко С.В., ассистент, Исаева О.Е., ассистент.
--------------	---

Ответственный за выпуск	Елецких С.Я., доцент, к.э.н.
-------------------------	------------------------------

## Содержание

Введение	4
1. Предмет дисциплины «Финансовый рынок»	5
2. Субъекты и инфраструктура финансового рынка	9
3. Общая характеристика финансового рынка	16
4. Финансовые услуги на учетном рынке	26
5. Финансовые услуги на валютном рынке	33
6. Финансовые услуги на фондовом рынке: структура и особенности	52
7. Структура и особенности функционирования кредитного рынка	78
8. Теория формирования эффективного инвестиционного портфеля	96
Перечень рекомендованной литературы	112

## ВВЕДЕНИЕ

Построение рыночной экономики в Украине требует кардинального улучшения подготовки высококвалифицированных кадров финансистов, в подготовке которых важное место отводится учебному курсу «Финансовый рынок».

Цель дисциплины – подготовка квалифицированных специалистов в сфере финансовых услуг – специфической сферы денежных отношений, которые возникают в процессе движения финансовых фондов между государством, юридическими и физическими лицами с помощью специализированных финансовых институтов.

Задача дисциплины – помочь будущим специалистам сформировать комплексное понимание взаимосвязей на финансовом рынке и системы специализированных институтов; определить роль государства на финансовом рынке.

На финансовом рынке происходит перелив средств, при котором они перемещаются от тех, кто имеет излишек, к тем, кто нуждается в инвестициях. При этом, как правило, средства направляются от тех, кто не может их эффективно использовать, к тем, кто использует их продуктивно. Это способствует не только повышению продуктивности и эффективности экономики в целом, а и улучшению экономического благосостояния каждого члена общества.

На финансовом рынке те, кто имеет свободные финансовые ресурсы, передают их на разных условиях другим участникам рынка, которые опосредованно через субъектов рынка или непосредственно используют привлечённые ресурсы для финансирования разных отраслей экономики, обеспечения потребностей населения и государственного бюджета. Финансовые ресурсы предоставляются на условиях займа или на условиях совладения, когда инвестор приобретает права собственности на приобретение за инвестируемые средства материальные или нематериальные активы.

Поскольку передача в пользование капитала происходит через продажу финансовых активов, которые отображают права на получение дохода на вложенный капитал, финансовый рынок можно определить как рынок, на котором выпускают, продают и покупают финансовые активы. Финансовый рынок представляет собой систему экономических и правовых отношений, связанных с куплей-продажей или выпуском и обращением финансовых активов. Субъектами этих отношений выступают государство, а также те, которым необходимы инвестиции, и финансовые посредники, которые на стабильной, упорядоченной основе обеспечивают перераспределение финансовых ресурсов между участниками рынка.

## **1 Предмет дисциплины «Финансовый рынок»**

- 1. Понятие финансового рынка, его место и задачи в современной системе рыночных отношений.**
- 2. Структура и классификация финансовых рынков, их структура и характеристика.**

-1-

Финансовый рынок в современной рыночной экономике является одним из сегментов общего рынка и имеет сложный синтетический характер, который является связующим звеном между товарным рынком и рынком рабочей силы.

Значительная часть управляющих воздействий на экономические объекты осуществляется через финансовый контур, а некоторые из них формируются в самом контуре. К их числу относятся процессы распределения и перераспределения финансовых ресурсов при помощи финансового рынка.

Современный финансовый рынок – рынок, на котором присутствуют продавцы и покупатели. Но товар этот особый – деньги, предоставляемые в пользование.

Финансовый рынок также многолик и многообразен как и общий рынок, но предмет купли-продажи по сути дела один – деньги, предоставляемые в пользование в различных формах. Хозяйственные объекты, имеющие избыток средств, предоставляют их субъектам, испытывающим недостаток в средствах.

Таким образом, финансовый рынок это механизм перераспределения капитала между кредиторами и заемщиками при помощи посредников на основе спроса и предложения на капитал. На практике представляет совокупность кредитно-финансовых институтов, направляющих поток денежных средств от собственников к заемщикам и обратно. Главная функция рынка финансовых услуг состоит в трансформации бездействующих денежных средств в ссудный капитал. Эта функция выполняется решением следующих задач:

1) Финансовый рынок представляет эмитентам возможность мобилизовать внутренние источники финансирования и временно свободные денежные ресурсы для долгосрочных инвестиций и удовлетворения других потребностей.

2) Финансовый рынок обеспечивает перелив капитала между его участниками, способствуя концентрации финансовых ресурсов в наиболее рентабельных сферах экономики.

3) Финансовый рынок представляет инвесторам (юридическим и физическим лицам) возможность сформировать свой инвестиционный портфель наилучшим образом с точки зрения сохранности капитала от инфляции и в целях получения дополнительного дохода.

Основными признаками развитого финансового рынка являются стабильность нормативно-правовой базы, информационная прозрачность операций и участников рынка (эмитентов и инвесторов), достаточно большой круг участников и высокотехническая инфраструктура. Наличие этих признаков обеспечивает для коммерческих организаций быстрое и эффективное привлечение для своих потребностей денежных средств финансового рынка.

-2-

Финансовый рынок разделяется на денежный рынок и рынок капиталов.

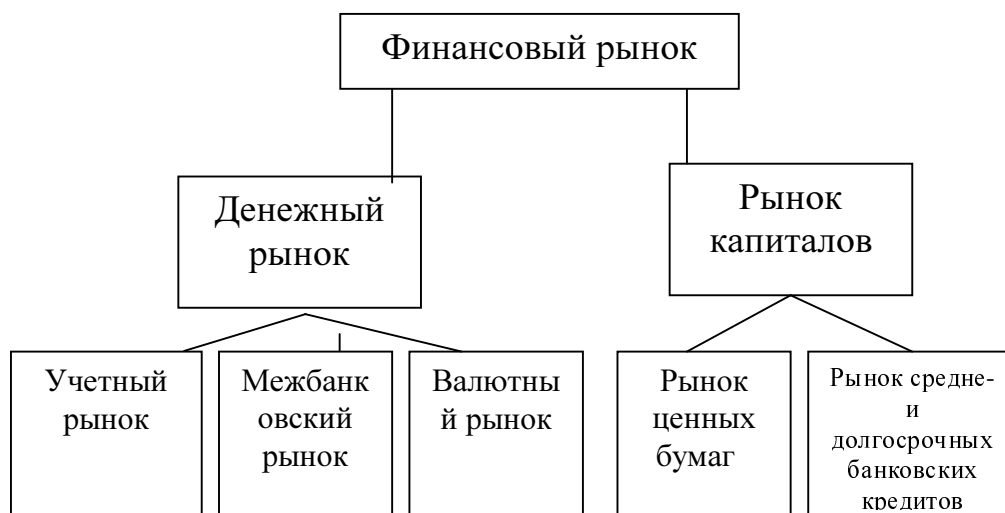


Рисунок 1.1 - Схема структуры финансового рынка

Денежный рынок – рынок находящихся в обращении наличных денег и выполняющих аналогичные функции краткосрочных денежных средств.

К учетному рынку относится тот, на котором основными элементами являются казначейские и коммерческие векселя, другие виды краткосрочных обязательств, главная характеристика которых – высокая ликвидность и мобильность. Обеспечивает гибкую подачу наличности в казну государства и дает возможность получать доход на временно свободные денежные средства.

Межбанковский рынок – часть денежного рынка, 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 1,3,6 месяцев – предельные сроки от 1 дня до 2 лет.

Валютные рынки обслуживают международный платежный оборот, связанный с оплатой денежных обязательств юридических и физических лиц разных стран. Специфика международных расчетов заключается в отсутствии общепринятого для всех стран платежного средства. Поэтому необходимым условием расчетов по внешней торговле, услугам, инвестициям, межгосударственным платежам является обмен одной валюты на другую в форме покупки или продажи иностранной валюты. Валютные рынки – официальные центры, где совершается купля-продажа валют на основе предложения.

Рынок капиталов охватывает рынок ссудного капитала, кратко- и долгосрочные кредиты, а также ценные бумаги.

Рынок ссудного капитала служит важнейшим источником долгосрочных инвестиционных ресурсов для правительства, корпораций, банков. Если денежный рынок представляет высоколиквидные средства в основном для удовлетворения краткосрочных потребностей, то рынок ссудного капитала обеспечивает долгосрочные потребности в финансовых ресурсах.

Недостаток оборотных средств заставляет многие предприятия прибегать к этому виду кредита. Долгосрочный кредит, необходимый для модернизации и создания основных фондов можно практически получить только в форме ралловерного кредита (т.е. кредита по плавающей процентной ставке).

Рынок ценных бумаг особо выделяется в структуре финансового рынка, т.к. объектом купли продажи на нем является весьма специфический товар, который называется ценными бумагами.

Ценная бумага – это своеобразный аналог денег в виде денежного документа, дающего владельцу гарантированное право на получение определенной суммы денежных средств или удостоверяющий его право имущественного владения в установленном применительно к данному документу порядке.

Рынок ценных бумаг расширяет и облегчает всем субъектам экономики доступ к получению необходимых им денежных ресурсов. Выпуск акций позволяет получать эти ресурсы бессрочно, т.е. на все время существования предприятий; выпуск облигаций обеспечивает получение кредита на более выгодных, чем у банков, условиях. Это уже сейчас способствует развитию рынка ценных бумаг. Существует также несколько дополнительных способов классификации рынков в зависимости от того, с каких позиций рассматриваются финансовые сделки.

□ По принципу возвратности финансовый рынок делится на рынок долговых обязательств и рынок собственности.

На рынке долговых обязательств (например, облигация, вексель, кредитный договор) деньги предоставляются в долг на время. На рынке собственности (акции) покупают и продают право на получение дохода от вложенных средств.

□ По характеру движения ценных бумаг финансовый рынок подразделяется на первичный и вторичный.

На первичном рынке продаются и покупаются бумаги новых выпусков.

На вторичном рынке обращаются ранее выпущенные ценные бумаги.

На первичном рынке ценные бумаги продаются, а на вторичном – перепродаются.

Первичный рынок способствует росту капитала и рациональному распределению источников нового инвестирования.

Вторичный рынок обеспечивает гибкость перемещения финансовых средств, постоянно поддерживает рациональную структуру сети инвесторов, существенно облегчая структурную реорганизацию экономики.

Вторичный рынок ценных бумаг имеет чрезвычайно важное значение для экономики. Он обеспечивает свободный перелив финансовых средств между хозяйствующими субъектами.

В активах каждой фирмы, как правило, присутствуют ценные бумаги выпущенные другими хозяйствующими субъектами и приобретенные фирмой. Эти бумаги представляют резервный капитал фирмы.

Первичный рынок существует в основном в виде разветвленной сети финансовых брокеров (официальных посредников и дилеров).

Вторичный рынок – это, как правило, фондовые биржи и та часть брокерской и дилерской сети, через которую проходят операции по перепродаже ценных бумаг.

На бирже в основном перепродаются так называемые списочные акции, т.е. акции ограниченного числа крупнейших и наилучших компаний, включенных в биржевой список (попасть в список – большая честь для компании, для этого она должна удовлетворять определенным требованиям по составу активов и биржевому поведению).

Акции подавляющего большинства компаний продаются на так называемом уличном рынке – распределительную компьютерную сеть дилеров и брокеров.

Эффективность выполнения двух основных функций финансового рынка – индикатора конъюнктуры и перелива капиталов – зависит, главным образом, от ликвидности рынка и степени его монополизации.

Ликвидность финансового рынка означает его емкость, т.е. способность поглощения ценных бумаг. Емкость рынка определяется прежде всего числом участников фондовых сделок. Чем больше число участников как эмитентов(учреждений или предприятий, проводящих



эмиссию ценных бумаг), так и инвесторов, тем больше объемы сделок с ценными бумагами, быстрее их оборот, шире возможности контроля за профессиональными работниками.

Неликвидный рынок характеризуется небольшим количеством участников, скудным выбором ценных бумаг, малым объемом сделок, существенным разрывом в ценах покупателей и продавцов.

Неликвидный рынок не отражает в полной мере движения действительного и ссудного капиталов, и, следовательно, дает искаженное представление о рыночной конъюнктуре.

Повышению ликвидности рынков в значительной степени способствует их спекулятивная форма. Если на первичных рынках спекулятивная составляющая принимает форму учредительской прибыли, то на вторичных рынках она выступает как игра на курсовой разнице.

На эффективность функционирования финансового рынка большое влияние оказывает также степень его монополизации, которая имеет своеобразные формы проявления. Это обуславливается, во-первых, однородной финансовой формой выражения инвестиционного спроса и предложения, во-вторых, обособлением финансовых рынков от рынков конкретных инвестиционных товаров. В условиях монополизации финансовый рынок перестает быть индикатором общеэкономической структуры.

Все инструменты финансового рынка вне зависимости от того, к какому из его сегментов они принадлежат, обладают важнейшими свойствами, присущими всем финансовым активам: ликвидность, рыночный риск, доходность.

Под ликвидностью понимается свойство, способность финансового средства превращаться в деньги. При определении степени ликвидности обычно учитываются время, за которое можно превратить данное финансовое средство в деньги, и затраты, связанные с таким превращением. Высшим уровнем ликвидности обладают сами деньги.

Например: для превращения в деньги сберегательного счета необходимо время на оформление документов, а для того, чтобы продать казначейское обязательство необходимо и время и оплата брокерских услуг. Поэтому сберегательные счета более ликвидные.

Рыночный риск связан непосредственно с возможностью не получить вложенные в финансовые активы деньги. Различают два вида риска:

- риск невыполнения платежных обязательств заемщиком. Существует, когда заемщик является ненадежным;
- риск, связанный с колебанием рыночных цен финансовых инструментов.

Доходность определяется в виде годового процента отдачи от вложенной суммы денег. Для сберегательного счета доходность

фактически равна годовому проценту; для облигаций доходность зависит от величины объявленного процента и рыночной цены облигации.

Все три компонента связаны между собой.

Например, чем больше риск несут ценные бумаги, тем, как правило, выше по ним доходность. Чем больше ликвидность, тем под более низким процентом их приобретают.

## **2 Субъекты и инфраструктура финансового рынка**

- 1. Понятие и основные элементы инфраструктуры финансового рынка.**
- 2. Участники финансового рынка.**

-1-

Инфраструктура финансового рынка – это составные части финансовой деятельности рыночной экономики, носящие обслуживающий характер по отношению к финансовому рынку и обеспечивающие его нормальное функционирование.

Возникновению финансового рынка должно предшествовать формирование необходимой для этого инфраструктуры, которая должна включать в себя следующие структурные образования:

- фондовые и валютные биржи;
- брокерские компании;
- коммерческие банки;
- инвестиционные и инновационные фонды и др.

Охарактеризуем более конкретно содержание деятельности каждого образования отдельно.

**Фондовая биржа** – это учреждение финансового типа, главной задачей которого является сосредоточение в одном месте спроса и предложения ценных бумаг и других видов финансовых ресурсов; это форма рынка, на котором осуществляется купля-продажа ценных бумаг, работающая на основе определенных принципов, заключающихся в следующем:

- проверка качества и надежности продаваемых ценных бумаг;
- установление на основе аукционной торговли единого курса на одинаковые ценные бумаги одного эмитента;
- гласность совершаемых на бирже операций.

Этим достигается установление цен, курса ценных бумаг и выявление потребностей у одних лиц в получении нужных им финансовых ресурсов, и

у других – в выгодном инвестировании, вложении свободных денежных средств.

На фондовых биржах продаются и покупаются акции и облигации акционерных компаний, а также облигации государственных займов. При этом операции осуществляются как с ранее выпущенными ценными бумагами, так и с теми, эмиссия которых только что завершена, однако в любом случае – только если они зарегистрированы на бирже.

Фондовая биржа имеет свой устав, определяющий порядок управления, состав членов, условия их приема и структуру биржевых органов. Биржевой комитет (совет управляющих) создает специальную комиссию, которая решает вопрос о допуске новых ценных бумаг к котировке.

Условия получения права котировки очень жесткие, но выгода регистрации на бирже существенна.

Биржа как организационно оформленная структура имеет в своем составе ряд звеньев, подразделений (биржевые брокеры, маклеры).

Кроме того, в структуре биржи обычно представлены справочные и консультационные бюро, работают нотариусы, оформляющие сделки, и аукционисты, координирующие процесс труда.

**Валютная биржа** – это учреждение, в котором осуществляется купля-продажа иностранной валюты и формируются текущие курсы валют (валютные котировки) на основе фактического спроса и предложения. Валютой называется денежная единица страны, участвующей во внешнеэкономическом обмене и других формах международных связей, требующих денежных расчетов.

Национальная денежная единица (рубль, гривна, доллар) в качестве валюты приобретает международную цену – валютный курс. В качестве валют выступают бумажные деньги, в той или иной мере исполняющие функции мировых денег как заменителей золота.

В рамках международного валютного фонда (МВФ) создан правовой механизм для регулирования рынка взаимного обмена и обратимости (конвертируемости) валют стран-членов МВФ.

В основном функции валютных бирж аналогичны функциям бирж других типов с учетом специфики обращающегося на них товара: котировка валют, оформление сделок купли-продажи, регулирование межгосударственного перелива капитала.

Другим местом встречи продавцов и покупателей валют стали аукционы. Они выглядят либеральнее чем биржи. Аукционы проводят банки, имеющие генеральную валютную рецензию, самостоятельно – сделки осуществляются без посредников; происходит простой ценовой конкурс покупателей и сделки заключаются по сложившемуся курсу. Но к участию в конкурсе допускаются только юридические лица.

**Брокерские компании и фирмы** – это официальные организации, занимающиеся посреднической деятельностью на биржах при заключении сделок между покупателями и продавцами разнообразных товаров, валют, ценных бумаг и других ценностей на товарных и финансовых рынках. Они действуют по поручению и за счет клиентов, получая за посредничество определенную плату.

Мировая практика выработала разнообразие категории брокерской деятельности, среди которых наиболее распространенными являются валютные, страховые, биржевые.

Валютные брокерские фирмы специализируются на купле-продаже иностранной валюты, не смотря на то, что этот вид операций в основном является сферой деятельности банков.

Страховые брокеры – посредники, которые находят клиентам, нуждающимся в определенном виде страхования, наиболее подходящую в данном случае компанию.

К биржевым брокерам относятся те, которые совершают посреднические операции с ценными бумагами, товарами, обращающимися на бирже.

**Коммерческие банки** – финансовые предприятия, создаваемые на паевых и акционерных началах, осуществляющие финансово-кредитные и расчетные операции по поручению клиентов на договорных началах.

Коммерческие банки привлекают финансовые средства от вкладчиков и используют собранные средства от собственного имени на предоставление займов и кредитов и приобретение ценных бумаг.

Вкладчики – физические и юридические лица – являются собственниками средств и предоставляют банкам их в пользование.

Привлечение средств оформляется в виде чековых и сберегательных счетов, срочных вкладов, различных счетов по заемным и принятым на хранение средствам. С точки зрения банка эти счета и вклады являются долговыми обязательствами под перечисленные средства и поэтому относятся к пассивам.

С другой стороны, имеющиеся средства, включая собственный акционерный капитал, банк размещает между различными активами. Часть из них – займы бизнесу и населению, залоговые кредиты, приобретенные ценные бумаги – приносят проценты, другие – наличность, вклады в центральном и других коммерческих банках – являются беспроцентными.

### **Инвестиционные фонды и инвестиционные компании.**

Отличие инвестиционных фондов и инвестиционных компаний достаточно условно и зависит от особенностей страны. В украинской хозяйственной практике эти два вида инвестиционных институтов отличаются друг от друга по характеру деятельности.

Инвестиционные компании занимаются организацией выпуска ценных бумаг и их размещением, вложениями 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 на имеют права формировать свои привлеченные ресурсы за счет средств населения.

**Инвестиционные фонды** – разновидности кредитно-финансовых структурных образований, которые аккумулируют денежные средства частных инвесторов путем эмиссии собственных ценных бумаг и помещают их в акции и облигации предприятий в своей стране и за рубежом. Они обычно выпускают крупный пакет акций при образовании компании, а кроме того - набор долговых обязательств (облигаций). Привлеченные средства инвестиционные компании вкладывают в акции корпораций.

Инвестиционные фонды выполняют важную двуединую функцию – формируют первичный рынок ценных бумаг и способствуют снижению риска у покупателей акций.

С этой целью инвестиционные фонды выпускают свои акции. Их могут приобретать отдельные граждане, используя для этого как собственные сбережения, так и средства приватизируемых вкладов.

Инвестиционные фонды осуществляют выпуск акций с целью мобилизации денежных средств инвесторов и их вложение от имени фонда в ценные бумаги, а также на депозитные счета и вклады. Никакими другими видами деятельности инвестиционные фонды заниматься не могут.

**Инновационные фонды** – это фонды финансовых ресурсов, создаваемые с целью финансирования новейших научно-технических разработок как на безвозвратной, так и на возвратной основах. Задача инновационных фондов состоит в том, чтобы оказывать финансовую помощь тем научным коллективам, вложение средств в разработку которых связано с большим коммерческим риском. Эти фонды образуются, в основном, путем спонсорских взносов предприятий, отечественных и зарубежных фирм, банков. Распределяются на конкурентной основе после поступивших заявок.

Инновационные фонды могут быть открытыми и закрытыми.

Инвестиционные фонды открытого типа выпускают и размещают ценные бумаги без обязательств их выкупа у держателей. Поэтому, как правило, они размещают свои акции среди ограниченного и заранее определенного круга инвесторов.

Закрытость фонда означает, что аккумулированный в нем капитал не может быть ни увеличен через дополнительный выпуск акций, ни уменьшен через погашение части акций.

Акции закрытых фондов и инвестиционных компаний обеспечивают свою ликвидность через обращение на фондовых биржах. Вложение средств в эти акции рассматривается как способ долговременного помещения средств, так как закрытость фонда обеспечивает его управляющим возможность беспрепятственного осуществления долгосрочной инвестиционной стратегии.

Открытый инвестиционный фонд, в отличие от закрытого, эмитирует ценные бумаги и продает их всем желающим с обязательством их выкупа у вкладчика в любое время. Объем акций, выпускаемых открытыми фондами, не ограничен.

Особой разновидностью инвестиционных фондов открытого типа являются взаимные фонды денежного рынка. Они отличаются от обычных фондов тем, что инвестируют средства не в акции, а в краткосрочные ценные бумаги, частные или государственные. В числе таких бумаг: депозитные сертификаты коммерческих банков, коммерческие бумаги, акцептованные банком векселя, краткосрочные бумаги правительства, муниципальные облигации и др.

Доход вкладчика взаимного фонда денежного рынка состоит из выплат процента по сумме, которую фонд ссужает правительству, муниципальным органам, покупая их краткосрочные бумаги.

В условиях инновационной рыночной экономики важное место занимает такой сегмент как депозитарий ценных бумаг – специальное хранилище. Депозитарная деятельность заключается в предоставлении услуг по хранению ценных бумаг и/или учету прав на эти бумаги.

Депозитарную деятельность могут осуществлять только следующие юридические лица:

- инвестиционные компании;
- фондовые биржи;
- специализированные депозитарии;
- расчетно-депозитные организации, осуществляющие как исключительно совместно депозитарную деятельность и деятельность по организации денежных расчетов и клиринга денежных обязательств и требований, возникающих из сделок с ценными бумагами.

Лицо, которое на договорных условиях пользуется услугами депозитариев, называется депонентом. Между депозитарием и депонентом заключается договор, регулирующий их отношения, называемый договором счета «депо», который представляет собой совокупность записей в учетных регистрах депозитария, необходимых для использования последним договором счета «депо» с депонентом.

Хранение может быть закрытым и открытым.

В первом случае депозитарий обязуется принимать и исполнять поручения депонента в отношении любой конкретной ценной бумаги,

учтенной на его счете «депо» при наличии у такой ценной бумаги индивидуальных признаков (номер, серия, разряд).

Открытый способ хранения ценных бумаг представляет собой способ регистрации прав на взаимозамещение ценной бумаги в депозитарии, при котором депонент может давать поручения депозитарию только по отношению к определенному количеству ценных бумаг, учтенных на его счете «депо» без указания его индивидуальных признаков.

Помимо хранения ценных бумаг депозитарий может выполнять следующие функции:

- организация обмена информацией, связанной с владением ценной бумагой, между эмитентом и депонентом;
- получение доходов по ценным бумагам, хранящихся в депозитарии, с последующим их переводом на счета депонентов;
- передача сертификатов ценных бумаг по поручению депонентов третьим лицам;
- проверка сертификатов ценных бумаг на подлинность и платежеспособность;
- клиринг по ценным бумагам (вычисление взаимных обязательств и требований по поставке (переводу) ценных бумаг участников операции с ценными бумагами).
- инкассация и перевозка ценных бумаг;
- регистрация сделок с ценными бумагами.

Депозитарная и сопутствующая ей деятельность осуществляется только при наличии лицензии на осуществление такой деятельности, полученной в Комитете по ценным бумагам фондовым биржам.

-2-

В настоящее время участников финансового рынка можно разделить на следующие основные группы:

1) Главные участники финансового рынка: государство, крупнейшие национальные и международные компании. Эти участники имеют высокий имидж, а потому, выпуск и реализация ими ценных бумаг обычно не бывают затруднительными. Эти бумаги не всегда обеспечивают высокие доходы, но обладают высокой степенью надежности.

2) Институты финансового рынка, обеспечивающие его функционирование (банки, биржи, инвестиционные фондовые компании).

3) Индивидуальные участники – различные частные лица, инвестирующие свои финансовые средства в ценные бумаги, либо в все депозитные счета банков.

4) Посредники финансового рынка: брокеры, дилеры и джобберы. Наряду с ними финансовый рынок обслуживают банковские служащие, работники инвестиционных фондов, а также государственные чиновники и юристы, обеспечивающие необходимое для функционирования рынка нормотворчество.

5) Брокеры-посредники при заключении сделки, но в ней не участвующие (доход – процент от сделки).

Свои операции брокеры совершают руководствуясь рядом принципов:

- Клиент заключает с брокерской фирмой договор, в котором оговариваются все виды поручений, в том числе где купить ценные бумаги (на фондовой бирже или на внебиржевом рынке).
- Брокер действует в пределах определенной ему клиентом суммы, сохраняя за собой право выбора ценных бумаг в соответствии с полученной им установкой.
- Выполнив поручение, брокер обязан в оговоренный в договоре срок известить об этом клиента и перечислить ему средства, полученные от продажи ценных бумаг (за вычетом комиссионных).
- Сделка должна быть зарегистрирована брокером в особой книге и клиент в праве потребовать из нее выписку.
- Клиент может дать брокеру приказ прекратить все порученные ему сделки.

Дилеры-посредники, участвующие в сделках своим капиталом. Дилеры выполняют следующие функции:

- Обеспечивают информацией о выпусках ценных бумаг, их курсах и качестве.
- Действуют как агенты, выполняющие поручения клиентов (иногда они передают через брокеров).
- Следят за состоянием рынка ценных бумаг, в случаях когда падает активность купли-продажи (например в результате недостатка продавцов и покупателей), дилеры за свой счет совершают операции с ценными бумагами, чтобы стабилизировать курс.

Действия дилеров отличаются большей масштабностью.

Джобберы-консультанты по проблемам конъюнктуры рынка (появились в Лондон City). Джобберы необходимы не только для того, чтобы правильно оценить достоинства уже выпущенных бумаг, но и для того, чтобы помочь эмитентам осуществлять их новые выпуски. Для этого они создают временные исследовательские коллективы, состоящие из экономистов, банковских работников, других специалистов.

Услуги джобберов принадлежат к числу наиболее высокооплачиваемых.



### **3 Общая характеристика финансового рынка**

- 1. Сущность спроса на финансовые ресурсы. Специфические особенности формирования спроса на деньги в условиях переходной экономики.**
- 2. Определение стоимости капитала и цены финансовых ресурсов.**

-1-

Рассматривая специфику финансового рынка необходимо уделить внимание теоретическому определению некоторых конкретных вопросов:

1) Что является на рынке, о котором идет речь, предметом купли-продажи?

2) Отождествляется ли рынок денег и рынок капиталов?

В этом отношении можно сослаться на мысль авторитетного в западной экономической науке ученого Шумпетера, который писал: «Рынок капитала является тем, что любой деловой человек называет денежным рынком». Это название не является достаточно корректным потому что на этом рынке продаются и покупаются не просто «деньги». Но, не смотря на это, можно сказать, что в конце концов рынок капитала является тем, что на практике называют рынком денег. Другого рынка капиталов нет».

Однако необходимо учитывать структурную расчлененность денежных форм, их функциональную специализацию. Деньги, которые реализуют себя в функциях меры стоимости и масштаба цен и деньги, которые выступают объектом купли-продажи, не могут отождествляться. Это может быть в материальном выражении одна и та же денежная единица, но в первом и во втором случае ее функциональное использование будет разным.

Учитывая структурное многообразие денежных форм, которые обращаются на финансовом рынке и то, что каждая из них имеет специфический механизм реализации, необходимо различать и сущность спроса на деньги и капитал.

Экономический смысл объема спроса на деньги и капитал различен, не смотря на одинаковую единицу измерения.

Объем спроса на деньги – это необходимый для поддержания оборота запас денег, а капитал – сумма денег, необходимая для приобретения производственных фондов. В качестве цены капитала в этом случае выступает размер отдачи с рубля капитала, который бизнесмен согласен платить за предоставленный капитал.

Также необходимо различать понятия «спроса на деньги» и «спрос на денежный доход».

В первом случае речь идет о запасе денег, который существует на некоторый фиксированный во времени момент.

В отличие от этого понятия «денежный доход» характеризует не запас, а поток денег. Его объем, определяется не на определенный момент, а за определенный промежуток времени. Например, зарплата 100грн. – доход (денежный поток).

Поэтому внимание при определении сущности денежного спроса ( $M_d$ ) – спрос на запас денег, сформировавшийся в данный момент. А спрос на капитал – это по сути спрос на денежный доход.

Поэтому и необходимо эти понятия рассмотреть отдельно.

Причина возникновения спроса на денежные средства – необходимость обслуживания текущих операций фирмами, населением, государством.

Спрос на деньги, представляемый экономическими агентами, распадается на необходимость в деньгах для покупки товара и для приобретения финансовых активов.

В целом же говорят о совокупном спросе. В связи с этим принято делить спрос на две крупные категории:

- спрос со стороны сделок (операционный спрос);
- спрос на деньги со стороны финансовых активов.

Операционный спрос связан с потребностью в деньгах для осуществления сделок, приобретения товаров и услуг. Деньги нужны предприятиям в качестве средства оплаты труда работников, закупки материалов и оборудования, оплаты услуг. Домашним хозяйствам деньги необходимы чтобы покупать потребительские товары, оплачивать услуги. Требующиеся для этой цели денежные средства и представляют спрос на деньги от сделок, зависящий от доходов и цен, а в более общем виде – от общей денежной стоимости товаров и услуг в сфере обращения. Отсюда следует, что вид спроса на деньги в масштабе страны пропорционален номинальному валовому национальному продукту.

Спрос на деньги со стороны финансовых активов вытекает из функции денег, как средства сбережения. Людям и предприятиям деньги нужны не только для покупки товаров и услуг, но и для приобретения финансовых активов в виде акций, облигаций, а также для хранения в виде денежных сбережений. Величина спроса со стороны финансовых активов зависит от уровня банковских процентных ставок по вкладам, процентов, выплачиваемых по облигациям, дивидендов, получаемых на акции, а также от риска, инфляции и других факторов. В конечном счете на потребное количество денег, которое участники денежного обращения держат в виде финансовых активов, влияют самые разнообразные факторы, определяющие желательность или предпочтительность владения тем или иным финансовым активом в сравнении с деньгами.

При рассмотрении особенностей формирования спроса на деньги в условиях переходной экономики необходимо учитывать ряд факторов:

- Структура личного потребления, которая характеризуется относительно низким процентом затрат, как на товары длительного пользования, так и на дорогие услуги.
- Фактором, который действует в направлении использования денежных сбережений в наиболее ликвидной форме, является определенный товарный дефицит. Потребитель покупает не тогда, когда это необходимо, а когда возможно. Чем нестабильнее предложение товаров, тем чаще отдельные граждане и домашние хозяйства вынуждены производить накопление наличных средств.
- Отсутствие достаточно развитой инфраструктуры финансового рынка приводит к тому, что частные хозяйства физически не могут сберегать деньги непосредственно в форме финансовых активов, акций и других видов ценных бумаг. Деньги, размещенные в высоколиквидных товарах – ювелирные товары, другие ценности, которые исполняют функцию гарантированного резерва богатства. Такую же природу имеет накопление денежных средств в иностранной валюте.
- В условиях интенсивного развития инфляционных процессов заметно ослаблена не только функция накопления денег, а и эластичность их спроса к изменению ставки банковского процента, а также процента на вклады населения в сберегательный банк.

Существуют и другие факторы объективного характера, которые вносят существенные коррективы в классический механизм кассовых остатков в условиях переходной экономики.

Субъектом, предъявляющим спрос на производственный капитал, является бизнес, а мотив возникновения – необходимость привлечения финансовых средств для реализации различных хозяйственных проектов.

В практическом аспекте спрос на капитал – спрос участников финансового рынка на финансовые ресурсы, предоставленные хозяйственными объектами из собственных сбережений за определенный процент.

Последовательные краткосрочные инвестиции (годовые) приводят к росту общего капитала бизнеса в долгосрочном аспекте. Определяющим фактором возникновения долгосрочного спроса на капитал является долгосрочное поведение предприятий, стремящихся к получению стабильного потока доходов. Оба типа спроса на капитал порождаются поведением предприятий соответственно в краткосрочном и долгосрочном периоде.

Краткосрочный спрос на капитал возникает при переходе предприятия от одного варианта мощностей к другому за счет инвестирования капиталовложений в производственные фонды.

Долгосрочный – порождается общей тенденцией изменения производственных мощностей с целью получения дохода.

По сути краткосрочный спрос – это потребность в дополнительных вложениях в приросте капитала за счет инвестиций, а долгосрочный – это спрос на общий объем производственного капитала для получения дохода.

В силу специфической формы предоставления капитала в виде финансовых средств их спрос и предложение взаимодействует на финансовом рынке.

-2-

В числе продуктов, товаров, предоставляющих специфические объекты ценообразования выделяется такой своеобразный товар, как денежные средства, под которыми понимаются сами деньги, валюта, разнообразные ценные бумаги, другие виды финансовых активов, денежных обязательств.

Круг таких товаров непрерывно расширяется, они все более становятся объектом купли-продажи на финансовых, денежных рынках, поэтому проблемы ценообразования на подобные продукты в современной рыночной экономике становятся все более актуальными.

Основная особенность денежных средств, как объекта ценообразования, состоит в том, что «деньги продаются за деньги». Рассмотрим особенности формирования цен на финансовые средства в зависимости от вида рынка.

### **Денежный рынок**

Номинальный спрос на деньги – это то количество денег, которое население или предприятие хотели бы иметь.

Спрос на деньги зависит прежде всего от уровня цен на товары, причем зависимость эта – прямая. При увеличении уровня цен потребность в деньгах при прочих равных условиях возрастает, так как чтобы оплатить одну и ту же покупку нужно иметь большее количество денег и наоборот. В связи с этим принято говорить о реальном спросе на деньги, очищенном от инфляции.

Реальный спрос на деньги – это величина денег, исчисленная с учетом их покупательной способности. Население и предприятия используют свои деньги не только на приобретение товаров, но и на сбережение. В условиях инфляции предпочтительно деньги вносить на депозитный счет, который полагает не только сохранить деньги, но и получить прибыль. Таким образом, спрос на деньги тем выше, чем ниже ставка процента.

Вторым элементом денежного рынка выступает предложение денег, которое представляет собой количество денег, предлагаемое на денежном рынке. Предложение осуществляется государством в лице Центробанка.

Равновесие на денежном рынке означает равенство количества предлагаемых денежных средств тому количеству денег, которое способны и желают иметь у себя население и предприятия.

В системе денежного обращения стоимость денег вытекает прежде всего из напечатанной величины (номинальная стоимость). Сколько товаров можно купить на одну денежную единицу, зависит от цен на товары. Высокие цены означают по ним можно купить меньше товаров и наоборот. Эта меновая стоимость денег по отношению к товарам называется покупательной способностью (реальная стоимость, внутренняя стоимость) денег.

В каждом случае обмена (купля или продажа) товаров на деньги, выплачиваемая сумма равна количеству товаров, помноженному на цену.

Названная взаимосвязь двух сторон денег и товара представляется в виде уравнения обмена денег:

$$D \cdot O = T \cdot C, \quad (3.1)$$

где  $D$  – денежная масса (наличные и безналичные деньги);

$O$  – скорость обращения денег;

$T$  – объем торговли, т.е. количество денег, проданных за определенный период времени;

$C$  – средняя цена товара.

Преобразовав данное уравнение получим в результате, что цена, а, следовательно, и стоимость денег зависят от количества денег, скорости их обращения, объема торговли.

$$C = (D \cdot O) / T. \quad (3.2)$$

В условиях современного финансового рынка на стоимость (цену) денег оказывает также влияние государства через Центробанк, которое происходит путем:

- 1) Изменение учетной ставки для кредитов;
- 2) Изменение резервной нормы;
- 3) Операции на открытом рынке.

Все эти способы влияют на изменение денежной массы в стране и, следовательно, на их стоимость. В зависимости от изменения ситуации в стране изменяется и денежная политика.

Если в экономике страны идет спад производства, неполная загрузка производственных мощностей, растет безработица, то используется политика внедрения дешевых денег.

При этом для увеличения денежного предложения принимаются следующие меры:

- покупка государственных ценных бумаг на открытом рынке у банков и населения;
- понижение учетной ставки;
- понижение предписываемой законом резервной нормы.

Политика дорогих денег используется Центробанком в случае, когда в стране наблюдается инфляция. Для сокращения денежного предложения проводятся следующие меры:

- продажа государственных ценных бумаг на открытом рынке;
- увеличение учетной ставки;
- увеличение резервной нормы.

Если резервы банков окажутся малы против вкладов, то банки сократят ссуды и другие операции, связанные с расходом денег. Тогда денежное предложение сократится и процентная ставка повысится.

Рост процентной ставки сократит инвестиции и, частично, ограничит инфляцию в стране. Особенно велика роль Центробанка в предотвращении кризисов в деятельности коммерческих банков и, следовательно, предприятий.

### Валютный рынок

В то время, как внутренняя стоимость денег определяется уровнем цен внутри страны, внешняя стоимость денег зависит от предложения и спроса на валюту.

В случае, когда валютные курсы на рынке валют формируются без государственного вмешательства, их называют свободными валютными курсами.

Предположим, что на рынке валют совершаются только долларовые операции и имеются только экспорт и импорт товара. Как и при ценообразовании на товары, предложение долларов и спрос на них рассматривается как функция цены на доллары.

В точке пересечения кривых спроса  $N$  и предложения  $A$  образуется валютный курс  $W$ , по которому совершаются сделки с долларовой массой.

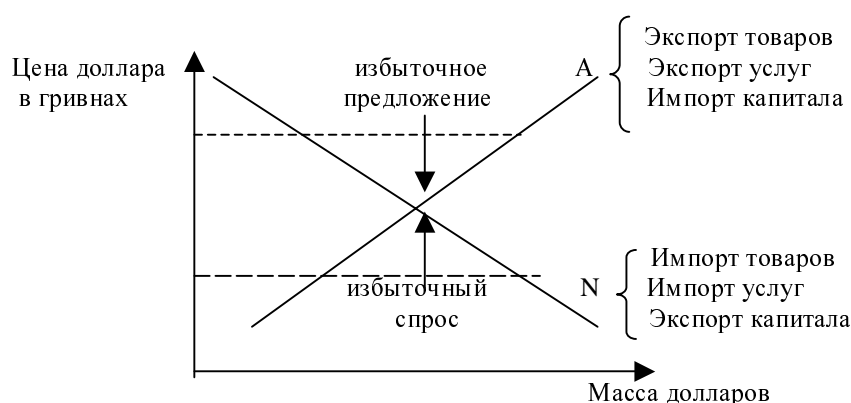


Рисунок 3.1 – Ценообразование на валютном рынке

При свободном формировании валютного курса на валютном рынке образуется курс равновесия, когда предложение валюты и спрос на нее совпадают.

Свободный курс валют приводит к выравниванию экспорта и импорта через ревальвацию и девальвацию.

Ревальвация гривны означает, что падает выраженная в гривнах цена иностранной валюты. Тем самым экспорт дорожает, а импорт дешевеет (кривая предложения смещается вправо).

Девальвация гривны означает, что выраженная в гривнах цена за иностранную валюту повышается. В результате экспорт становится дешевле, а импорт – дороже (кривая спроса смещается вправо).

Недостатком такого выравнивания является, в первую очередь, то, что оно затрудняет международную торговлю, так как из-за колебаний в курсах обмена экспорта и импорта не имеют твердой основы для калькулирования.

Валютные курсы могут также назначаться государством. При этом имеются три возможности фиксации валютного курса.

$W_0$  – в исключительном случае твердый валютный курс соответствует равновесному курсу.

$W_1$  – отечественная валюта имеет завышенную оценку, тогда, когда цена за валюту ниже той, которая была бы при свободном формировании курса. Так как  $N > A$  (спрос больше предложения) появляется необходимость контроля и регулирования валютных операций, образуются «черные рынки» валюты (сегодняшняя ситуация).

$W_2$  – отечественная валюта занижена по стоимости. В этом случае цена за валюту выше, чем это было бы при свободном образовании обменного курса. Так как  $A > N$  (предложение  $>$  спроса) Центральный банк вынужден скупать избыток предлагаемой валюты. Но закупка валюты Центробанком означает эмиссию денег. В результате создается опасность инфляционного развития.

В системе валютных курсов существует договоренность о твердом партнерстве валют, которые в то же время могут колебаться в пределах определенной полосы вверх или вниз (твердый валютный курс с определенной полосой колебаний). Это ограничение обозначает как верхнюю и нижнюю точки интервенции. Большинство стран Европейского сообщества договорились о твердых курсах обмена своей валюты в полосе определенной ширины.

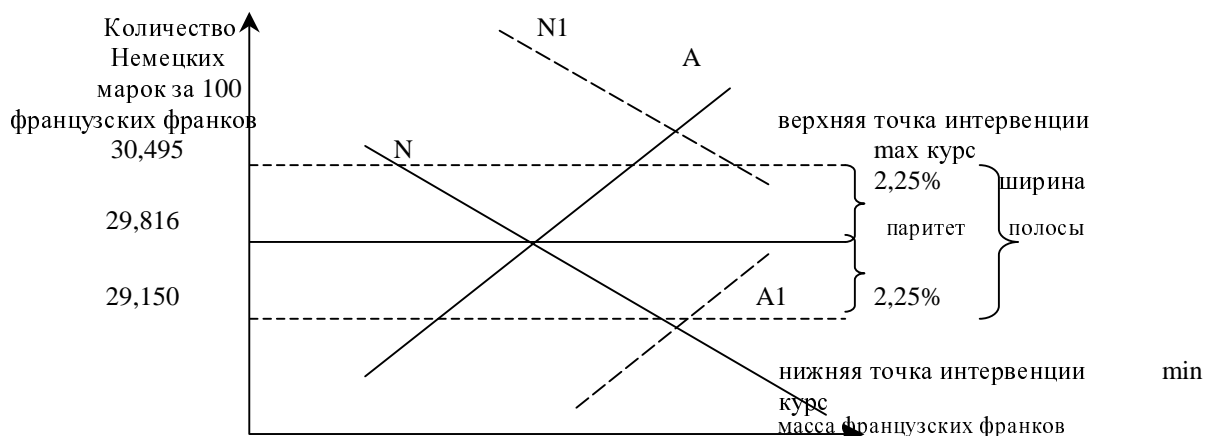


Рисунок 3.2 – Ценообразование на валютном рынке при изменении спроса и предложения

По мере роста предложения  $A1$  при неизменном уровне спроса  $N$  при свободном формировании валютного курса его колебания могут выйти за пределы нижней точки интервенции. Для того чтобы удержать минимальный курс, Центробанк вынужден скупать избыточную валюту ( $A > N$ ). Проистекающая отсюда опасность инфляционного развития может быть предотвращена с помощью ревальвации.

Если же растет спрос на  $N1$  при неизменном предложении  $A$ , может оказаться превышение верхнего предела интервенции. Для того чтобы поддержать максимальный курс, Центробанк продает валюту. В случае, если валютные запасы Центробанка исчерпаны и нет возможности получить кредит из-за границы, правительство вынуждено девальвировать свою валюту для того, чтобы не оказаться в числе неплатежеспособных.

### Рынок ссудного капитала

Гораздо сложнее обстоит дело, когда денежные средства в виде денег и ценных бумаг приобретаются «не навсегда, а на определенное время», то есть когда определяется цена денег и ресурсов на рынке ссудных капиталов.

На формирование цены на финансовые ресурсы на данном виде финансового рынка влияют следующие факторы:

1. Упущенная выгода, то есть возможность использовать отданные деньги по другому назначению.
2. Кроме упущенной выгоды – прибыль от сдачи денег в кредит, выраженная в процентной ставке.

Предметом торга на рынке купли-продажи кредитных денежных средств (долгосрочных кредитов и инвестиций) становится именно процентная ставка платы за кредит.

Проиллюстрируем это в терминах спроса на кредитные деньги и предложения кредитных денег, построив кривые спроса и предложения в координатах «объем кредита  $Q$ » – процентная ставка кредитования  $r$ .



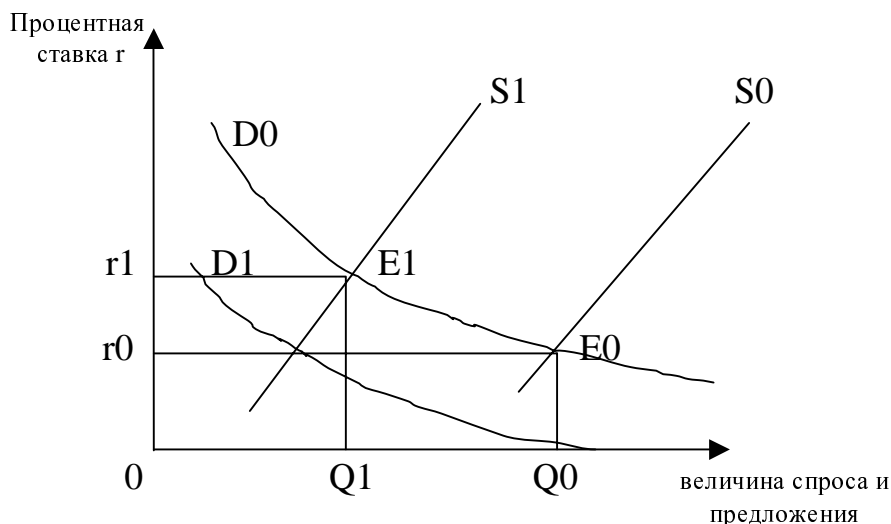


Рисунок 3.3 – Ценообразование на рынке ссудного капитала

Кривая спроса при неизменном уровне техники и технологий будет оставаться неизменной, так как она отражает потенциальную отдачу всех возможных на существующем научном техническом уровне проектов развития предприятий. В то же время кривая краткосрочного предложения сбережений хозяйствами более подвижна.

Банки или другой кредитор, предлагающие деньги в долг, готовы предоставить тем большую величину кредита  $Q$ , чем больше годовая процентная ставка  $r$ , по которой заемщики согласны приобрести кредит, купить у продавца заемные деньги (при прочих равных условиях).

Эта зависимость отображена кривой  $S_0$  рыночного предложения кредитных денег. Со своей стороны заемщики готовы взять в долг тем большее количество денег, чем ниже годовая процентная ставка кредита (при прочих равных условиях), что отображено кривой спроса  $D_0$ . В результате торга на свободном рынке достигается равенство спроса и предложения в точке  $E_0$ , которому соответствует объем кредита  $Q_0$  и равновесная цена (процентная ставка)  $r_0$ .

При изменении условий на рынке происходит смещение кривых спроса и предложения денежных средств. Например, при увеличении налогов на банковские кредитные операции или нормы резервирования, банки смещают кривую предложения  $S$  вверх в предложение  $S_1$ , то есть будут предлагаться кредиты по более высоким процентным ставкам в результате при сохранении спроса на уровне  $D_0$  равновесная цена  $r_1$  превысит ставку  $r_0$ .

Если же уменьшится спрос – спад деловой активности – то кривая спроса перемещается вниз в положение  $D_1$  и кредитные деньги дешевеют, т.е. предоставляются по более низким процентным ставкам.

## **Рынок ценных бумаг**

### *Облигации.*

В данном случае покупатель облигаций выступает в роли кредитора, а продавец в роли заемщика денег.

Факторы, влияющие на оценку облигации, т.е. на ее расчетную цену и курс, можно разделить на «внутренние и внешние».

«Внутренние факторы» определены условиями эмиссии облигаций – сроком погашения, наличием или отсутствием выплат до момента погашения, величиной купонной ставки, частотой выплат купонного дохода, выкупной ценой при погашении.

К «внешним факторам» относится ставка помещения денежных средств в облигации, которая в свою очередь зависит от величины ссудного процента, установленного на рынке в момент расчета или прогнозируемого на ближайшее время.

Покупатель облигаций стремится купить их по цене более низкой, чем цена последующего выкупа облигаций их продавцом. Поэтому покупатель облигаций будет стремиться за счет разности между ценой покупки и последующей продажи (погашение облигации) возместить упущенную выгоду, связанную с отвлечением его денег на период между покупкой и последующей продажей облигаций.

При этом не столь важно, будет ли возмещена упущенная выгода в виде оплаты очередных купонов и облигаций или за счет того, что он покупает облигации по более низкой цене.

Что касается продавца облигаций в лице их эмитента или дилеров, продающих облигации на вторичном рынке, то он вынужден формировать свою цену предложения облигации в виде цены продажи и цены выкупа, а также выплат по купонам с учетом желания покупателя облигаций возместить потери, обусловленные отвлечением его денежных средств и получить прибыль. Иначе покупатель просто не станет покупать облигации.

### *Акции*

Акции, свободно обращающиеся на фондовом рынке, более близки к типичным рыночным товарам, рыночные цены на которые устанавливаются в соответствии со спросом и предложением. Но и здесь на механизме образования цен сказываются такие особенности товара, как его неизнашиваемость, способность приносить доход в виде дивидендов и возможность перепродажи.

Рассматривая процесс образования цены акции следует иметь в виду, что существует несколько различных и, обычно, неравных оценок стоимости акции («цены»).

Номинальная цена – показывает, какая часть стоимости уставного капитала в абсолютном выражении приходится на данную акцию. В практической деятельности на финансовом рынке можно вообще не интересоваться номинальной стоимостью, так как эта стоимость дает только информацию о минимальной доле голосов, приходящихся на данную акцию на собрании акционеров, и доли прибыли, которая будет выплачена на эту акцию из общей суммы, направленной на дивиденды по обыкновенным акциям.

Для определения рыночной стоимости более важно определить, сколько в стоимостном выражении приходится на одну акцию чистых активов предприятия. Этот показатель определяется по базису и называется балансовой стоимостью (ценой) акции.

Эта оценка имеет большую практическую значимость, так как основывается на показателях текущего состояния активов и зависит от эффективности его деятельности.

Еще более важной для практического использования является ликвидационная цена акции, которая равна сумме, приходящейся на данную акцию в случае продажи имущества предприятия при его ликвидации. Эта сумма может существенно отличаться от балансовой цены в меньшую и большую стороны. Причина в том, что на балансе имущество учитывается по ценам его покупки, откорректированным на различные коэффициенты (переоценка и амортизация), а текущая цена может быть совсем другой.

Но важнейшей для инвестора является курсовая или рыночная цена ценной бумаги, которая складывается при вторичном обращении под воздействием рыночных факторов.

Курсовая стоимость определяется оценкой инвестором приобретаемых прав на получение дохода в акционерном обществе и права голоса на собрании акционеров. А также перспективами роста курсов стоимости, причем для абсолютного большинства потенциальных покупателей акций, право на доход и перспективу роста рынка является приоритетными.

Кроме того покупка акции – альтернатива вложения средств, поэтому ставка процента один из факторов, определяющих курс акции.

## **4 Финансовые услуги на учетном рынке**

### **1 Инструменты учетного рынка.**

### **2 Виды финансовых услуг на денежном рынке.**

### **3 Определение стоимости и доходности краткосрочных ценных бумаг.**

-1-

Учетный рынок – часть денежного рынка, на котором обращаются краткосрочные (до года) долговые обязательства.

Важнейшие из них:

- под долговым обязательством подразумевается источник привлечения капитала, не дающий права собственности на него и означающий обязательство эмитента выплатить представленные ему в долг фонды;
- долговое обязательство есть принадлежащий владельцу узаконенный стандарт, свидетельствующий о вложении денег или имущества в ожидании получения дохода исключительно за счет хозяйственной деятельности в других;
- в качестве долгового обязательства принимается любой документ, связанный с возникновением права, которое не может быть реализовано или передано другому без наличия подобного документа.

В качестве инструментов учетного рынка выделяются следующие виды долговых обязательств:

- все виды векселей;
- депозитный сертификат;
- коммерческие бумаги.

Векселя подразделяются на коммерческие и финансовые. За коммерческим векселем стоит конкретная товарная сумма. Финансовый вексель – своеобразная расписка о получении займа. Это простое долговое обязательство, которое является не ценной бумагой ввиду отсутствия вторичного рынка.

В векселе соединены две важнейшие функции – кредитная и расчетная.

С одной стороны, это способ предоставления коммерческого кредита одной из сторон товарной сделки другой, а с другой стороны, вексель представляет собой денежный суррогат, который, благодаря свойству переуступаемости служит платежным средством, заменяя деньги. Кроме того, учет векселей посредством коммерческих банков в центральном банке является одним из способов поступления наличных денег в каналы денежного обращения.

Обращение векселей регулируется постановлением Верховного Совета Украины от 17 июня 1992года (Вед.1992 №35), и порядком проведения банковских операций с векселями (Письмо Национального банка Украины от 25 февраля 1993года с изменениями от 13 февраля 1993года, которые опираются на вексельное право).

Вексельное законодательство носит наставительный характер. В отличие от гражданского законодательства здесь запрещено все, что не разрешено.

Вексель есть бесспорное и безусловное долговое обязательство. Это означает, что стороны не могут поставить платеж в зависимость от наступления какого-либо события. По векселю должен быть осуществлен платеж независимо от причин его выставления.

Бесспорность векселя проявляется в том, что от платежа нельзя уклониться или пролонгировать долг. Согласно Международной конвенции о векселях (1930год Женева) существует восемь обязательных реквизитов, закрепленных в формуляре.

Векселя можно подразделить на переуступаемые и непереуступаемые с одной стороны и простые и переводные – с другой стороны.

Переуступаемый вексель может быть передан при наличии определенных реквизитов другому лицу, а непереуступаемый – нет. Возможность передачи связана с присутствием в тексте векселя записи следующего характера: «Обязуется уплатить ...приказу...». Передача происходит с помощью индоссамент, то есть специальной передаточной надписи, помещенной на обороте формуляра. Индоссамент не требует нотариального заверения.

Простой вексель (соло-вексель) представляет собой ценную бумагу, содержащую простое, ничем не обусловленное обязательство векселедателя (должника) уплатить определенную сумму денег в определенный срок в оговоренном месте конкретному лицу или просто по приказу. Простой вексель выдается покупателем продавцу при реализации последним товаров с отсрочкой платежа.

Переводной вексель (тратта) – выставляет не заемщик, а кредитор. Он представляет собой приказ заемщику (трассату) об уплате в установленный срок определенной суммы денег третьему лицу (ремитенту) или предъявителю векселя, если он не именной, а предъявительский.

Переводной вексель представляет собой приказ совершить платеж, исходящий от лица, выдавшего вексель, но это еще не обязательство совершить платеж со стороны трассата.

Поэтому переводной вексель должен быть подтвержден или акцептован им. На лицевой стороне векселя должна появиться запись «согласен» или «принято к оплате».

В целях повышения надежности векселя в обращении на нем также ставится подпись специального поручителя (гаранта). Она называется авалем (аваль может касаться как всей суммы, так и ее части). Тем самым лицо, совершившее аваль принимает на себя ответственность за совершение платежа.

Вексель до истечения своего срока может быть учтен в коммерческом банке по индоссаменту, что представляет собой выдачу его бывшему владельцу специального дисконтного кредита. В результате такой операции банк становится законным владельцем векселя, к нему переходят все права на предъявление его должнику.

Казначейские векселя – представляют собой краткосрочные облигации казначейства (Министерства финансов). Они выпускаются в счет управления внутренним государственным долгом.

Данный вид ценных бумаг обладает высокой ликвидностью, он занимает важное место в портфеле ценных бумаг корпорации. Их называют иногда «вторыми деньгами».

Казначейские векселя продаются со скидкой (дисконтом), то есть ниже номинала, а покупаются по номиналу. Полученная разница представляет собой капитализированный процент. Они выпускаются на срок 91-182 и 365 дней. Казначейские векселя выпускаются в форме векселей на предъявителя, платеж после окончания действия этого долгового обязательства производится его владельцу.

Депозитный сертификат – банковская ценная бумага, свидетельствующая о получении эмитентом срочного вклада. Это банковский депозит с фиксированным сроком и фиксированным вознаграждением. Депозитный сертификат – перепоручаемая ценная бумага, имеющая вторичный рынок.

Коммерческие бумаги – необеспеченные краткосрочные обязательства, выпускаемые корпорациями с целью привлечения средств для финансирования текущих операций. Срок их существования от 5 до 80 дней. Реже встречаются коммерческие бумаги сроком до 270 дней.

Различают два вида коммерческих бумаг – прямые и дилерские. Первые распространяются непосредственно агентами фирмы среди инвесторов, а вторые продаются при посредничестве дилеров.

Подобные ценные бумаги могут выпускать и финансовые институты. Это финансовые бумаги. По своим характеристикам они близки к коммерческим ценным бумагам.

Под операциями на денежном (учетном рынке) понимают действия финансовых институтов по созданию условий нормального обращения инструментов денежного рынка.

Основным институтом, совершающим операции с инструментами денежного рынка, является коммерческий банк.

### **Операции с векселями.**

*Учет векселей* состоит в том, что векселедержатель передает векселя банку по индоссаменту до наступления срока платежа по ним и получает за это вексельную сумму, уменьшенную на определенный процент. Этот процент называется учетным процентом.

Так как векселедержатель получает платеж немедленно, то для него это – кредит от банка. Поэтому учет векселей рассматривается как один из способов предоставления ссуд. За такую операцию банк изымает определенный процент – дисконт, который устанавливается самостоятельно, а сумма дисконта рассчитывается по формуле:

$$C = (B * T * П) / (100 * 360), \quad (4.1)$$

где С – сумма дисконта;

В – сумма векселя;

Т – срок в днях до наступления платежа по векселю;

П – годовая процентная ставка по учету векселя;

360 – количество дней в году.

*Выдача ссуд под залог векселей.*

Отличие ссуды под залог векселей от учета векселей заключается в том, что вексель лишь закладывается в банке на определенный срок. После погашения ссуды вексель возвращается его владельцу.

Векселя принимаются в обеспечение ссуды не на полную сумму, а только на 60-90% их номинальной стоимости. К принимаемым векселям банки принимают те же требования юридического и экономического порядка, что и к учитываемым.

Кредит под векселя предоставляется только солидным, финансово устойчивым клиентам.

*Инкассирование векселей* банками – это выполнение ими поручений векселедержателей по получению платежей по векселям при наступлении срока.

Приняв вексель на инкассо, банк обязан своевременно переслать его в учреждение банка по месту платежа и поставить повесткой плательщика о поступлении документов на инкассо.

За выполнение поручения по инкассированию векселя банк взимает с клиента все расходы по отсылке, пересылке, получению платежа, по протесту векселя в случае его неоплаты, а также – комиссионные.

Прямые риски банков при этих операциях минимальны и приносят стабильный доход.

*Домициляция векселей* – назначение плательщиком по векселю какого-либо третьего лица, а векселя, по которым назначен плательщик –

домицилированным. Как правило плательщиком по векселям назначается банк. Как домицилянт банк не несет риска, поскольку оплачивает вексель только в том случае, если на счете должника есть необходимая сумма (оплата с расчетного счета, доход – комиссионные).

*Авалирование векселей* - вексельное поручительство, посредством которого обеспечивается платеж по векселю полностью или в части вексельной суммы. Авалисты – банки.

Векселя, авалированные известными банками считаются наиболее надежными и беспрепятственно принимаются всеми участниками сделок.

*Акцепт векселя* – подтверждение плательщиком согласия на оплату по переводному векселю (тратте). Векселя, акцептованные банком широко применяются во внешнеторговых операциях. Акцепт банком срочных тратт – выставляемых на него экспортером или импортером рассматривается как одна из форм банковского кредитования во внешней торговле.

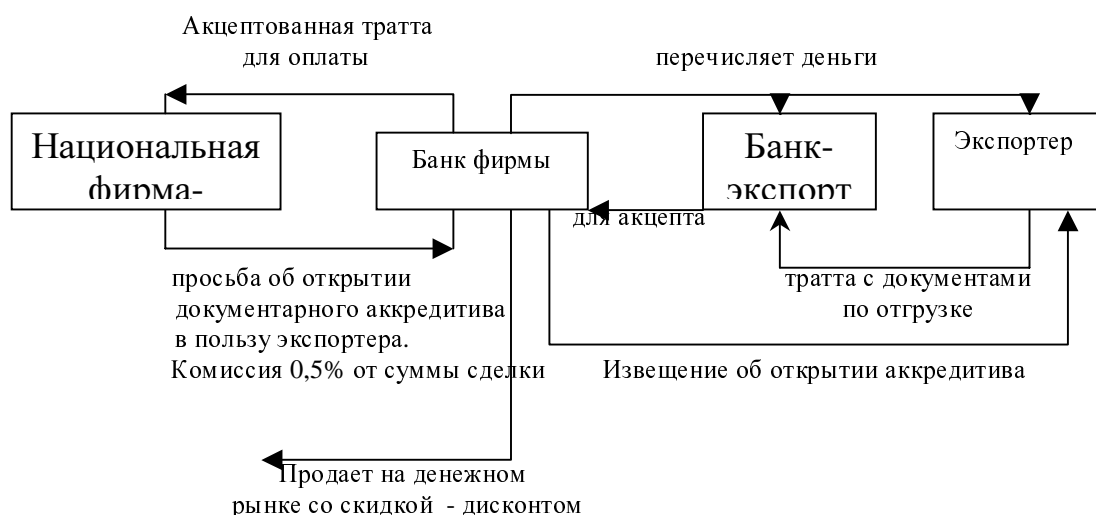


Рисунок 4.1 – Схема акцепта банком векселей

Акцептованные банком тратты считаются надежным денежным инструментом, т.к. имеют двойную гарантию. Они пользуются большим спросом как объект краткосрочного финансирования.

Форфейтинговые операции – приобретение права требования по поставке товаров и оказанию услуг, принятие риска исполнения этих требований и их инкассирования (внешнеторговые операции) особая форма кредитования.

Выпуск банками собственных векселей. Имеют другую экономическую природу чем классические векселя ( которые возникают на основе кредита). Природа банковских векселей депозитная – векселя под вклад.

Срок платежа по векселям устанавливается в одностороннем порядке на определенную дату или через столько-то времени со дня составления.



В зависимости от способа назначения платежа в соответствии с действующим вексельным законодательством должен определяться и порядок вознаграждения по векселю. Если вексель выписан сроком по предъявлению или во столько-то времени от предъявления то в нем должна быть указана процентная ставка, исходя из которой начисляется доход на сумму за время, прошедшее от даты выписки векселя до даты погашения платежа.

При их выкупе банком кроме номинала владельцу выплачивается доход, исчисленный исходя из указанной в нем процентной ставки.

Если банковский вексель выписан сроком на определённую дату, то сумму процента исчисляют заранее и присоединяют к основной сумме, формируя номинальную сумму векселя. В этом случае векселя при эмиссии продаются ниже номинала со скидкой – дисконтом.

Банковские векселя активно обращаются на вторичном рынке. Они также используются как средство платежа. Операторы данного рынка манипулируют с доходностью и дисконтом.

### **Выдача депозитных и сберегательных сертификатов.**

Рассматриваются как ценные бумаги, однако правила их выпуска, регистрации иные, чем акции и облигации: не предъявляется никаких требований к финансовому состоянию банка, процедуре регистрации и утверждения проспекта эмиссии.

Депозитный (сберегательный) сертификат определяется как письменное свидетельство банка-эмитента о вкладе денежных средств, удостоверяющее право вкладчика (бенефициара) или его правопреемника на получение по истечении установленного срока суммы депозита (вклада) и процентов по нему. Одновременно устанавливается, что всякий документ, право требования по которому может уступаться одним лицом другому, являющийся обязательством банка по выплате размещенных у него депозитов, должен именоваться депозитным сертификатом, а аналогичный документ, являющийся обязательством банка по выплате размещенных у него сберегательных вкладов – сберегательным сертификатом.

Сертификаты могут быть как именными, так и на предъявителя. По общему праву уступка права требования по именному сертификату осуществляется простым вручением этого сертификата по правилам простой цессии, - которая оформляется на оборотной стороне сертификата и подписи, как лицом, уступающим свои права (цедентом), так и лицом, приобретающим эти права (цессионарием). Сертификаты не могут служить расчетным или платежным средством.

Различие между депозитными и сберегательными сертификатами в том, что сберегательные сертификаты могут выдаваться только гражданам, а депозитные только организациям.

Все сертификаты обязательно должны быть срочными, выпуск сертификатов сроком по предъявлению не допускается. Срок обращения сертификата определяется с даты его выдачи до даты, когда владелец получает право востребовать по этому сертификату.

Банк может предусмотреть возможность долгосрочного предъявления к их оплате. При долгосрочной оплате банк выплачивает владельцу сертификата его сумму и проценты, но по пониженной ставке.

Распространение сертификатов коммерческие банки могут производить как через свои филиалы, так и через брокерские фирмы на условиях комиссии.

-3-

Доходы от финансово-кредитных операций и различных коммерческих сделок имеют разную форму: проценты от выдачи ссуд, комиссионные, дисконт при учете векселей и т.д. Степень финансовой эффективности (доходности) этих операций обычно измеряется в виде сопоставимого показателя годовой ставки нормы процентов (простых или сложных). Искомые показатели получают исходя из обычного принципа – все вложения и доходы с учетом их конкретного вида рассматривают под углом зрения эквивалентной (равнодоходной) ссудной операции. Измерение доходности в виде годовой процентной ставки не является единственно возможным методом.

Краткосрочные финансовые инструменты (векселя, тратты, депозитные сертификаты) могут быть проданы до наступления срока их оплаты. Владелец при этом получает доход или убыток.

Если вексель или другой вид долгового обязательства через некоторое время после его покупки и до наступления срока погашения продан, то эффективность этой операции можно измерить в виде простых или сложных процентов. Финансовая результативность операции связана с разностью цен купли-продажи, которые в свою очередь определяются сроками этих актов до погашения векселя и уровнем учетных ставок.

Доходность купли-продажи векселя (в виде ставки простых процентов):

$$i_{\text{ЭП}} = \left( \frac{P_2 - P_1}{P_1} \right) * \frac{365}{t_1 - t_2}, \quad (4.2)$$

$$i_{\text{ЭП}} = \left( \frac{1 - \frac{t_2 * d_2}{365}}{1 - \frac{t_1 * d_1}{365}} - 1 \right) * \frac{365}{t_1 - t_2}, \quad (4.3)$$

где  $P_1$  и  $P_2$  – цена покупки и продажи векселя соответственно;

$t_1$  – срок в днях от покупки векселя до его погашения должником;

$t_2$  – срок в днях от последующей продажи векселя до его погашения;

$d_1$  и  $d_2$  - учетные ставки, применяемые при покупке и продаже векселя.

Доходность купли-продажи векселя (в виде ставки сложных процентов):

$$i = \sqrt[t_1 - t_2]{\frac{365 - t_2 * d_2}{365 - t_1 * d_1}} - 1. \quad (4.4)$$

Если депозитный сертификат или другой подобного рода краткосрочный инструмент через некоторое время после его покупки и до наступления срока погашения вновь продан то эффективность такой операции можно измерить в виде ставки простых или сложных процентов финансовая эффективность такой операции зависит от сроков актов купли-продажи до погашения инструмента цен или процентных ставок существующих на учетном рынке в момент купли-продажи.

Если в качестве исходных данных используются цены инструмента и сроки актов купли-продажи, то для расчета показателя доходности в виде ставки простых процентов применима формула (4.2).

Если исходными являются данные о процентных ставках, применяемых на сумму вклада, тогда доходность операции (в виде простых процентов):

$$i = \left( \frac{1 + \frac{t_1}{365} * i_1}{1 + \frac{t_2}{365} * i_2} - 1 \right) * \frac{365}{t_1 - t_2}, \quad (4.5)$$

где  $i_1$  и  $i_2$  – краткосрочные процентные ставки на денежном рынке в момент покупки и продажи инструментов.

Для того, чтобы рассматриваемая операция не была убыточной, необходимо соблюдение требования:

$$t_1 i_1 > t_2 i_2. \quad (4.6)$$

Доходность в виде годовой ставки сложных процентов рассчитывается следующим образом:

$$i_{\text{ЭП}} = \sqrt[t_1 - t_2]{\frac{P_2}{P_1}} - 1. \quad (4.7)$$

## **5 Финансовые услуги на валютном рынке**

- 1. Общая характеристика валютного рынка; участники и структура.**
- 2. Понятие и виды валютных курсов.**
- 3. Валютные операции и определение их доходности.**
- 4. Современная система регулирования валютного рынка в Украине**

-1-

Валютный рынок как экономическая категория отображает совокупность отношений по совершению операций по купле-продаже иностранной валюты, валютных ценностей, ценных бумаг в иностранной валюте и движения иностранных капиталов.

С практической точки зрения под валютным рынком подразумеваются официальные финансовые центры, в которых сосредоточено совершение валютных операций.

Специфическими чертами современного валютного рынка является:

- высокий динамизм осуществления валютных операций;
- наличие унифицированных и стандартизированных методов организации торговли и заключения контрактов;
- повышение в структуре оборота доли спекулятивных соглашений и соответственно снижение доли коммерческих валютных операций;
- высокий уровень технической оснащённости финансовых учреждений;
- широкое использование международных расчётных единиц;
- интенсивное использование международных единиц;
- интенсивное развитие рынка евровалюты;
- либерализация национальных валютных законодательств и усиление внутренних валютных рынков<sup>4</sup>
- усиление интернационализации, связанной с углублением хозяйственных связей, повышение уровня концентрации производства и финансового капитала.

В современном мире валютный рынок выполняет ряд важнейших функций, к которым относятся:

- 1) обеспечение внутреннего и международного платёжного оборота;
- 2) ускорение оборачиваемости валютных средств;
- 3) страхование «обычных» рисков от возможного изменения валютных средств;
- 4) получение участниками валютных операций прибыли в виде разницы в курсах валют;

5) рыночное и государственно-монополистическое регулирование экономики.

Выполнение функций валютного рынка обеспечивается взаимодействием его участников (агентов), к которым относятся

- валютная биржи;
- коммерческие банки;
- центральные банки;
- предприятия, финансовые организации, которые осуществляют внешнеэкономические операции;
- предприятия, международные корпорации, финансовые организации, которые осуществляют иностранные вложения активов;
- физические лица;
- валютные брокерские фирмы.

В большинстве государств валютные биржи создаются как самостоятельные некоммерческие организации, цель которых организация валютного рынка по обмену валют для юридических лиц и формирование валютного курса.

Часто на многопрофильных или специализированных биржах создаются специализированные подразделения, которые занимаются валютными операциями. В последние годы начали появляться специализированные валютные биржи, которые обслуживают определённые сегменты валютного рынка:

- Лондонская международная биржа валютных фьючерсов;
- Европейская опционная биржа в Амстердаме и Вене.

В отличие от других стран, где биржевая торговля организована через несколько бирж ( в России – 8 валютных бирж), в Украине он представлен Украинской межбанковской валютной биржей (УМВБ создана 8 июля 1993 года) и Крымской валютной биржей (22 июня 1994 года) при определяющей роли первой из них. Биржевой рынок, организованный УМВБ, работает по формализованным и твёрдо установленным правилам, все основные параметры сделок фиксируются официальной статистикой, информация является полной и достоверной, что отличает биржевой от внебиржевой в любой стране.

УМВБ основана 40 коммерческими банками как закрытое акционерное общество. сегодня УМВБ представлено 4 филиалами в Днепропетровске (1994 год), Харькове, Львове и Донецке (1995 год). В 1999 г. и 2000 г. структура практически не изменилась.

Основной объём валютных операций выполняют коммерческие банки, которые формируют межбанковский валютный рынок через осуществление всего спектра операций с иностранной валютой, включая как клиентские заявки, так и проведение операций для целей и нужд банка (90%).

Лидеры в сфере валютных операций в Украине являются Укрэксимбанк, Приватбанк, Ва-Банк, Первый Украинский Международный банк и другие.

К функциям центральных банков как участников валютного рынка принадлежит:

- формирование определённой стратегии и тактики в осуществлении политики валютного регулирования, управления валютными резервами, влияние на главные факторы курсообразования через валютные интервенции;

- регулирование уровня учётной ставки, норматива обязательных резервов.

на международный валютный рынок наибольшее влияние оказывают такие Центробанки, как банк Англии, Вундесбанк Германии, Федеральная резервная система США.

По степени влияния на валютную политику (маркет-мейкеры, маркет-юзеры):

- предприятия и организации, которые осуществляют внешнеэкономическую деятельность – создают постоянный спрос на валюту в зависимости от экспортно-импортных потоков. они являются активными участниками валютного рынка, которые осуществляют все виды операций через коммерческие банки;

- предприятия, осуществляющие иностранные вложения активов, работают на валютном рынке с целью:

- 1) вложения производственных инвестиций в свои иностранные филиалы и дочерние фирмы;

- 2) организация работы на международном фондовом рынке;

- 3) проведение спекулятивных операций за счёт различных курсов на международном и национальных валютных рынках;

- физические лица совершают операции неторгового характера по поводу купли-продажи наличной валюты (перечисление заработной платы, гонораров, добровольных взносов);

- валютные брокерские фирмы, являясь юридическими лицами, работают с биржами и банками, выполняя функции посредников по поручению клиентов.

Сложная экономическая природа, характерные функции и многообразие участников валютного рынка обуславливают многоплановость его структуры.

валютные рынки можно классифицировать по нескольким признакам:

- 1) По виду операций выделяют валютный рынок конверсионных операций, то есть по обмену наличной и безналичной иностранной валюты и депозитных операций ( то есть по привлечению и размещению валютных активов).

2) По территориальному признаку принято выделять следующие крупные рынки: европейский, североамериканский, дальневосточный. В них выделяют крупные международные валютно-финансовые центры:

в Европе – Лондон, Цюрих, Франкфурт-на-Майне, Париж;

в Северной Америке – Нью-Йорк;

в Азии – Токио, Сингапур, Гонконг.

На мировых валютных рынках банки проводят операции с валютами, которые широко используются в международном платежном обороте.

На региональных валютных рынках банки проводят операции только с конкретными конвертируемыми валютами (сингапурский доллар, саудовский реал, кувейтский динар и т.д.).

Под национальными валютными рынками, как правило, понимается вся совокупность операций, осуществляемых банками, расположенными на территории данной страны по валютному обслуживанию своих клиентов, в числе которых могут быть компании, частные лица, а так же банки, не специализирующиеся на проведении международных валютных операций.

Кроме того, к операциям внутреннего национального рынка могут быть отнесены валютные операции, совершаемые отдельными компаниями между собой, операции между частными лицами, а также операции проводимые на валютных биржах.

Выделение национальных, региональных и международных валютных рынков в настоящее время является в значительной мере условным, то есть благодаря развитию техники связи, снятия валютных ограничений в развитых странах валютный рынок приобрёл относительную технико-организационную целостность в мировом масштабе. По экспертным оценкам объём операций на межбанковском рынке составляет в среднем 40,1 млн. долл.

3) В зависимости от степени либерализации валютного законодательства валютный рынок делится на официальный и «чёрный».

Официальным является рынок, где операции с иностранной валютой легализованы и осуществляются в строгом соответствии с действующим валютным законодательством.

4) В зависимости от механизма осуществления торгов на официальном валютном рынке, он в свою очередь делится:

- биржевой, который представлен деятельностью валютных бирж;

- внебиржевой, который организован дилерами (членами и не членами валютной биржи), осуществляющих операции с валютой по телефону и компьютерным сетям.

Операции внебиржевого рынка осуществляются на межбанковском и клиентском валютном рынке (операции с валютой клиентами банка).

Межбанковские валютные рынки представлены прежде всего НБУ, коммерческими банками, уполномоченными кредитно-финансовыми

учреждениями (которые получили лицензии НБУ на право совершения операций с валютой) и валютной биржей.

Субъекты межбанковского валютного рынка Украины покупают иностранную валюту для соответствующих нужд и по поручениям клиентов (резидентов, нерезидентов) с целью перечисления иностранной валюты за пределы Украины.

Цели, на которые может быть приобретена иностранная валюта на межбанковском рынке определены целым рядом нормативных актов Национального банка Украины, касающихся банков, юридических и физических лиц.

«Чёрный» рынок – это нелегальный рынок, где осуществляются операции с валютой физическими лицами в обход действующего валютного законодательства.

Соотношение между официальным и чёрным рынком определяют:

- степенью регулирования валютных отношений в стране;
- границами допустимых отклонений рыночного курса от официального;
- доступностью для всех субъектов валютного рынка операций на его официальном сегменте;
- разветвлённостью обменных пунктов.

5) По видам валютных курсов различают валютные рынки с одним и двойным режимом валютных курсов.

Валютный рынок со свободными валютными курсами характеризуется наличием плавающих валютных курсов, котировки которых устанавливаются на биржевых торгах.

Двойной режим валютных курсов означает, что часть валютного рынка обслуживает операции текущего платёжного баланса, регулируемого властями (ограниченное число участников и котировки валют, осуществляет жёсткий контроль).

Вместе с тем существует свободный рынок для финансовых операций, курс на котором отличается от курса на регулируемом рынке.

б) По сроку различают наличный и срочный валютный рынок (соотношение зависит от степени развитости относительно накопленного опыта и правового обеспечения).

-2-

Функционирование валютного рынка основано прежде всего на торговле валютой.

Под торговлей валютой понимается покупка и продажа иностранной валюты за национальную и другие конвертируемые валюты.

Термин «валюта» в международной торговле означает денежные знаки иностранных государств, а также кредитные и платёжные



документы, выраженные в иностранных денежных единицах и применяемые в международных расчётах.

Отношения между участниками валютного рынка невозможны без обмена валютами и определения их пропорций.

Под обменом одной валюты на другую понимается покупка и продажа иностранной валюты за национальную или другие валюты, а пропорции их обмена устанавливаются через их котировку.

Котировка – определение и установление курса иностранной валюты к национальной. Котировка валют позволяет определить соотношение двух денежных единиц, предлагаемых для обмена.

Исторически сложились два метода котировки: прямая и косвенная. При прямой котировке, применяемой в настоящее время большинством стран, за единицу или кратное число единиц принимается иностранная валюта, которая соизмеряется с национальной. Котировка делается всегда с точностью до четырех знаков после запятой.

Косвенная котировка, обратная прямой, когда за единицу принята национальная валюта, курс которой выражается в определенном количестве иностранных денежных единиц.

Преимущественно косвенная котировка применяется в Великобритании. Что касается США, то для внутренних целей используется принцип прямой котировки, а в международной сфере американские банки применяют метод косвенной котировки для многих валют, кроме фунта стерлингов.

Косвенная котировка имеет определенное практическое преимущество, так как на ее основе без всяких вычислений можно определить разницу между курсами национальной валюты к иностранным валютам.

Вид валютной котировки не влияет ни на состояние валюты, ни на уровень ее курса, ибо сущность валютного курса единая и все пары обратимы:  $1\text{£} = 1,5\text{\$}$  и  $1\text{\$} = 0,75\text{£}$ .

Валютный курс – это соотношение обмена двух денежных единиц на валютном рынке, формирующееся в зависимости от спроса и предложения той или иной валюты, а так же от ряда других факторов.

Существует также дифференциация курсов в зависимости от покупки или продажи валюты:

1) Курс покупателя (по нему приобретается валюта);  
2) Курс продавца (по этому курсу валюта продается банком). Курсы продавцов выше курсов покупателей, за исключением валютного рынка Лондона (косвенная котировка). Разница между курсами составляет банковскую прибыль (маржу).

3) Средний курс – средняя арифметическая курсов продавца и покупателя. Она используется в основном дилерами, а также при экономических сопоставлениях за определенные промежутки времени,

иногда во внешнеторговых контрактах для определения курсов валют или способов их пересчета.

4) Кросс-курсы. Котировка двух иностранных валют, ни одна из которых не является национальной валютой участника сделки, или соотношение двух валют, которое вытекает из их курса по отношению к какой-либо третьей валюте.

С 50-х годов кросс-курс национальных валют устанавливается, как правило, к доллару США.

При использовании обратной котировки курс фунта стерлингов к швейцарскому франку рассчитывается из курсов этих валют к доллару.

5) Фиксинг - курс – определение межбанковского курса путем последовательного сопоставления спроса и предложения по каждой валюте, а затем на этой основе установление курсов продавца и покупателя.

Курсы продавцов и покупателей публикуются в официальных бюллетенях – своего рода прейскурантах иностранных валют. Обычно в таких котировальных таблицах публикуются не все курсы дня, а лишь курсы при последних валютных сделках, называемых заключительными. При этом в одних бюллетенях указываются курсы продавцов и покупателей, а в других – средние курсы.

Курсы, обозначаемые в котировальных таблицах – это, как правило, курсы телеграфного перевода. Курсы других платежных средств определяются на основе курса телеграфного перевода, который почти всегда выше курса почтового перевода, чека, срочной тратты и банкноты, так как при телеграфном переводе инвалюта выплачивается банком немедленно или на следующий день после получения перевода от иностранного банка.

Курс чека всегда ниже курса телеграфного перевода и, как правило, устанавливается на его основе за вычетом процентов за число дней, необходимых для доставки этого платежного документа авиапочтой из одной страны в другую.

Курс срочной тратты устанавливается на основе курса телеграфного перевода за вычетом процентов за число дней с момента покупки векселя до его оплаты.

Курс иностранных банкнот обычно приближен к курсу почтового перевода, отклоняясь от него вверх или вниз в зависимости от спроса и предложения этого средства платежа. Курс банкнот при покупке устанавливается, как правило, ниже курса чека, а при продаже – чуть выше.

Все виды обменных курсов определяются через колебания спроса и предложения. Но на состояние курсов, более чем на все другие цены, оказывают влияние так называемые внерыночные факторы, главным образом – государственное вмешательство.

В прошлом валютные курсы закреплялись на относительно твердой основе – золотом содержании валюты. Установленный в 1933 году паритет 35 долларов США за 1 тройскую унцию (31,1 грамм) золота продержался без изменений 35 лет.

Каждая национальная денежная единица имела определенное золотое содержание и обменивалась на золото, вопрос о валютном обмене решался путем сопоставления весовых количеств золота, нахождением золотого паритета валют. Отклонения были и тогда, но они находились в пределах так называемых «золотых точек», то есть отражали различия в расходах по упаковке, транспортировке, при пересылке монетного или слиткового золота.

Пик цен на золото (до 800\$) приходился на конец 79 – начало 80 года. 1993-1994 гг. – цена 350-400\$ за унцию.

Что же управляет валютным курсом в современных условиях?

Прежде всего следует различать конъюнктурные и структурные (долгосрочные) изменения, влияющие на валютный курс.

Конъюнктурные факторы связаны с колебаниями деловой активности, политической и военно-политической обстановкой, со слухами, догадками и прогнозами. Обменный курс зависит от того, насколько пессимистично или оптимистично настроено общество в отношении правительственной политики (курс \$ падал во время войны с Ираком, кризисные явления 1991-1992 гг. Референдумы о вхождении в Европейскую валютную систему вызвали заметные колебания курсов ряда европейских валют.

Наряду с конъюнктурными факторами, влияние которых предусмотреть трудно, на динамику курса валюты действуют и относительно долговременные тенденции, определяющие положение той или иной национальной денежной единицы в валютной иерархии.

В числе этих факторов выделяют следующие:

1) Конкурентоспособность товаров на мировых рынках и ее изменение. Форсированный экспорт стимулирует приток иностранной валюты.

2) Рост национального дохода, обуславливает повышенный спрос на иностранную продукцию, между тем, как товарный импорт может увеличить отток инвалюты.

3) Последовательное повышение внутренних цен по сравнению с ценами на рынках партнеров ( $P > P_1$ ) усиливает закупки более дешевых иностранных товаров. В результате понижается предложение иностранной валюты и происходит обесценение отечественной.

4) При прочих равных условиях повышение процентных ставок является фактором привлечения иностранного капитала и, соответственно, иностранной валюты, а также может вести к удорожанию отечественной.

Но это приводит к удорожанию кредита, угнетающе действует на инвестиционную деятельность внутри страны.

5) Степень развитости рынка ценных бумаг, составляющих конкуренцию валютному рынку. Фондовый рынок притягивает национальные денежные средства, которые в противном случае использовались бы на покупку иностранной валюты.

6) Инфляционные процессы. Наблюдается достаточно ясно выраженная зависимость уровня инфляции (рост цен внутри страны) от понижения курса ее валюты (на долгосрочный период).

7) Государственное регулирование. Если в стране проводится ограничительная политика, то этому сопутствует, как правило, временное угнетение деловой активности. Импорт падает, экспорт растет (поставщик активизирует поиск рынков сбыта). Результатом может быть положительное сальдо платежного баланса и повышение обменного курса. В противоположном направлении действует политика увеличения бюджетных расходов и денежной массы, возрастание платежного дефицита и удешевление валюты.

Инструментом специального государственного воздействия на валютный курс являются такие макроэкономические действия, как манипулирование процентными ставками, валютные интервенции и девальвация. Эпизодическое воздействие на валютный курс оказывают внерыночные силы, стихийные бедствия, войны, социальные конфликты, а также открытие новых месторождений (открытие нефти в Великобритании позволили экспортировать нефть, что привело к удорожанию £).

Важное место при изучении факторов, влияющих на валютный курс, оказывает его прогнозирование. При составлении количественных параметров начинают, обычно, с предположительного поведения денежных агрегатов.

Инструментом такого анализа может служить известное уравнение обмена:  $MV=PY$ .

Записав это уравнение для гривны (грн.) и доллара (долл.), получим:

$$M_{\text{грн}}V_{\text{грн}} = P_{\text{грн}}Y_{\text{грн}}, \quad (5.1)$$

$$M_{\text{долл}}V_{\text{долл}} = P_{\text{долл}}Y_{\text{долл}}, \quad (5.2)$$

и поделив одно уравнение на другое, получим соотношение для цен, которое соответствует паритету покупательной способности гривны и доллара:

$$\frac{P_{\text{грн}}}{P_{\text{долл}}} = \frac{M_{\text{грн}}}{M_{\text{долл}}} * \frac{Y_{\text{долл}}}{Y_{\text{грн}}} * \frac{V_{\text{грн}}}{V_{\text{долл}}}. \quad (5.3)$$

То есть, при постоянном скоростном коэффициенте  $V_{\text{грн}} / V_{\text{\$}}$  из этого уравнения следует, что цена доллара в гривнах должна расти на 1% :

- на каждый 1% роста гривенной денежной массы  $M_{\text{грн}}$ ;
- на каждый 1% падения долларовой денежной массы  $M_{\text{\$}}$ ;
- на каждый 1% падения реального ВВП в гривенной зоне  $Y_{\text{грн}}$ ;

- на каждый 1% роста реального ВВП в долларовой зоне Y\$.

Оправдывает себя и технический или графический подход к составлению прогнозов, по которым можно экстраполировать в будущее. Так же могут быть вероятны повторения тех или иных «графических моментов», которые возникали в недавнем прошлом (ступенчатость роста курса и др.).

-3-

Все операции с иностранной валютой и ценными бумагами в иностранной валюте подразделяются на:

- 1) текущие валютные операции;
- 2) валютные операции, связанные с движением капитала.

В настоящее время более широкое значение приобрели текущие валютные операции. При этом отсрочка платежа предоставляется на минимальный срок.

Все валютные операции тесно взаимосвязаны, поэтому их достаточно сложно их классифицировать. Общий состав операций с валютой можно представить следующей схемой, представленной на рисунке 5.1.

Каждая из этих операций имеет свои особенности назначения.

### **Установление корреспондентских отношений с иностранными банками.**

Для осуществления международных расчетов банк открывает в иностранных банках и у себя корреспондентские счета «НОСТРО» и «ЛОРО». Счет «ностро» это текущий счет, открытый на имя коммерческого банка у банка корреспондента. Счет «лоро» – это текущий счет, открытый в коммерческом банке на имя банка-корреспондента.

### **Операции по международным расчетам, связанные с экспортом и импортом товаров и услуг.**

Во внешней торговле применяются такие формы расчетов, как документарный аккредитив, документарное инкассо, банковский перевод.

Документарный аккредитив это обязательство банка, открывшего аккредитив (банка-эмитента) по просьбе своего клиента-приказодателя (импортера), производить платежи в пользу экспортера (бенефициара) против документов, указанных в аккредитиве.

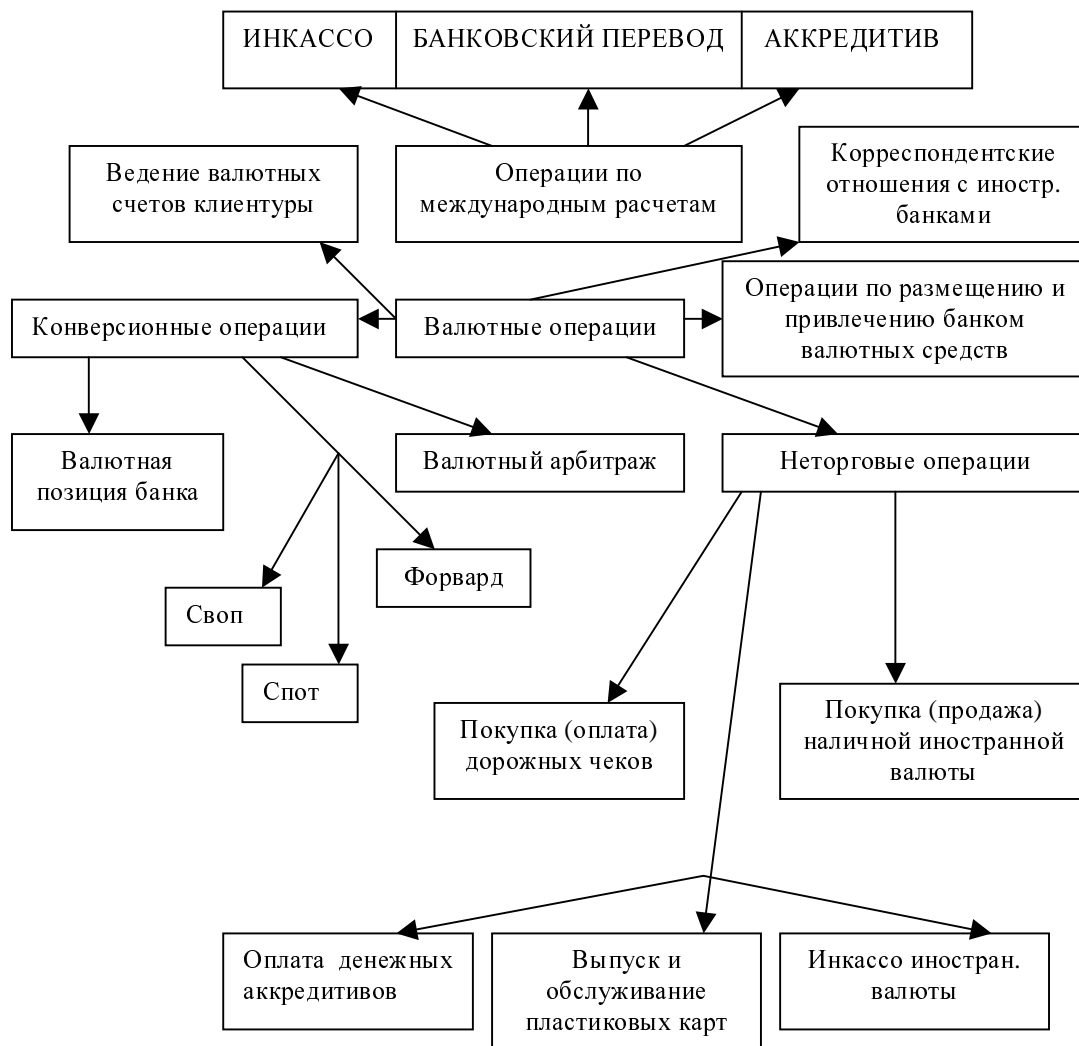


Рисунок 5.1 – Схема классификации операций с валютой

При расчетах по экспорту в форме документарного аккредитива иностранный банк открывает его у себя по поручению фирмы-экспортера и посылает банку об этом аккредитивное письмо, в котором указывается вид аккредитива и порядок выплат по нему. На каждый аккредитив открывается досье.

В расчетах по форме документарное инкассо – банк-эмитент принимает на себя обязательство предъявить предоставленные доверителем документы плательщику (импортеру) для акцепта и получения денег.

При применении банковских переводов в расчетах вся валютная выручка зачисляется на транзитные счета в уполномоченных банках. После поступления ее на транзитный счет в поручение о переводе поступившей суммы или части ее на текущий счет указывается и продажа части экспортной выручки на внутреннем валютном рынке в порядке обязательной продажи.

## **Операции по привлечению и размещению банком валютных средств.**

Эти операции включают в себя следующие виды:

1. привлечение депозитов:
  - физических лиц;
  - юридических лиц, в том числе межбанковские депозиты.
2. выдача кредитов:
  - физическим лицам;
  - юридическим лицам.
3. размещение кредитов на межбанковском рынке.

## **Открытие и ведение валютных счетов клиентуры.**

Данная операция включает в себя следующие виды:

- открытие валютных счетов юридическими лицами (резидентами и нерезидентами); физическим лицам;
- начисление процентов по остаткам на счетах;
- предоставление выписок по мере совершения операции;
- оформление архива счета за любой промежуток времени;
- выполнение операций по распоряжению клиентов, относительно средств на их валютных счетах (оплата предоставленных документов, покупка и продажа инвалюты за счет средств клиентов);
- контроль за экспортно-импортными операциями.

## **Неторговые операции коммерческого банка**

К неторговым операциям относятся операции по обслуживанию клиентов, не связанных с проведением расчетов по экспорту и импорту товаров и услуг клиентов банка движением капитала. Уполномоченные банки могут совершать следующие операции неторгового характера:

1. Покупку и продажу наличной инвалюты и платежных документов в инвалюте;
2. Инкассо иностранной валюты и платежных документов в валюте;
3. Осуществлять выпуск и обслуживание пластиковых карточек клиентов банка;
4. Производить покупку (оплату) дорожных чеков иностранных банков;
5. Оплату денежных аккредитивов и выставление аналогичных аккредитивов.

## **Конверсионные операции.**

Конверсионные операции представляют собой сделки покупки и продажи наличной и безналичной иностранной валюты (в том числе и валюты с ограниченной конверсией) против наличных и безналичных гривен.

*Сделка с немедленной поставкой* (наличная сделка – cash) – это конверсионная операция с датой валютирования, отстоящей от дня заключения сделки не более, чем на два рабочих банковских дня.

1) При этом под сделкой типа «TODAY» понимается конверсионная операция с датой валютирования в день заключения сделки.

2) Сделка типа «TOMORROW» представляет собой операцию с датой валютирования на следующий за днем заключения сделки рабочий банковский день.

3) Под сделкой типа «SPOT» понимается конверсионная операция с датой валютирования на второй за днем заключения сделки рабочий банковский день.

Главными целями проведения операций «spot» являются:

- обеспечение потребностей клиента банка в иностранной валюте;
- перелив средств из одной валюты в другую;
- проведение спекулятивных операций.

Второй вид сделок – *срочные операции*. Расчет по ним производится более чем через два рабочих дня после их заключения. Срочные сделки заключаются в целях:

- страхования от изменения курсов валют;
- извлечения спекулятивной прибыли.

На практике используются следующие виды срочных сделок:

1) Форвардные операции.

Форвардные сделки возникли как форма страхования при внешнеторговых операциях. Если товар продается в кредит, то экспортер, стремясь сохранить стоимость своей валютной выручки, заключает срочную сделку по продаже валюты по существующему в данный момент курсу. Импортёр, закупая товар в кредит и страхуя себя от повышения курса валюты страны происхождения товара, может выступить в качестве покупателя этой валюты по фиксированному на момент заключения срочной сделки курсу.

Форвардный курс складывается из СПОТ-курса на момент заключения сделки и премии, или дисконта, то есть надбавки или скидки в зависимости от процентных ставок на данный срок. Форвардный курс имеет тенденцию превышать курс СПОТ на столько, на сколько банковские ставки котирующейся валюты ниже, чем процентные ставки контрагентной валюты. То есть, валюта страны, где банковская ставка выше на 1% будет



иметь в форвардных сделках 1% скидку, срочный курс будет на 1% ниже курса СПОТ. Там же, где процентные ставки ниже, в форвардном курсе будет находиться премия по сравнению со СПОТ-курсом. При одинаковых ставках банковского процента регулятором валютного обмена остается СПОТ-курс.

Среди прочих сделок с иностранной валютой, кроме сделок с условием поставки валюты на определенную дату (сделки с аутрайтом), выделяются сделки с опционом – с условием нефиксированной даты поставки. Различают опционы временные, опционы покупателя и продавца. Во всех случаях одна из сторон платит другой дополнительную премию, но в замен получает особое право. При временном опционе – право выбора времени поставки валюты. Банк продает валюту своему клиенту по форвардному курсу плюс дополнительная премия с дополнительным сроком поставки. Но клиент получает право потребовать выплату в любое время в течение фиксированного периода.

Если опцион получает покупатель, то в качестве предмета выбора может быть право отказаться от приема валютного товара. Право отказаться от сделки в течение форвардного срока может принадлежать и продавцу, который уплатит премию покупателю.

*Сделка «своп»* - это покупка или продажа валюты на условиях фиксированного курса, но с одновременным заключением обратной форвардной сделки.

При этом два партнера (банки, корпорации) договариваются о встречных платежах. По операциям «своп» наличная сделка совершается по курсу СПОТ, который в контрсделке (срочной) корректируется с учетом премии или дисконта, в зависимости от движения валютного курса.

Операции «своп» используются в целях:

- совершения коммерческих сделок – банк продает иностранную валюту на условиях немедленной поставки и одновременно покупает ее на срок. Например, коммерческий банк имел лишние доллары сроком на 6 месяцев, продает их за национальную валюту на условиях СПОТ одновременно, учитывая потребность в долларах через 6 месяцев, банк покупает их по курсу форвард. При этом возможен убыток на курсовой разнице, но в итоге банк получает прибыль, предоставляя в кредит национальную валюту.

- приобретение банком необходимой валюты без валютного риска (на основе покрытия контрсделкой) для обеспечения международных расчетов.

- кредитование клиентов. Например, клиент предъявляет спрос на кредиты в определенной валюте (швейцарские франки), а банк располагает ресурсами в другой валюте (долларах). Он может удовлетворить

кредитную заявку, переведя доллары в швейцарские франки путем операции «своп».

Различают операции «процентный своп» и «валютный». «Валютный своп» используется в целях страхования от рисков неблагоприятного изменения процентных ставок и валютных рисков по кредитным операциям.

Операция «процентный своп» представляет срочное или долгосрочное соглашение между двумя банками или финансовыми организациями, согласно которому одна сторона берет на себя обязательство выплачивать по определенной сумме кредита проценты по фиксированной ставке, а другая обязуется выплачивать по той же сумме кредита, выраженной в той же валюте, но по плавающей ставке.

При этом участники сделки «процентный своп» не вступают в кредитные отношения между собой, а реального движения средств по кредиту не происходит.

По сделке «валютный своп» стороны согласовывают сумму основного долга в одной валюте и ее эквивалент в другой валюте, то есть обе стороны обмениваются обязательствами по займам. Но в отличие от «процентного свопа», где реального движения средств не происходит и стороны обмениваются только процентными платежами (при этом на практике платежи производятся, как правило, в размере разницы между большей и меньшей суммами начисленных процентов), по сделке «валютный своп» платежу подлежат как сумма процентов, так и основная сумма.

*Валютный арбитраж* – особый вид валютных сделок, основная цель проведения которых – извлечение прибыли в разнице курсов валют на рынках разных стран (пространственный арбитраж) или на изменении валютного курса во времени (временной арбитраж). Необходимым условием для его проведения является свободная обратимость валют. Предпосылкой служит несовпадение курсов.

Различают также конверсионный арбитраж, предполагающий покупку валюты самым дешевым образом, используя наиболее выгодный рынок, в отличие от пространственного арбитража в конверсионном арбитраже начальная и конечная валюты не совпадают.

Процентный арбитраж предполагает получение прибыли на разнице в процентных ставках на различных рынках ссудных капиталов. При проведении процентного арбитража необходимо учитывать не только разницу в процентных ставках, но и размер премии при совершении операции «форвард».

4) Наиболее современной операцией на валютном рынке являются фьючерсный контракт. Фьючерсы возникли в виде контрактов на поставку сырья и продовольствия по согласованной цене к определенному сроку.

Фьючерсные контракты используются и на валютном рынке, где продаются и покупаются пакеты ценных бумаг, депозиты, иностранная валюта. Выставляя финансовые фьючерсы на продажу, брокеры обычно сообщают дату заключения и погашения контракта, процентные ставки. Выгода для покупателей будет зависеть от изменения валюты, в которой составлен контракт, и процентов по краткосрочным банковским вкладам.

Фьючерсные контракты – показатель активности рынка ценных бумаг. Биржа выступает посредником между продавцом и покупателем фьючерсов, гарантирует урегулирование и исполнение расчетов. Для этого с продавцов и покупателей взимается гарантийный взнос, составляющий определенный процент от суммы сделки.

Со стабилизацией долларowego курса цены на рынке фьючерсов успокаиваются. Но ожидание перемен (инфляция условий кредита) может заметно развести динамику валютных и фьючерсных курсов.

5) Методы страхования валютных рисков – это финансовые операции, позволяющие либо полностью, либо частично уклоняться от риска убытков, возникающего в связи с ожидаемым изменением валютного курса.

Система мер по уменьшению валютных потерь называется хеджированием. К ним можно отнести рассмотренные виды валютных операций: форварды, опционы, своп - сделки, фьючерсы. Они служат естественными методами краткосрочного хеджирования, которое заложено в самой двойкой роли валютной операции – получение прибыли и страхование от убытков.

Кроме этих валютных операций существуют методы прямого страхования рисков:

1) Структурная балансировка резервов, заключающаяся в стремлении поддерживать такую структуру активов и пассивов, которая позволит перекрыть убытки от изменения валютного курса прибылью, получаемой от этого же изменения по другим позициям баланса. Кроме этого, данная мера подразумевает освобождение от ненадежных фондовых ценностей.

2) Манипулирование сроками платежа – «лидз энд лэгз» - опережение и отставание. Когда ожидаются резкие изменения валютных курсов, то банки стремятся манипулировать сроками расчетов: если ожидается повышение курса валюты платежа, применяются досрочные выплаты и наоборот, если предполагается понижение курса, то платеж задерживают. Подобные меры используют при оплате товара и услуг, переводе прибыли. Применение этих методов может быть ограничено условиями контракта.

3) Дисконтирование векселей в иностранной валюте является формой страхования внешнеторговых операций, при которых банк не берет на себя риск валютных колебаний. При подобном хеджировании клиента,

он может получить сумму долга по согласованному с банком курсу, но с оплатой комиссионных.

4) Хеджирование путем «мультивалютной оговорки», в соответствии с которой сумма денежных обязательств пересчитывается в зависимости от изменения курсового соотношения между валютой платежа и, соответственно, «валютной корзиной» (валюты, курсы которых «плавают» в противоположных направлениях, делая стоимостную корзину более стабильной). «Корзина», как метод измерения средневзвешенного курса валюты платежа по отношению к определенному набору других валют снижает вероятность резкого изменения суммы платежа.

5) Самострахование. Применяется предприятиями независимо от других методов и заключается в том, что величина возможного убытка от изменения валютного курса заранее включается в цену и используется для образования страхового фонда.

-4-

Операции с иностранной валютой на территории Украины осуществляются в соответствии с Декретом Кабинета Министров Украины «О системе валютного регулирования и валютного контроля» от 19 января 1993 года и других документов, которые определяют, что участниками рынка в Украине являются:

- 1) НБУ;
- 2) Уполномоченные коммерческие банки;
- 3) Кредитно-финансовые учреждения, которые получили лицензию НБУ на право проведения валютных операций;
- 4) Юридические лица, которые заключили с агентами соглашение на открытие пунктов обмена иностранных валют;
- 5) Кредитно-финансовые учреждения-нерезиденты, которые получили индивидуальные лицензии НБУ на право проведения операций на валютном рынке Украины.

К валютным операциям в целом относятся операции, связанные:

- с переходом права собственности на валютные ценности, за исключением операций, которые осуществляются между резидентами в валюте Украины;
- с использованием валютных ценностей в международном обороте, как способов платежа;
- с ввозом, переводом и пересылкой на территории Украины и вывозом, переводом за ее пределы валютных ценностей.

Валютными ценностями на территории Украины являются:

- 1) Валюта Украины, под которой понимают денежные знаки в виде банкнот, казначейских билетов, монет, в других формах, которые

пребывают в обороте и являются законным платежным средством на территории Украины.

2) Платежные документы и другие бумаги (акции, облигации, купоны к ним, векселя, аккредитивы, чеки, депозитные сертификаты, другие банковские документы, выраженные в валюте Украины).

3) Иностранная валюта – иностранные денежные знаки в виде банкнот, казначейских билетов, монет, которые являются законным платежным средством на территории соответствующего иностранного государства, средства в денежных единицах, которые находятся на счетах, или вносятся в банковские или другие кредитно-финансовые учреждения за границами Украины.

4) Платежные средства, выраженные в иностранной валюте или монетарных металлах.

5) Монетарные металлы: золото и металлы иридиево-платиновых групп в каком-либо виде и состоянии, за исключением ювелирных, промышленных и бытовых изделий из этих металлов и лома этих металлов.

Участниками валютных операций могут быть юридические и физические лица, которые с точки зрения валютного регулирования рассматриваются как резиденты и нерезиденты.

К резидентам принадлежат:

1) Физические лица (граждане Украины, иностранные граждане, лица без гражданства), которые имеют постоянное место проживания на территории Украины, в том числе те, которые временно находятся за границей.

2) Юридические лица, субъекты предпринимательской деятельности, которые не имеют статуса юридического лица (филиалы) с местонахождением на территории Украины, которые осуществляют свою деятельность на основании законов Украины.

3) Дипломатические, консульские, торговые и другие официальные представительства Украины за границей, которые пользуются имуществом и дипломатическими привилегиями, а также филиалы и представительства предприятий за границей, которые не осуществляют предпринимательской деятельности.

Нерезиденты – наоборот.

Резиденты и нерезиденты имеют право также осуществлять операции с учетом ограничений, установленных Декретом Кабинета Министров.

Для осуществления операций с валютой резидент -юридическое лицо обязан открыть в банке валютные счета, которые делятся на:

- расчетные;
- субрасчетные;
- депозитные и др.

Одновременно с открытием расчетного счета в иностранной валюте юридическими лицами открывается распределительный (блокировочный или транзитный) счет.

Распределительный счет – это валютный счет, на который зачисляются суммы валютных поступлений от продажи товаров и услуг за иностранную валюту независимо от источников ее поступления. Указанная сумма подлежит обязательному и полному зачислению на специальный распределительный счет, который открывается в коммерческих банка, которые имеют лицензию НБУ.

На текущий валютный счет зачисляется часть валютных средств, которая остается в распоряжении предприятия, организации после обязательной продажи части поступлений в иностранной валюте.

На субрасчетный счет могут быть зачислены валютные средства за реализованные товары и услуги, перечисленные головным предприятием или купленные на межбанковском рынке. Они открываются для филиалов и других подразделений, которые имеют право на использование иностранной валюты.

Депозитные счета в иностранной валюте открываются физическим и юридическим лицам (резидентам и нерезидентам) на основании депозитного договора между собственником счета и банком на определенный в договоре срок.

Осуществление расчетных операций и выдача наличности с депозитных счетов юридических лиц запрещается.

В соответствии с Декретом Кабинета Министров Украины «О системе валютного регулирования и валютном контроле» все поступления на счета резидентов в иностранной валюте подлежат обязательной продаже через уполномоченные банки на межбанковском рынке на протяжении 5 банковских дней с момента зачисления этих поступлений. Обязательной продаже через уполномоченные банки на межбанковском валютном рынке подлежат 50% поступлений в иностранной валюте. Остаток средств остается в распоряжении резидентов и используется ими в соответствии с правилами валютного регулирования.

Законодательными актами по вопросам валютного регулирования предусмотрен ряд случаев, когда резиденты освобождаются от обязательной продажи поступлений в иностранной валюте. Так, обязательной продаже не подлежат:

1) Средства в конвертируемой валюте, приобретенные на межбанковском валютном рынке.

2) Средства в иностранной валюте, полученные физическими лицами-резидентами, включая оплату труда, за исключением средств, полученных от предпринимательской деятельности.

3) Средства в иностранной валюте, которые принадлежат дипломатическим, консульским, торговым и другим представительствам

Украины, которые пользуются иммунитетом и дипломатическими привилегиями.

4) Средства в иностранной валюте, которые принадлежат уполномоченным банкам, которые имеют лицензию НБУ.

5) Средства в международных единицах, которые использовались в торговом обороте с зарубежными странами.

б) Средства в иностранной валюте, полученные от приватизации государственного имущества.

При заключении договоров на импорт продукции в Украину резидент должен использовать формы расчетов с нерезидентами, предусмотренные действующим законодательством, и с учетом ограничений, установленных НБУ на момент совершения расчетов.

Импортные операции резидентов, которые осуществляются на основании отсрочки платежа, когда отсрочка более 90 дней с момента совершенствования авансового платежа или выставления векселя в пользу поставщика продукции, необходимо индивидуальное разрешение регионального управления НБУ по месту регистрации плательщика.

При отсутствии на счете резидента предусмотренной контрактом свободно конвертируемой валюты, уполномоченный банк осуществляет конвертацию имеющейся валюты в валюту контракта по курсу покупки.

В случае использования другой свободно конвертируемой валюты, предусмотренной контрактом, пересчет контракта в валюту, в которой будет осуществлен платеж, проводится по кросс-курсу на последнюю дату публикации в «Financial times» перед совершением платежа или по данным системы Рейтер на дату совершения платежа.

Резиденты, которые покупают иностранную валюту через уполномоченные банки для обеспечения исполнения обязательств перед нерезидентами, обязаны осуществлять перерасчет таких сумм на валютные счета резидентов.

Нарушение резидентами предусмотренных сроков влечет за собой начисление пени за каждый день просрочки в размере 0,3% от суммы недополученной выручки (таможенная стоимость недопоставленной продукции) в иностранной валюте, пересчет по официальному валютному курсу в день начисления пени.

В случае нарушения резидентами определенных сроков приобретения валюта продается уполномоченным банком на протяжении 5 рабочих дней на межбанковском рынке Украины.

Развитие валютного рынка невозможно без создания эффективной системы валютного контроля, целью которого является обеспечение выполнения норм валютного законодательства Украины всеми резидентами и нерезидентами на территории государства.

Главным органом валютного контроля в Украине является НБУ. Национальный банк не только контролирует выполнение правил

регулирования валютных операций на территории Украины, а и обеспечивает выполнение уполномоченными банками функций по осуществлению валютного контроля по операциям, которые проводятся через эти банки.

Другие государственные органы также имеют некоторые полномочия в сфере валютного контроля. Например:

- государственная налоговая инспекция – осуществляет финансовый контроль за валютными операциями;
- государственная таможенная служба – контролирует выполнение правил перемещения валютных ценностей за границу;
- министерство связи – наблюдает за выполнением правил почтовых переводов и пересылку валютных ценностей за границу.



## **6 Финансовые услуги на фондовом рынке: структура и особенности.**

**1 Особенности рынка ценных бумаг, его функции и инструменты.**

**2 Операции на первичном и вторичном рынке ценных бумаг.**

**3 Механизм купли-продажи ценных бумаг.**

**4 Экономико-статистические показатели, применяемые в биржевой деятельности.**

**5 Международный рынок ценных бумаг.**

-1-

Рынок ценных бумаг – часть рынка ссудных капиталов, который отличается от других видов рынка прежде всего специфическим характером своего товара.

Ценная бумага – товар особого рода. Это одновременно и титул собственности и долговое обязательство, это право на получение дохода и обязательство этот доход выплачивать.

Это товар, который не имея собственной стоимости может быть продан по высокой цене. Объясняется это тем, что ценная бумага представляет определенную величину реального капитала, вложенного в промышленное предприятие. Возможность существенного отклонения от номинала означает, что ценная бумага представляет собой “фиктивный капитал”.

Фиктивный капитал – бумажный двойник реального капитала, который представляет собой промышленный капитал с обособившимися функциональными формами (торговой и ссудной).

Цена фиктивного капитала определяется двумя обстоятельствами:

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

Она прямо пропорциональна превышению спроса на капитал над его предложением и величине дохода от ценной бумаги и обратно пропорциональна превышению предложения капитала над его спросом и уровню нормы банковского процента в стране. Поэтому цена фиктивного капитала – стоимостная рыночная категория, неизбежно подверженная частым колебаниям.

Фиктивный капитал отличается от ссудного капитала. Ценные бумаги – это одна из сфер размещения ссудного капитала.

Ценная бумага всегда является “символом” денежного капитала или других материальных ценностей. Поэтому ее часто называют “фондовой ценностью”. Вместе с тем ценная бумага – это всегда определенный “фондовый инструмент”, с помощью которого можно получить доступ к реальным ценностям или обеспечить переход этих ценностей от одного субъекта к другому.

Рынок ценных бумаг – регулятор многих стихийно протекающих в рыночной экономике процессов. Ценные бумаги являются средством, обеспечивающим работу этого механизма. Они абсорбируют временно свободный капитал и через куплю продажу помогают переместить его в нужном направлении. В практике рыночной экономики это ведет к тому, что капитал размещается главным образом в тех производствах, которые действительно необходимо обществу. В результате возникает оптимальная структура общественного производства.

Исходя из этого можно выделить пять основных функций рынка ценных бумаг:

1) рынок ценных бумаг исполняет роль регулятора инвестиционных потоков, обеспечивающего оптимальную для общества структуру использования ресурсов.

2) рынок ценных бумаг обеспечивает массовый характер инвестиционного процесса, позволяя любым экономическим агентам, имеющим свободные денежные средства, осуществлять инвестиции в производство;

3) является индикатором состояния экономики страны.

4) с помощью ценных бумаг реализуются принципы демократизма в управлении экономикой на микроуровне (принятие решений путем голосования владельцев акций).

5) является важным инструментом государственной финансовой политики; основным рычагом через который реализуется данная функция является рынок государственных ценных бумаг, посредством которого государство воздействует на денежную массу и, следовательно, на расширение или сокращение уровня ВВП.

Как инструмент государственной финансовой политики рынок государственных ценных бумаг выполняет следующие функции:

1) финансирование дефицита бюджетов органов власти разных уровней. В результате выпуска государственных ценных бумаг и реализации их на открытом рынке правительство получает необходимые финансовые средства, которые направляются на покрытие дефицита государственного бюджета.

2) финансирование конкретных проектов (обычно прибегают муниципальные власти).

3) регулирование объема денежной массы, находящейся в обращении. Покупка центральным банком государственных ценных бумаг

увеличивает объем денежной массы в обращении, а продажа сокращает денежные агрегаты.

4) поддержание ликвидности финансово-кредитной системы (реализация через рынок ГКО).

5) другие вспомогательные функции (ценные бумаги, приватизация).

Инструменты рынка ценных бумаг имеют различные виды классификаций. Рассмотрим укрупненные характеристики каждой из них.

I. Самая общая классификация делит все инструменты фондового рынка на три группы:

1) ценные бумаги (акции, облигации) – фиктивный капитал первого порядка;

2) опцион – фиктивный капитал второго порядка;

3) фьючерсы – фиктивный капитал третьего порядка.

II. С точки зрения порядка подтверждения прав владельцев ценной бумаги (ценные бумаги на предъявителя, именные ценные бумаги, ордерные ценные бумаги (подтвержденные передаточной надписью, векселя, чеки).

III. Деление их на долговые (облигации) и недолговые (акции, опцион).

IV. По эмитенту ценных бумаг - государственные бумаги, корпоративные, ценные бумаги физических лиц (опционы), ценные бумаги иностранных эмитентов, банковские ценные бумаги.

Перейдем к более подробной характеристике ценных бумаг.

Акции – ценные бумаги, удостоверяющие долевое участие владельца в капитале деловой единицы бизнеса, имеющего статус юридического лица.

Акции могут быть именными на предъявителя, бесплатными, привилегированными и простыми (бонус – выпуск для распределения среди акционеров пропорционально имеющимся у них акциям).

С позиции операций на фондовом рынке акции классифицируются по степени ожидаемого риска и величине доходности. Профессионалы фондового рынка делят их на следующие категории:

- Акции “с голубыми корешками” – акции наиболее мощных и солидных компаний, которые стабильно выплачивают дивиденды. Вклад сбережений в покупку этих акций представляется весьма безопасным, поэтому они привлекательны для консервативных сберегателей, опасющихся риска.

- Доходные акции (телефонных корпорации, корпораций водо-, газо-, электроснабжения), дивиденды по которым превышают средний уровень (уверенность, что стоимость их будет только расти).

- Акции роста – акции корпораций, доход и прибыль которых выше среднего уровня, однако, плата по дивидендам обычно не превышает 35% (финансирование науки).

- Циклические акции – их цена возрастает и снижается синхронно со спадами и подъемами в экономике (корпорации базовых отраслей (тяжелая, машиностроительная, целлюлозно-бумажная промышленность)), покупаются в момент расширения производства и стараются продать их до начала спада.

- Защищенные (антициклические акции) – акции корпораций, цена на которые относительно стабильна. Дивидендная политика не меняется под влиянием циклов.

- Спекулятивные (мелочные акции) – акции молодых, вновь образовавшихся корпораций, которые не могут предъявить курс за 5-6 лет. Эти акции покупаются “с прилавка” минуя биржу или на специальных спекулятивных биржах (Ванкуверская в Канаде). Они стоят гораздо меньше, но маленькая цена – большой риск.

Одной из наиболее безопасной форм вложений являются облигации.

В соответствии с законодательством Украины облигации предприятий могут выпускаться предприятиями всех форм собственности. Акционерные товарищества могут их выпускать на сумму, которая не превышает 25% от величины уставного фонда.

Облигации могут выпускаться именованными и на предъявителя, находящиеся в свободном обращении и с ограничениями. Кроме того различают процентные и беспроцентные (целевые). Доход по процентным облигациям выплачивается в соответствии с условиями их выпуска, которыми предусматриваются размер и сроки выплаты процентов.

В зависимости от того, каким условиям отвечает та или иная облигация их можно сгруппировать по следующим категориям:

- исходя из степени безопасности – гарантированные (безопасные) облигации, уверенность в погашении которых основана на объявленном залоге недвижимого имущества или других фондов; необеспеченные – нет залога.

- исходя из возможного досрочного выкупа – облигации с правом досрочного погашения, возмещаемые облигации (по желанию владельца могут обмениваться на наличные деньги), конвертируемые облигации (могут обмениваться на другие ценные бумаги).

- исходя из механизма выплаты процентной ставки – именные облигации, процентные выплаты по которым направляются непосредственно владельцам чьи имена должны быть указаны в облигации; на предъявителя – к которым прилагаются купоны на получение процентных выплат на каждую дату платежа.

С целью предоставления ориентиров на фондовом рынке потенциальным покупателям облигаций составляется рейтинг облигаций, т.е. оценка их инвестиционных качеств.

Оценка облигаций компанией “Мудиз” в США проводится по следующей шкале:

Ааа – наивысшее качество.

Аа – высокое качество.

А – выше среднего.

Ваа – среднее качество.

Ва – имеются элементы спекуляции.

В – отсутствуют черты желательных инвестиций.

Саа – низкое качество.

Са – в значительной мере спекулятивные.

С – самое низкое качество.

Облигации, имеющие самый высокий рейтинг, называются облигациями “инвестиционного класса”. Критерием зачисления в этот класс служит достаточно высокая степень вероятности того, что эмитент выполнит свои обязательства как в условиях нормальной, так и неблагоприятной конъюнктуры.

Другими видами ценных бумаг, обращающимися на рынке, являются:

Опцион – ценная бумага, являющаяся результатом опционного контракта, в соответствии с которым, один из его участников приобретает право покупки или право продажи какого-то количества ценных бумаг по оговоренной цене в течение некоторого периода времени, а другой участник за денежную премию обязуется при необходимости продать или купить ценные бумаги по определенной договорной цене. Как правило, опцион выставляется на обыкновенную акцию.

Под опционным контрактом подразумевают контракт, обязывающий предлагающего держать предложение в силе в течение оговоренного периода времени. Владелец опциона имеет право выбора купить (продать) его или отказаться от этого. Он не несет по нему никаких других обязательств, кроме уплаты премии.

Опцион имеет определенные стандарты. В нем должно быть указано число продаваемых ценных бумаг. Обычной марой является ЛОТ, т.е. 100 одноименных ценных бумаг. Опцион содержит определенную дату, по наступлению которой права, вытекающие из опционного контракта, должны быть реализованы либо аннулированы.

Существует два вида опциона – опцион покупателя (колл) и опцион продавца (пут). Первый представляет собой контракт на покупку, при этом приобретается только сам опцион. Второй – контракт на продажу, он продается вместе с ценной бумагой.

Варрант – специфический вид гарантии долгосрочных ценных бумаг. Она выпускается, как правило, вместе с облигациями корпорации и с ее привилегированными акциями, составляя единое целое. Владелец варранта имеет право обменять эту ценную бумагу на указанное в нем количество обыкновенных акций по твердой цене в течение определенного периода времени, если курс этих акций достиг оговоренного порога.

После выпуска ценной бумаги с варрантом он отделяется от нее и начинает самостоятельное существование. При этом, попадая на вторичный рынок, варрант приобретает собственный рыночный курс.

Фьючерсные контракты – представляют собой ценные бумаги, причиной появления которых является договор о поставке оговоренного количества ценностей в течение известного периода времени по цене, установленной в момент заключения сделки.

Ценовая определенность и обязательность исполнения – главные характеристики фьючерсов. Торговля фьючерсами производится через брокерские компании в специально отведенных местах биржи.

Фьючерсы по своей сути схожи с опционами: и те, и другие дают возможность приобретать в будущем определенные фондовые ценности. Однако в отличие от опциона, фьючерсы:

1) не являются актами купли-продажи, это твердое обязательство поставки ценностей.

2) фьючерсный контракт включает требования обязательного расчета после окончания его срока. Невыполнение контракта предполагает компенсацию или возмещение.

3) риск, связанный с фьючерсной сделкой, гораздо выше, ибо исполнение сделки обязательно. Если цена фондовой ценности понизится, то покупатель фьючерса может потерять гораздо больше, чем размеры премии по опциону. То же самое относится к продавцу фьючерса в случае, если цена возрастает.

Выполнение фьючерсного контракта предполагает поставку фондовой ценности в соответствии с оговоренными в нем условиями компенсации связано с тем, что покупатель контракта одновременно заключает договор на продажу такого же количества фондовых ценностей на аналогичный срок по другому контракту. Таким образом, одна позиция погашает другую, и разница между ценами представляет спекулятивную прибыль или убыток.

В торговле фьючерсными контрактами в настоящее время широко используются опцион на фьючерсы, дающий право купить или продать фьючерсный контракт по установленной цене. Если инвестор не желает связывать себя обязательством по покупке фьючерса, то он покупает опцион на этот фьючерс.

В этом случае он имеет право, но не обязательство реализовать опцион, т.е. купить или продать фьючерсный контракт по установленной цене, если это представляется ему прибыльным.

Любой рынок ценных бумаг подразделяется на первичный и вторичный.

На *первичном рынке* происходит размещение новых выпуском ценных бумаг, эмитентами которых являются корпорации, правительство, муниципальные органы. Покупателями фондовых ценностей являются индивидуальные инвесторы и кредитно-финансовые институты – пенсионные фонды, страховые компании, инвестиционные фонды и компании.

Различают два вида размещения ценных бумаг:

- 1) путем прямого обращения эмитента к инвесторам.
- 2) через посредника.

Первичный рынок связан с выпуском долгосрочных ценных бумаг. На нем клиенты приобретают ценные бумаги через брокерские представительства и (или) инвестиционные банки (фирмы), которые помогают подписке и распродаже новых выпусков ценных бумаг.

Главная особенность этого рынка заключается в том, что клиенты, подписавшись, или сразу же покупая ценные бумаги, свои денежные средства переводят на расчетный счет выпускающей их акционерной корпорации.

Существует два основных метода распространения новых выпусков ценных бумаг через первичный рынок.

Первый из них заключается в том, что акционерное товарищество может заключить договор с инвестиционным банком, выполняющим дилерские функции на их распродажу и размещение. Этот метод может применяться крупными корпорациями, осуществляющими крупную эмиссию.

Перед тем как взять на себя функции оптового посредника, инвестиционный банк проводит анализ финансового состояния, экономическое обоснование эмиссии и оценивает степень вероятных трудностей с их дальнейшей перепродажей. Если банк принимает положительное решение, то он начинает проводить работу по дальнейшему распространению среди потенциальных покупателей – коммерческих банков, страховых организаций, частных лиц. Величина комиссионных инвестиционных дилеров составляет обычно 3,5-22% от общей суммы поступлений от продажи ценных бумаг (от степени риска).

Если объем выпускаемых акций значителен и отдельные банки не могут обслужить заказчика, то дилеры могут сформировать “подписной синдикат”. Тогда каждый член такого синдиката отвечает за распространение только части нового выпуска ценных бумаг.

Второй метод, применяемый корпорациями для получения необходимого акционерного капитала – через первичный рынок ценных

бумаг связан с непосредственной продажей клиентам, минуя инвестиционные банки.

Обычно этот метод применяется корпорациями, когда они осуществляют дополнительный выпуск новых акций. Корпорации по почте и другими способами извещают своих акционеров о новой эмиссии и условиях их приобретения.

После уведомления “своих” акционеров, корпорация при условии, что не все бумаги нового выпуска разошлись, может предложить их для продажи широкой публике.

Каждый из указанных двух методов имеет свои достоинства и недостатки. Первый метод позволяет осуществить более быструю, по сравнению со вторым методом, мобилизацию акционерного капитала путем подписки. Вторым является более дешевым, т.к. не требуется платить инвестиционным дилерам, кроме того при реализации первого метода распределение ценных бумаг между подписчиками редко оказывается широким, а это значит, что в корпорации будет доминировать небольшое количество крупных держателей акций.

Выпуск ценных бумаг на первичный рынок предполагает совершение ряда действий:

- эмитент должен выработать такие условия выпуска ценных бумаг, которые обеспечат спрос на них, сделают их ликвидными.

- эмитент должен заручиться поддержкой какого-нибудь гаранта, способного за комиссионные разделить с ним ответственность, связанную с проведением эмиссии (если высок имидж, то гаранта не надо).

- эмитент должен зарегистрировать всю эмиссию ценных бумаг в соответствующем государственном органе и заплатить эмиссионный налог и опубликовать всю необходимую информацию о выпуске.

Выпуску акций должно предшествовать опубликование специального проспекта эмиссии, содержащего достоверную и полную информацию о характере деятельности акционерного общества, руководстве, капитале, доходах, видах акций, количестве акций, которое акционерное общество намерено продать.

После того как эмитент ценные бумаги выпускает на первичный рынок, наступает период обдумывания (остывания) – 2-4 недели. Бесконечным такой период быть не может – ценные бумаги будут раскуплены конкурентами.

Акции нового выпуска не имеют рыночной стоимости, т.к. не участвуют в торгах на открытом рынке. В обычных условиях исходная цена определяется участием дилеров, организаций-гарантов, но окончательно цена устанавливается только на вторичном рынке.

Вторичный рынок ценных бумаг – это сфера обращения ценных бумаг, куда они попадают после того, как их продает первый владелец, приобретший их у эмитента.



Этот рынок может быть:

- 1) неорганизованным или биржевым;
- 2) организованным или фондовой биржей.

На внебиржевом рынке обращается примерно 85% ценных бумаг, на бирже – 15%. Однако именно биржевой рынок, где сосредоточены наиболее качественные и поэтому важнейшие ценные бумаги, определяет конъюнктуру фондового рынка.

Внебиржевой рынок характеризуется следующими особенностями:

- множественностью продавцов ценных бумаг.
- отсутствием единого курса у одинаковых ценных бумаг (выпущенных одним и тем же эмитентом, имеющим одинаковые номиналы и свойства). Вопрос о курсе ценной бумаги решается в процессе переговоров между ее продавцом и покупателем.

- торговля ценными бумагами осуществляется одновременно в различных точках (на улицах, в офисах), причем ее время устанавливается произвольно.

- большинство соглашений на такие торговые сделки достигается в результате телефонных переговоров и современных компьютерных систем.

Для придания большей организованности в Америке используется территориальный способ организации внебиржевого рынка.

В Нью-Йорке существует Американская фондовая биржа, на которой представлены главные продавцы ценных бумаг, в каком бы городе США ни находились их главные конторы.

I – биржа.

II – внебиржевой, где совершаются операции с незарегистрированными бумагами.

III – внебиржевой, где осуществляется купля-продажа зарегистрированных ценных бумаг через посредников (экономя на комиссию).

IV – четвертый рынок – внебиржевой рынок, ориентированный исключительно на институциональных инвесторов (участники сделок осуществляют операции минуя посредника и брокера через компьютерные службы).

Организованный рынок (биржевой) – научно, информационно и технически организованный рынок ценных бумаг, работающий на основе определенных принципов. Эти принципы заключаются в следующем:

- проверка качества и надежности продаваемых ценных бумаг.
- установление на основе аукционной торговли единого курса одинаковых ценных бумаг одного эмитента.
- гласность совершаемых на бирже операций.

Организованный рынок способствует накоплению капитала, его распределению и перераспределению, а также контролю за инвестициями и

инфляцией (в мире 200 бирж объединены в международную федерацию фондовых бирж).

На биржевом рынке обращаются ценные бумаги, которые прошли экспертизу и включены в биржевой список, который называется листингом. Например, для того чтобы попасть в биржевой список, корпорация должна представить аудиторский финансовый отчет за последний год и другую детальную информацию. Кроме того, на бирже установлен ряд минимальных количественных стандартов, показателям которых должен соответствовать кандидат на листинг.

1) Отдельные граждане должны являться владельцами не менее 1 млн. акций рыночной стоимостью не менее 16 млн. долл. Не меньше чем 200 клиентам должны принадлежать по 100 акций и больше.

2) Чистые материальные активы компании должны составлять не менее 16 млн. долл.

3) Величина дохода за последний отчетный год должна быть как минимум 2,5 млн. долл., а за два предыдущих года – 2 млн. долл.

Преимущества листинга:

- повышает престиж корпорации, ее имидж;
- повышают степень ликвидности своих ценных бумаг;
- новые выпуски ценных бумаг немедленно попадают на рынок;
- цена на акции не меняется слишком быстро, т.к. на фондовой бирже не допускается покупка или продажа пакетов акций.

В настоящее время биржа не имеет права:

- преследовать цель получения прибыли;
- заниматься деятельностью в качестве инвестиционного института (т.е. от своего имени торговать, выполнять брокерские и консультационные услуги);
- вести коммерческую и прочую деятельность;
- выпускать ценные бумаги, кроме акций;
- выплачивать доходы от своей деятельности своим членам (доходы биржи полностью направляются на покрытие ее расходов).

Для продажи или покупки ценных бумаг на бирже клиент должен выбрать брокера, который действует на основе доверенности, полученной от брокерской конторы – представительства, открытой на бирже (приобретшей на ней “место”). Брокер является связующим звеном между клиентом и рынком ценных бумаг. Законодательства зарубежных стран требуют чтобы все брокеры были зарегистрированы и имели лицензии на право деятельности.

Поручения клиентов брокерам на куплю-продажу оформляются в виде заказа на сделку, форма которого идентична для листинговых и не листинговых ценных бумаг.

Различают следующие виды заказов, содержание которых важно для последующей котировки акций:

- рыночный заказ – поручение на покупку или продажу по текущей рыночной цене. Все заказы, где клиент не указал цену, считаются рыночными. При реализации этого заказа на аукционных биржевых торгах брокеры стремятся реализовать сделку по наиболее выгодной цене и как можно быстрее.

- лимитированный (ограниченный) заказ – поручение на покупку или продажу, в котором клиент оговаривает цену. Сделки на покупку по данной цене или ниже, а на продажу – по установленной цене или выше.

- стоп-заказ – поручение на покупку или продажу, которое должно быть по возможности реализовано, как только рыночная цена ценных бумаг достигнет ранее оговоренной клиентом величины.

Например, клиент купивший акции корпорации по цене 60 долл. за единицу, опасаясь возможности понижения их курса, открывает брокеру стоп-заказ на их продажу, если только цена снизится до 50 долл. или ниже. Это значит, что как только цена на акции дойдет до рубежа 50 долл. или в результате скачка опустится еще ниже (например, с 50,5 долл. до 49,25 долл.), то брокер будет пытаться продать эти акции по наиболее благоприятной цене.

В зависимости от времени действия лимитированные заказы и стоп-заказы делятся на дневные и открытые. Дневной заказ – это все заказы, действующие в течение дня, а открытые, которые действуют до момента исполнения или их аннулирования клиентом. Если в заказе не оговорен срок действия, то он считается дневным.

Заказы, которые клиенты направляют брокерам, могут классифицироваться как элементарные операции и комбинированные.

К элементарным относятся сделки, которые считаются исполненными, когда продажа или покупка ценных бумаг произведена в соответствии с указанным в заказе количеством, т.е. брокер должен продать или купить все, что ему поручалось.

Комбинированные заказы – это заказы вида:

- выручка от продажи одних ценных бумаг используется для покупки других.

- одновременная покупка одних ценных бумаг и продажа других.

На фондовой бирже часто возникают ситуации, когда у брокеров скапливается много заказов, и они не в состоянии удовлетворить их по всем пунктам и в полном объеме. В таких случаях брокеры обязаны ориентироваться на существующие “правила приоритетов”, необходимых

для того, чтобы брокер учитывал не только требования своих клиентов, но и действовал в соответствии с биржевыми законами.

Приоритет заказа определяется, прежде всего, временем его поступления (заказы фиксируются по часам их поступления).

Существует и приоритет выполнения заказов по принципу их адекватности, т.е. заказов, когда удовлетворяется один, одновременно удовлетворяется и другой. Такие заказы позволяют брокерам работать особенно эффективно.

Важным видом приоритета является “принцип закрытия спреда”, т.е. разрыва между ценой предложения и ценой спроса. При выполнении заказов брокер обязан максимальным образом закрыть спред, что стабилизирует ситуацию на биржевом рынке. Это очень важный приоритет, но осуществление его на практике всегда трудно.

Существуют также и специальные приоритеты, которые заключаются в том, что брокеры должны в первую очередь выполнять заказы государства, муниципалитетов и благотворительных фондов.

После получения и регистрации заказа на сделку дальнейшая логическая цепочка продвижения следующая:

а) если ценные бумаги корпорации не занесены в биржевой список, то по согласованию с клиентом может начаться сбор необходимых документов для представления их на предмет экспертизы и последующего листинга.

б) если клиент не готов идти на листинг или получен отказ котировочной комиссии, то брокерские (дилерские) конторы осуществляют торговлю данным конкретными ценными бумагами с “с прилавка”, т.е. вне биржи.

в) если ценные бумаги включены в биржевой список, то непосредственно на фондовой бирже начинается подготовительная работа по реализации сделки.

Укрупненная логико-информационная схема биржевого рынка представлена на рисунке 6.1.

Как видно из схемы торги на фондовой бирже происходят в определенных секциях операционных залов (или зала) фондовой биржи. В каждый момент времени или в каждом месте (секции) зала организуется реализация сделок на конкретный вид ценных бумаг каждой конкретной корпорации в соответствии с планом торговли.

Торговля ценными бумагами организуется:

а) как торги по заказам (письменно) на основе письменного сличения встречных предложений и сопоставления цен, объемов покупаемых и продаваемых партий и других условий купли-продажи;

б) в виде гласных аукционов (устно), когда имеются разногласия в поданных заявках на покупку и продажу и без непосредственных аукционных торгов нельзя перейти к соглашению по сделкам.



Рисунок 6.1 – Логико-информационная схема биржевого рынка

После окончания торгов происходит документальное оформление сделок (если они состоялись), оплата по счетам, передача соответствующих данных заинтересованным сторонам, публикация в официальном издании биржи.

Рассмотрим более детально схему организации биржевых торгов, начиная с момента оформления брокерами заявки на куплю-продажу.

Эта схема представлена на рисунке 6.2.

Эти заявки (в которых содержится информация о желаемых сроках исполнения, ценах и объемах купли-продажи) обобщаются, и составляется сводный план торговли на день, в котором отсортированы ценные бумаги по видам, категориям и шифрам (наименованиям эмитента).

Важным этапом в технологической цепочке организации биржевых торгов является составление сличительных ведомостей в разрезе отсортированных ценных бумаг, по которым имеются встречные предложения, и их котировка с целью определения рыночного курса.

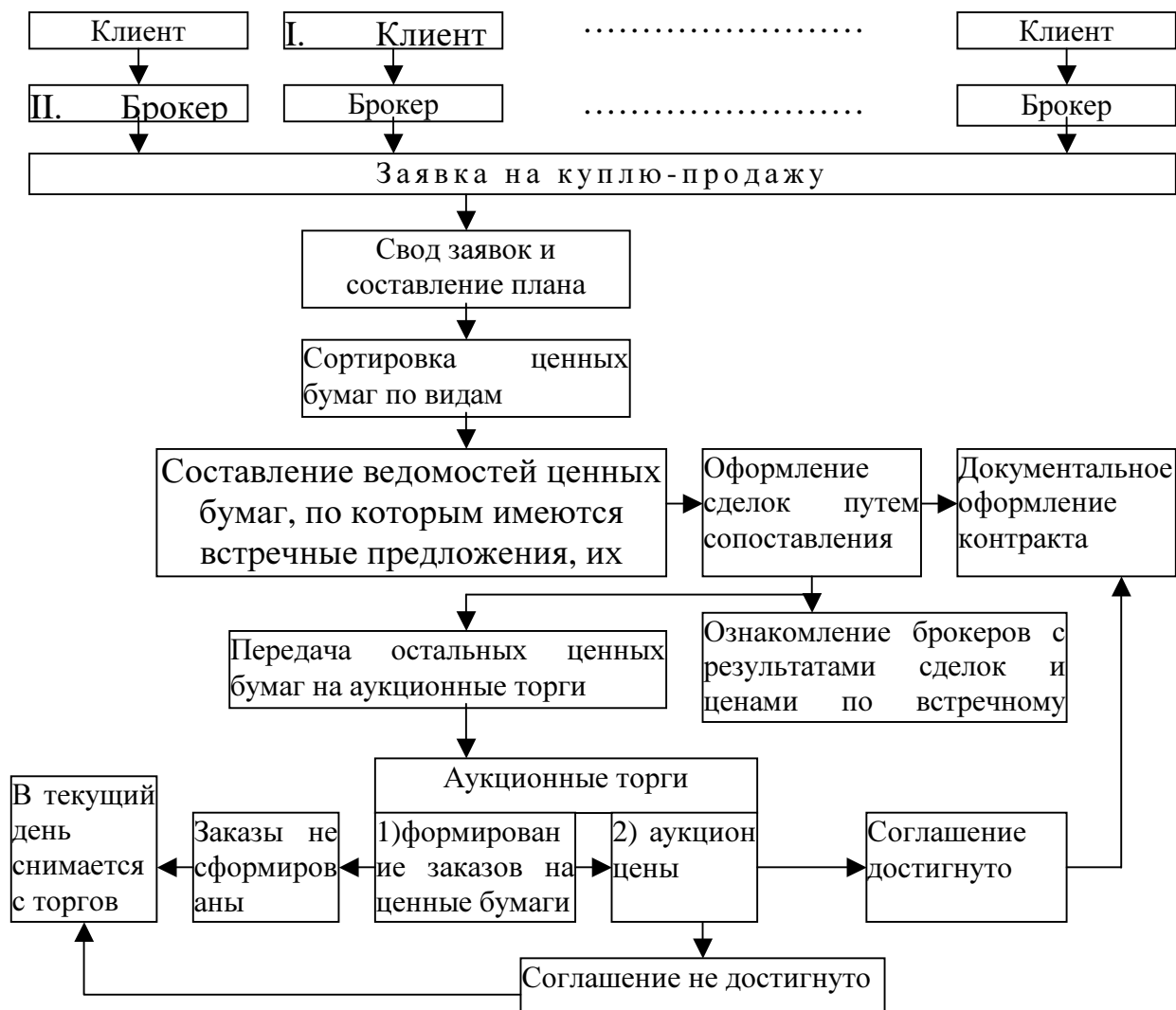


Рисунок 6.2 – Схема организации биржевых торгов

Один из возможных механизмов письменного составления этих ведомостей и котировки акций рассмотрим на следующем примере.

В таблице представлена информация о заявленных ценах, а также предложениях на куплю-продажу акций акционерного общества на данный день. Величина полного лота – 5 акций. Следует определить рыночную котировку акций на данный день, которая должна являться ценой равновесия спроса и предложения, а также максимальный оборот ценных бумаг.

Таблица 6.1 - Информация по встречным предложениям по ценам и объемам купли-продажи акций корпорации “Омега” на 5 мая 1998 г.

Заявленная цена, грн.	Поступило предложений на продажу	Поступило предложений на покупку
Без указания цены	80	70
3,50	180	90
3,25	165	90
3,00	170	105
2,75	155	130
2,50	120	160
2,25	90	110
2,00	40	120
Всего	1000	875

Как видно из таблицы, на покупку и продажу акций имеются встречные предложения. Составляется сличительная ведомость таблица (рис. 6.2).

Таблица 6.2 Сличительная ведомость для расчета цены акции корпорации “Омега” на 05.05.1998 г.

Курс, грн.	Поступило предложений на продажу по данной цене и выше	Поступило предложений на покупку по данной цене и ниже
3,50	1000	160
3,25	820	250
3,00	655	355
2,75	485	485
2,50	330	645
2,25	210	755
2,00	120	875
Осталось, не продано или не куплено		

Заполнение 2 столбца таблицы 2 начинается с нижних строк. Из таблицы 1 видно, что при курсе в 2 грн. может быть продано 40 акций + 80 (на которые не указана цена), т.е. всего 120 акций при курсе 2,25 можно продать 90+120 акций, продавая по цене 2 грн., т.е. 210 акций. По аналогии при цене 2,50 – 120 + 210 = 330 и т.д.

Заполнение столбца 3 таблицы №2 начинается с верхних строк: по цене 3,50 в соответствии с поданными заявками, есть желающие купить 90 акций + 70 (без объявленной цены) = 160. По более низкой цене (3,25) есть желающие купить 90 акций + 160 = 250 и т.д.

Таким образом, видно, что равновесным является курс 2,75 грн., т.к. имеется столько же на покупку, столько и на продажу. При этом будет продано акций на сумму:  $2,75 \times 485 = 13337,5$  грн. (если  $3,50 \times 160 = 560$  грн.).

При этом, как видно из таблицы №2, при курсе за акцию 2,75 грн. из-за расхождения в цене остается непроданным и не куплено соответственно  $1000 - 485 = 515$  акций и  $875 - 485 = 390$  акций. Поэтому после проведения торгов по встречным предложениям можно оформить сделки на куплю-продажу 485 акций, а остальные акции передать для проведения аукционных торгов.

Документальное отражение по встречным предложениям, также как и по аукционным торгам, проводится в расчетном отделе биржи. Здесь фиксируется факт совершения сделки, а также заполняются все необходимые денежные документы, которые затем передаются в соответствующие банки. Для обмена чеками и ценными бумагами назначается день расчетов. В этот день, как правило, происходит передача ценных бумаг от продавца клиенту в обмен на гарантированный чек.

Ценные бумаги данного предприятия, которые не удалось распродать в ходе сделок по встречным предложениям, передаются для “устной” торговли в соответствующую секцию операционного зала биржи, т.е. на аукцион. Следует иметь в виду, что биржа может отложить аукционные торги, если велик дисбаланс между количеством поступивших заказов на покупку и продажу данного вида ценных бумаг.

Перед началом публичных торгов все заинтересованные брокеры должны познакомиться с результатами сделок и ценами по встречным заказам для того, чтобы в случае необходимости еще перед торгами обменяться информацией и получить инструкции от своих клиентов. Во время аукциона брокер должен обязательно присутствовать в секции операционного зала, т.к. его отсутствие при оглашении маклером поданного им заказа расценивается как отказ от заявки и влечет наложение штрафных санкций.

Акционерные тоги условно можно разделить на два этапа. Во-первых, это формирование очереди заказов на предлагаемые к продаже ценные бумаги, и, во-вторых, это процедура аукциона цены.

На рисунках 6.3, 6.4, которые являются фрагментами рисунка 6.2, приведена детальная схема организации аукционных торгов.

I этап – формирование очереди заказов на ценные бумаги.

II этап – аукцион цены.



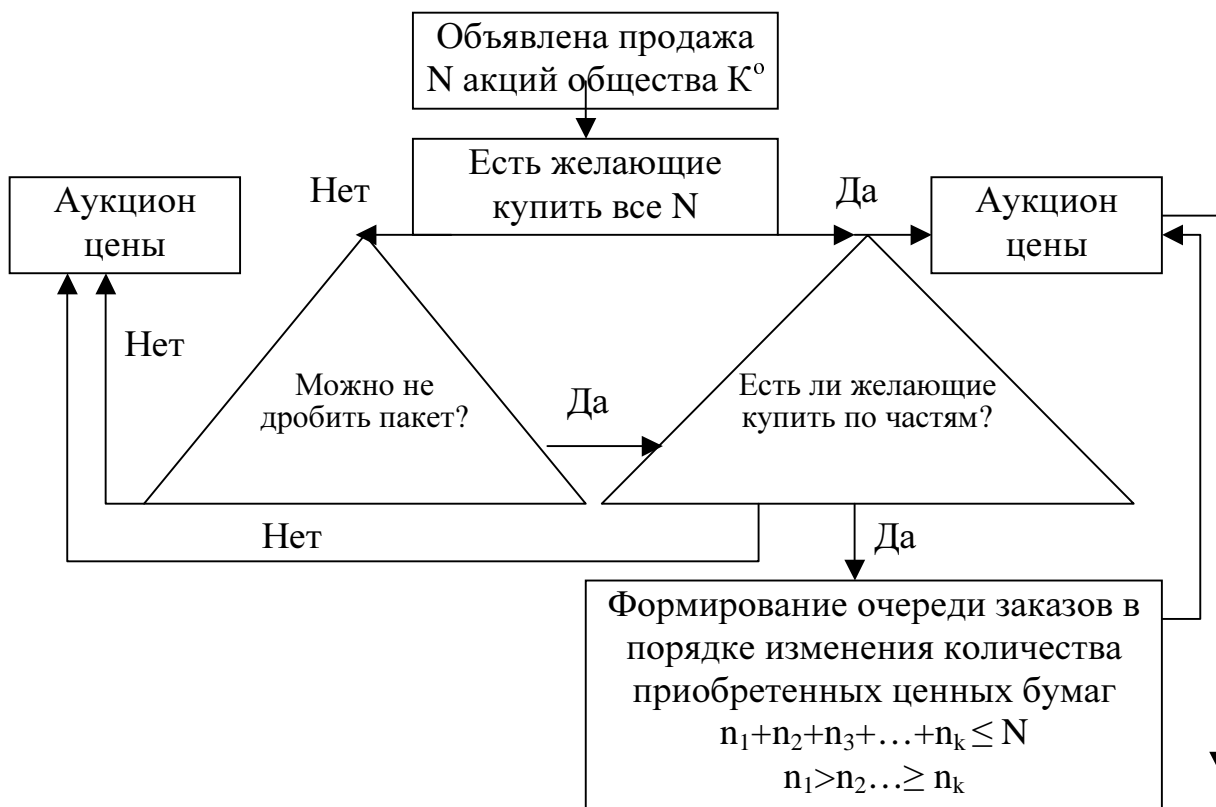


Рисунок 6.3 – I этап организации аукционных торгов



Рисунок 6.4 – II этап организации аукционных торгов

Следует также иметь в виду, что если маклер при формировании заказов видит разрыв между заявками на покупку ценных бумаг и установленной на бирже величиной полного лота (единицей сделки), то он может нивелировать, внося собственные заявки. Таким образом, формируется собственный резерв ценных бумаг, который затем может использоваться с определенной прибылью для биржи.

На фондовых биржах мира при сделках с ценными бумагами допускаются к исполнению следующие виды операций:

- а) операции с наличными (кассовые операции);
- б) операции на срок;
- в) операции с премией;
- г) операции с опционом.

Суть операций с наличными заключается в том, что оплата купленных ценных бумаг производится немедленно или, исходя из технических причин, в установленные биржей кратчайшие сроки (облигации – на следующий день, а по акциям – на пятый рабочий день) по курсу дня совершения сделки. При этом, продавец продает ценные бумаги непосредственно клиенту или его представителю (дилеру или брокеру) по принципу “поставка против платежа”.

Суть операции на срок заключается в том, что окончательный денежный расчет по сделке, осуществленной на бирже в день  $x$ , производится в определяемый клиентами день  $y$  (обычно до месяца). Отсюда следует, что покупателю в день  $x$  не нужны наличные денежные средства, а продавцу ценные бумаги.

Например: 5 мая клиент поручает приобрести 100 акций корпорации  $K^o$  по рыночной цене этого дня (25 \$ за акцию). Окончательный расчет назначен через 20 дней, т.е. 25 мая. Естественно, в этот день курс акций  $K^o$  (компенсационный курс) может быть равен, выше или ниже курса от 5 мая. В связи с этим (если клиента интересуют не акции, а получение краткосрочного дохода) возникает выбор между тремя альтернативами.

1) оформить покупку, заплатив  $100 \times 25$  и получить акции. В этом случае налицо элементарная операция с наличными только с отсрочкой оплаты (покупка в рассрочку).

2) попытаться продать купленные 5 мая 100 акций по компенсационному курсу. По счету клиента отражается только сальдо операции. Никогда не требуется оплачивать всю сумму покупки.

3) резервировать свою позицию, т.е. отсрочить расчет на один месяц. За возможность отсрочки клиент платит репорт (2%). В оговоренный (зарезервированный) соглашением день производится окончательный расчет по курсу этого дня. Резервировать свою позицию имеет смысл, когда клиент не имеет средств или желания платить по компенсационному курсу 5 мая, а продажа по этому курсу принесет убытки.

Операция продажи ценных бумаг на срок носит аналогичный характер. Если продавец заключает сделку на срок по продаже ценных бумаг, которых у него нет в наличии (на Украине запрещено), то при оформлении расчетов ему потребуется представить их, т.е. купить их по любому (даже невыгодному для себя) курсу.

Для исключения массовых спекуляций сделки на срок разрешается проводить только с ценными бумагами определенных корпораций и в количестве не меньше установленного минимума.

Суть операций «премией и опционом» заключается в том, что они построены по принципу сделок на срок. Однако дают возможность отказаться от своих обязательств, выплатив клиенту заранее оговоренную сумму (премию или опцион). Операции с премией и опционом отличаются друг от друга главным образом длительностью отсрочки окончательных расчетов. В первом случае отсрочка дается на срок от 1 до 3 месяцев, во втором – от 1 до 9 месяцев.

Операции с премией дают «страховку» только покупателям ценных бумаг, так как продавать их в соответствии с этой процедурой нельзя. Цена акций при операциях с премией складывается из котировки их при сделках на срок плюс специальная котировка плюс величина премии.

Пример. 2 февраля с отсрочкой на два месяца приобретаются акции корпорации Т по цене 185 франков, включая величину премии 20 франков (запись производится – 185/20). Накануне дня расчетов на бирже проводится сеанс решений по премиям, где покупатель выбирает одну из двух альтернатив:

- купить акции (это называется «снятием премии»), заплатив 185 франков;

- отказаться от первоначальных обязательств, уступив 20 франков премии. Последнее имеет смысл делать, если курс в день расчетов ниже 165 франков (такой курс называется «основой премии»).

Величины премии и специальной котировки зависят от продолжительности отсрочки платежа, при которой покупатель имеет больше времени для окончательного принятия решения, вида ценных бумаг и корпорации.

Операции с опционом позволяют совершать сделки с ценными бумагами как для покупателя, так и для продавца, используя более длительную отсрочку для принятия окончательного решения.

Пример. 2 февраля (с отсрочкой оплаты на девять месяцев) приобретаются акции по рыночной цене дня – 156 франков плюс 24 франка величина опциона. При наступлении дня расчета покупатель либо дает согласие на их покупку, выплачивая 180 франков (плюс комиссионные), либо отказывается от их приобретения, выплачивая величину опциона, то есть – 24 франка.

Эти операции дают возможность клиентам не только приобретать акции в рассрочку и минимизировать возможные потери, сводя их до величины премии или опциона, но и заняться игрой, пытаясь получить доход от купли-продажи ценных бумаг в результате колебания биржевых цен на них.

На рынках ценных бумаг также созданы организационные условия и предусмотрены технические возможности осуществлять такие сделки как покупка акций частично на заемные средства (Margin), продажа взятых займы у брокеров акций (Selling short), а также операции на рынке опционов (Call Option and Put Option).

Смысл типичной сделки с маржей заключается в том, что клиент может купить акции определенных корпораций только заняв часть необходимых средств в брокерской конторе или ином финансовом учреждении. Величина займа (доля в общей сумме инвестиций) устанавливается федеральными властями. Например. 1 января 1990 г. приобретаются 1000 акций по цене 10 долларов за единицу, причем размер маржи установлен 50%. Это значит, что общий объем инвестиций – 10 тыс. долларов (1000 акций x 10 долларов), будет состоять из капитальных вложений клиента – 5 тыс. долларов и взятой им денежной ссуды на такую же сумму. Через 2,5 месяца курс этих акций поднялся на 14 долларов за единицу и клиент решает продать их. Тогда его выручка от продажи составит:  $14000 - 5000$  (сумма кредита) –  $5000$  (личные инвестиции) = 4 тыс. долларов. Из этой суммы необходимо будет также заплатить процент за кредит и комиссионные брокерам за посредничество в купле и продаже акций. Вычет этих платежей и составит чистую прибыль клиента.

Сделки с маржей осуществляются с акциями корпораций, вероятность повышения курса которых весьма велика. Однако не всегда так происходит, ибо в реальной экономической жизни имеется много факторов, приводящих к падению курса ценных бумаг. Для этого и предусмотрена процедура продажи взятых займы у брокеров акций. Ее суть – продажа заимствованных акций по курсу дня, которые должны быть полностью возвращены брокеру в том же количестве путем соответствующей покупки на рынке ценных бумаг до установленной даты расчета.

Последним видом спекулятивных сделок являются операции на рынке опционов. Так, если инвестор полагает, что курс акции будет возрастать, он может приобрести опцион на право покупки (Call Option). Эти опционы продаются брокерами и предоставляют их владельцам возможность:

- купить акции по гарантированному курсу до истечения определенного срока;
- до истечения срока действия купленных 100 опционов продать их другому инвестору по более высокой цене;
- использовать опционы для покупки акций по гарантированной цене (25 долларов за единицу) с тем, чтобы затем продать их по возросшей цене.

Если же клиент предполагает, что рыночная цена акций определенной корпорации будет снижаться, он может приобрести опцион с правом продажи (put option) по фиксированной цене до истечения определенного срока.

Следует, что биржевая спекуляция оказывает определенное влияние на деятельность биржи. Вместе с тем поведение биржи, которое характеризуется динамикой курса котирующихся на ней ценных бумаг, находится под влиянием целого ряда факторов.

- Фактор несбалансированности биржевых операций, который проявляется как «эффект снежного кома», когда понижение курса приводит к новому его понижению. Чтобы не допустить такого положения, на бирже имеется ряд регуляторов:

а) приостановить торги;

б) запретить учет любой неразумной котировки и не допустить ее публикацию в прессе;

в) оперативно связаться с владельцами крупных портфелей ценных бумаг и убедить их начать немедленно покупать соответствующие бумаги, чтобы «успокоить» публику;

- Фактор психологического стремления инвесторов к приросту стоимости, которые объясняется желанием приобретать ценные бумаги не ради краткосрочного дохода (например, дивидендов), а в надежде значительного увеличения их стоимости в будущем.

- Социально-политические факторы, к которым следует отнести различные события, протекающие в обществе (выборы, смена правительства, забастовки и т.п.), а также международные события.

- Фактор рентабельности ценных бумаг, проявляемый как «эффект барьера», когда понижение курса акций доводит их рыночную стоимость до уровня, при котором становится ощутимым величина дохода по ним, а это препятствует дальнейшему падению курса.

- Информационные факторы, отражающие оценку потенциальными клиентами биржи каждого конкретного вида ценных бумаг.

- 4 -

В экономической статистике зарубежных стран применяется целый ряд коэффициентов, индексов и абсолютных показателей, которые позволяют всесторонне охарактеризовать величину и степень использования акционерного капитала, эффективность вложения средств инвесторов в ценные бумаги, стоимость ценных бумаг и другие ценовые параметры.

Для характеристики акций используются следующие показатели:

1) Дивидендная отдача акции, которая устанавливает связь между величиной дивиденда и ценой акции.

$$\text{Дивидендная отдача акции} = \frac{\text{Дивиденд}}{\text{Цена акции}} \cdot 100\%. \quad (6.1)$$

Этот коэффициент является основным статистическим индикатором, позволяющим сопоставить степень доходности акций различных корпораций, а также акций с другими альтернативными видами сбережений.

2) Коэффициент цена-доход, который устанавливает связь между ценой акции и величиной чистого дохода корпорации, приходящегося на 1 акцию.

$$\text{Коэффициентная цена - доход} = \frac{\text{Доход на 1 акцию}}{\text{Цена акции}}. \quad (6.2)$$

Чем ниже величина этого коэффициента, тем выше оценка акции и корпорации.

3) Коэффициент выплачиваемости, который выражает в процентах, какая доля чистого дохода, полученного корпорацией, распределяется в виде дивидендов.

$$\text{Коэффициент выплачиваемости} = \frac{\text{Дивиденд}}{\text{Дивиденд на 1 акцию}} \cdot 100. \quad (6.3)$$

Если корпорацией выпущены различные виды акций (на предъявителя, именные), на которые начисляются различные дивиденды, то величина дивиденда, стоящая в числителе формулы определяется как средневзвешенная величина суммы произведений количества соответствующего вида акций на величину дивиденда по ним к величине общей численности акций, находящихся в обращении.

4) Коэффициент дивидендного покрытия – показатель, обратный коэффициенту выплачиваемости. Этот показатель показывает, во сколько раз чистый доход корпорации превышает сумму выплачиваемых дивидендов.

5) Показатель капитализированной стоимости акций, который определяет рыночную стоимость всех акций корпорации.

$$\text{Капитализированная стоимость акций} = \text{количество акций} \times \text{курс одной акции}. \quad (6.4)$$

б) Показатель отдачи акционерного капитала по чистому доходу.

$$\text{Коэффициент рентабельности акционерного капитала по чистому доходу} = \frac{\text{Чистый доход}}{\text{Капитализированная стоимость акций}}. \quad (6.5)$$

Этот коэффициент по смыслу является обратным коэффициенту цена-доход. Чем меньше величина коэффициента рентабельности, тем выше уровень капиталоемкости производства и ниже отдача акционерного капитала.

7) Показатель стоимости акций по балансу показывает, какая величина акционерного капитала и резервного (страхового) фонда приходится на одну выпущенную акцию (по закону Украины резервный фонд не должен быть меньше 25% от величины уставного фонда).

$$\text{Стоимость акций по балансу} = \frac{\text{Акционерный капитал} + \text{Резервный фонд}}{\text{Число акций}}. \quad (6.6)$$

8) Показатель истинной стоимости акций показывает, какая величина всех капитальных ресурсов корпорации приходится на одну выпущенную акцию. Так как объем капитальных ресурсов складывается из стоимости акционерного капитала, стоимости резервного (страхового) фонда и необъявленных резервов, то показатель истинной стоимости больше, чем та же стоимость, рассчитанная по балансу. Важен для анализа при приобретении контрольного пакета акций.

$$\text{Истинная стоимость} = \frac{\text{капитальные ресурсы, включая необъявленные резервы}}{\text{количество акций}}. \quad (6.7)$$

9) Расчетная стоимость акции после увеличения капитала. Увеличение акционерного капитала и связанная с этим дополнительная эмиссия дает право владельцам старых акций приобретать новые с определенным коэффициентом – одна новая акция за N старых – и по более низкой цене, которая рассматривается как определенный «приз за подписку».

$$\text{Расчетная стоимость акции после увеличения капитала} = \frac{N \times \text{цена старых акций} + \text{новая цена}}{N + 1}, \quad (6.8)$$

где N – количество старых акций, при наличии которых приобретается одна новая.

10) Величина скорректированной цены акции, которая позволяет приводить в сопоставимый вид цены на акции корпорации в различные моменты времени. Это необходимо выполнять, т.к. после увеличения акционерного капитала, выплаты дивидендов в виде акций, а также дробления акций цена на акцию скачкообразно изменяется и нарушается ее сопоставимость с предыдущими значениями за предшествующие периоды. Это вызвано тем, что при таких финансовых операциях число выпускаемых в обращение акций растет быстрее чем активы корпорации и поэтому

становится больше акционеров, каждый из которых «владеет» все меньшей долей активов. Для получения сопоставимых данных цены акций корректируются по следующей формуле.

$$\text{Величина корректировки цены} = \frac{\text{цена, которая корректируется}}{\text{коэффициент корректировки}}, \quad (6.9)$$

где

$$\text{Коэффициент корректировки} = \frac{\text{цена после мероприятия}}{\text{цена после мероприятия} + \text{расчетная стоимость права на подписку}}. \quad (6.10)$$

11) Показатель полного дохода от капитала, который обобщает все доходы и убытки, приносимые акциями:

$$\text{Полный доход от капитала} = \frac{\text{дивиденд} + \text{цена на конец года} - \text{цена на начало года}}{\text{цена на начало года}} \cdot 100\%. \quad (6.11)$$

12) Показатель средней цены акции характеризует усредненную величину стоимости одной акции пакета, формируемого обычно в течение определенного периода времени, т.к. зачастую клиент регулярно перечисляет деньги для приобретения акций по выгодной цене брокерской или дилерской конторе.

$$\text{Средняя цена акции} = \frac{\text{сумма, регулярно перечисляемая} \cdot \text{время}}{\text{количество купленных акций}}. \quad (6.12)$$

Для характеристики облигаций используются следующие показатели:

1) Прямой доход по облигации, которым устанавливается в процентном выражении зависимость между величиной дохода по облигации и ее ценой.

Если цена облигации выше ее номинальной стоимости, то величина прямого дохода будет ниже нормы процента.

$$\text{Прямой доход по облигации} = \frac{\text{норма процента} \cdot \text{номинальная стоимость облигации}}{\text{цена облигации}}. \quad (6.13)$$

2) Доход по облигации к дате погашения определяет фактический процентный доход инвестора на этот момент. Как известно, в день погашения выплачивается номинальная стоимость облигации (100%), а



рыночная цена в день ее покупки может быть дороже номинальной стоимости.

$$\text{Доход по облигации к дате погашения} = \frac{\text{норма процента} + \left( \frac{\text{сумма погашения}^* - \text{цена в день покупки}^{**}}{\text{период}} \right)}{\frac{\text{цена в день покупки}^* + \text{сумма погашения}^*}{2}} \times 100. \quad (6.14)$$

\* - принимается за 100%;

\*\* - исчисляется в процентах к номинальной стоимости облигации.

3) Цена конверсии определяет среднюю цену акций при обмене на них конвертируемой облигации.

$$\text{Цена конверсии} = \frac{\text{номинальная стоимость конвертируемой облигации}}{\text{количество акций за конвертируемую облигацию}}. \quad (6.15)$$

Кроме приведенных выше показателей, используемых для оценки акций и облигаций отдельных корпораций, в практике используются индексы, которые применяются для характеристики ситуации на рынке ценных бумаг. Наиболее известным и популярным является индекс Доу-Джонса, который был предложен еще в 1897 г., который рассчитывается:

$$\text{Индекс Доу - Джонса} = \frac{\text{Суммарная цена акций 30 промышленных корпораций}}{k}. \quad (6.16)$$

k – корректировочный коэффициент, который меняется с изменением списка корпораций и при дроблении акций.

Объединенный индекс 30 промышленных корпораций + 20 ведущих транспортных + 15 крупнейших коммунальных хозяйств.

В Украине также разрабатывается обобщающий индекс деловой активности, который будет называться CSFS Ukr-20.

Методика расчета базируется на расчете рыночной капитализации и ликвидности акций. Учитываются только акции, находящиеся в обороте. Ликвидность акций будет проверяться раз в квартал по котировкам ВФТСУ (внебиржевая фондовая торговая система Украины). Список предприятий также будет изменяться раз в квартал.

На сегодня используется ряд частных индексов, таких как:

- индекс ликвидности акций газеты “Финансы Украины” (L-индекс).

- DD-индекс (агентство “Деньги Донбасса”).

- индекс Wood-15 (газета «Бизнес» с №23 за 1997 г. начала публиковать этот индекс представленный компанией Wood & Company, основанный на методологии, разработанной международной финансовой корпорацией для развивающихся рынков).

- индекс КАС-20 – для портфельных инвесторов.

Более подробно: Фондовые индексы и рейтинги. Ляшенко В. И. Д.: Стаклер, 1998 г.

В соответствии с законодательством Украины, информация о выпускаемых ценных бумагах, - облигациях предприятий и акциях, поступающих в открытую продажу, - подлежит опубликованию в органах прессы Верховного Совета, Кабинета Министров и в официальных изданиях фондовой биржи не менее, чем за 10 дней до начала подписки на эти ценные бумаги. Кроме таких объявлений акционерные общества связаны обязаны в течение двух дней информировать через официальное издание фондовой биржи об изменениях, которые произошли в хозяйственной деятельности и могут воздействовать на стоимость ценных бумаг или на размер дохода по ним. Акционерные общества должны, также, не реже одного раза в год (до 1 апреля года, следующего за отчетным) информировать общественность о своем хозяйственно-финансовом положении и результатах деятельности.

В связи с этим акционерным обществам и фондовым биржам предстоит организовать выпуск подобных информационных изданий, определить перечень параметров и показателей, которые следовало бы публиковать, форму их подачи (в виде кратких записок или таблиц, графиков или схем и т.п.), объем, периодичность.

В качестве примера покажем как расшифровывается биржевая сводка, содержащаяся в «The Wall Street Journal».

В первом и во втором столбцах таблицы публикуется соответственно наивысшая и наименьшая цены акции в течение предыдущего года. Третий столбец – наименование корпорации (аббревиатура). Если рядом с символом корпорации проставляются буквы «rf», то это означает, что проводились операции с привилегированными акциями, в противном случае – с общими. Четвертый столбец содержит информацию о величине дивиденда, выплаченного клиенту за предыдущий период. Пятый – о величине процентного дохода от акции (Stock Yield), рассчитываемый, как уже отмечалось, как отношение текущего дивиденда к текущей цене акции. Шестой – о величине коэффициента цена-доход (Price-Earnings Ratio). Он показывает, что текущая цена акции, например, корпорации Insilico, в 17 раз превышает приносимый ею компании доход. В седьмом столбце представлены данные о количестве сотен акций, проданных в течение дня. В столбцах восемь и девять – соответственно высшая и низшая цены проданных в течение дня акций. В колонке десять – цена акции при последней сделке дня, а в колонке одиннадцать – разница в сегодняшней и вчерашней ценах при продаже «последней» акции дня. По старой традиции все числовые показатели в финансовых сводках газет представляются в виде смешанных дробей (а не десятичных).

В условиях строгих валютных ограничений и существенных различий между национальными рынками ссудных капиталов требовало появления единого, унифицированного рынка, свободного от национального государственного регулирования. Таким рынком в конце 50-х годов стал евторынок. Он является своего рода изолированным посредником между национальными рынками, операции которых не регулируются национальными государственными органами.

Развитие евторынка первоначально происходило в форме рынка евродолларов.

Со второй половины 60-х годов операции евторынка распространились и на другие валюты – евромарки, евростерлинги и т.д.

Евторынок возник в Европе в крупнейших мировых финансовых центрах: Лондоне, Цюрихе, Париже. Этим объясняется приставка «евро», с конца 70-х годов она потеряла свой первоначальный географический оттенок и стала указывать лишь на иностранный характер валюты по отношению к месту совершения кредитных операций.

В настоящее время рынком еврокапиталов называется рынок заимствования долгосрочного капитала вне национальных границ страны-эмитента. Он представлен международным облигационным рынком.

В отличие от национальных финансовых рынков, акции на нем функционируют в значительно меньшем объеме.

Рынок еврооблигаций связан с двумя видами облигаций: иностранными и еврооблигациями. Первые появились в начале 60-х годов, вторые в конце 60-х. На иностранные облигации приходится примерно 25%, а на еврооблигации – 45% рынка.

Иностранная облигация представляет собой разновидность национальной облигации. Их специфика связана лишь с субъектом-эмитентом и субъектом-инвестором. Они находятся в разных странах. Существует два способа выпуска иностранных облигаций. Первый способ состоит в том, что облигации выпускаются в стране А в ее национальной валюте и продаются в странах В, С, D и т.д. Рынок этих облигаций образует совокупность взаимоотношений между страной-эмитентом и местами их реализации.

Второй способ заключается в том, что страна А разрешает открыть у себя рынок иностранных облигаций для нерезидентов, эмитированных в валюте этой страны. Например, компания США может произвести эмиссию облигаций на швейцарском рынке капиталов. Подписку на них производит швейцарская компания. Номинал облигаций, их котировка и сделки будут осуществляться в швейцарских франках. Подобные рынки, кроме Швейцарии, сегодня существуют в Японии и ФРГ.

Другой разновидностью мирового фондового рынка являются специальные еврооблигационные займы международных институтов, например МБРР. Они предназначены для развивающихся стран и размещаются непосредственно у правительственных агентств или в центральных эмиссионных банках. Основная масса иностранных облигаций, более 50%, приходится на государственные агентства и международные валютно-кредитные институты.

Процентные ставки по иностранным облигациям обычно тяготеют к процентной ставке валюты-номинала.

Еврооблигацией называется собственно международная облигация, выпущенная международной компанией. Ее номинал определяется в одной или нескольких валютах. Еврооблигационный заем размещают одновременно в нескольких странах. По своему характеру они космополитичны.

Еврооблигации имеют ряд преимуществ перед иностранными облигациями:

- они в меньшей степени подвержены регламентации со стороны государства, не подчинены национальным правилам проведения операций с ценными бумагами.

- проценты по купонам еврооблигаций, в отличие от иностранных облигаций, не облагаются налогом у «источника дохода».

- еврооблигации являются более гибким инструментом как для заемщика, так и для кредитора, т.к. они дают больше возможностей для получения прибыли и для уклонения от валютного риска.

- для держателей еврооблигаций не требуется официальной регистрации. Это держится в тайне.

В свою очередь преимущество иностранных облигаций состоит в том, что они меньше подвержены риску банкротства, т.к. их значительная часть выпускается институтом государства.

Основными рынками еврооблигаций являются Нью-Йорк, Лондон, Люксембург, Швейцария, Сингапур. Процент по еврооблигациям формируется на основе ставки «SIBOR», она выше на 1-2% ставок по иностранным облигациям.

Еврооблигации обычно выпускаются сроком от 7 до 15 лет, а в 90-е появились облигации сроком до 30-40 лет. Основные заемщики – правительства, международные организации, ТНК, государственные учреждения.

Основную часть еврозаймов представляют международные консорциумы банков или банковские синдикаты. Они бывают постоянными или временными. В качестве постоянных: АБЕКОР и ЭБИК.

Временный консорциум включает два и более кредитных института, заключивших между собой совместное соглашение о предоставлении кредита и распределении риска в соответствии с долей их участия в сделке.

Существует несколько видов еврооблигаций: с фиксированной и плавающей процентной ставкой, с «нулевым купоном», конвертируемые облигации. Они во многом схожи с национальными, однако существует и специфика.

Наиболее распространенным видом являются краткосрочные обязательства с фиксированной процентной ставкой. Среди этих облигаций преобладают облигации, индексируемые более чем в одной валюте. По мультивалютным облигациям проценты и сумма номинала оплачиваются в любой predetermined валюте, так же, как и в валюте займа. Также обязательства выражаются в различных национальных валютах по желанию кредитора.

Ставка и соответствующий доход по облигациям с плавающей ставкой колеблются в зависимости от изменений рыночного процента (преимущественно ставка ЛИБОР).

Разновидностью облигаций с изменяющейся ставкой является облигация с индексированным процентом. Процент или купон привязан к индексу цен на определенные товары. В соглашении о займе фиксируется определенный процент по облигации, который должен меняться в соответствии с изменением цен на товары (нефть, золото).

Используются также облигации, представляющие гибрид различных видов облигаций.

Например, при достижении «плавающей» ставкой по облигации определенного уровня она замораживается, и облигация начинает приносить фиксированный доход.

Облигации с нулевым купоном позволяют держателям получать доход не ежегодно, а лишь один раз, при выкупе облигаций.

Процент по облигациям по существу учитывается при установлении эмиссионного курса, т.е. курса по которому выпускаются облигации. Эмиссионная цена может составлять всего 30-40 % от номинальной. Т.к. погашение облигации осуществляется по номиналу, при погашении держатель облигаций получает доход в размере разницы между эмиссионным курсом и номинальным («+» – инвесторы избегают налога).

Другая новинка, появившаяся на рынке еврооблигаций – облигации с опционом, т.е. с правом выбора инвестором различных вариантов сделки. Так, был выпущен заем, который позволял держателю купить одну тройскую унцию золота по заранее установленной цене. Если цена на золото вырастет, то покупка облигаций представляет интерес. Другие облигации с опционом дают возможность обменивать один вид ценных бумаг на другой. Облигации – на акции, облигации с «плавающей ставкой» – на облигации с фиксированной ставкой.

Практикуется продажа облигаций в рассрочку.

Все большее распространение получают правительственные еврооблигации. Это конвертируемые облигации, которые продаются с

опционом или двойным опционом, а также еврооблигации с варрантом. Вместе с облигацией с фиксированным процентом покупается отрывной варрант, позволяющий купить определенные облигации по оговоренной цене в обозначенный период времени.

Опцион и варрант являются высокорисковым видом инвестиций, реализуемых через валютных брокеров.

Украина недостаточно четко вписывается в сложившийся международный валютно-финансовый и кредитный механизм. Современная система платежных и кредитных отношений имеет устоявшуюся структуру.

Связующим звеном выступает стабилизационная программа МВФ и предоставляемые им резервные кредиты.

Структурные кредиты МБРР идут в одной увязке с кредитами МВФ, решениями проблемы на отраслевом уровне. Для ЕБРР выполнение страной стабилизационной программы МВФ принимается во внимание при разработке кредитной политики. Органы официального кредитования западных стран также увязывают свою деятельность с выполнением страной-заемщиком своих обязательств перед фондом.

## **7 Структура и особенности функционирования кредитного рынка**

- 1 Структура кредитного рынка и характеристика кредитной системы в Украине.**
- 2 Организационно-экономические основы предоставления кредитных услуг.**
- 3 Современные финансовые услуги на рынке капиталов.**
- 4 Международные кредитные операции.**

-1-

Кредитный рынок связан с функционированием кредита в разных формах. В рыночных условиях преобладающей его формой является банковский кредит, при которой в роли кредитора выступают банки.

Деление кредитного рынка на отдельные его виды можно проводить по следующим классифицированным признакам (см. рис. 7.1).

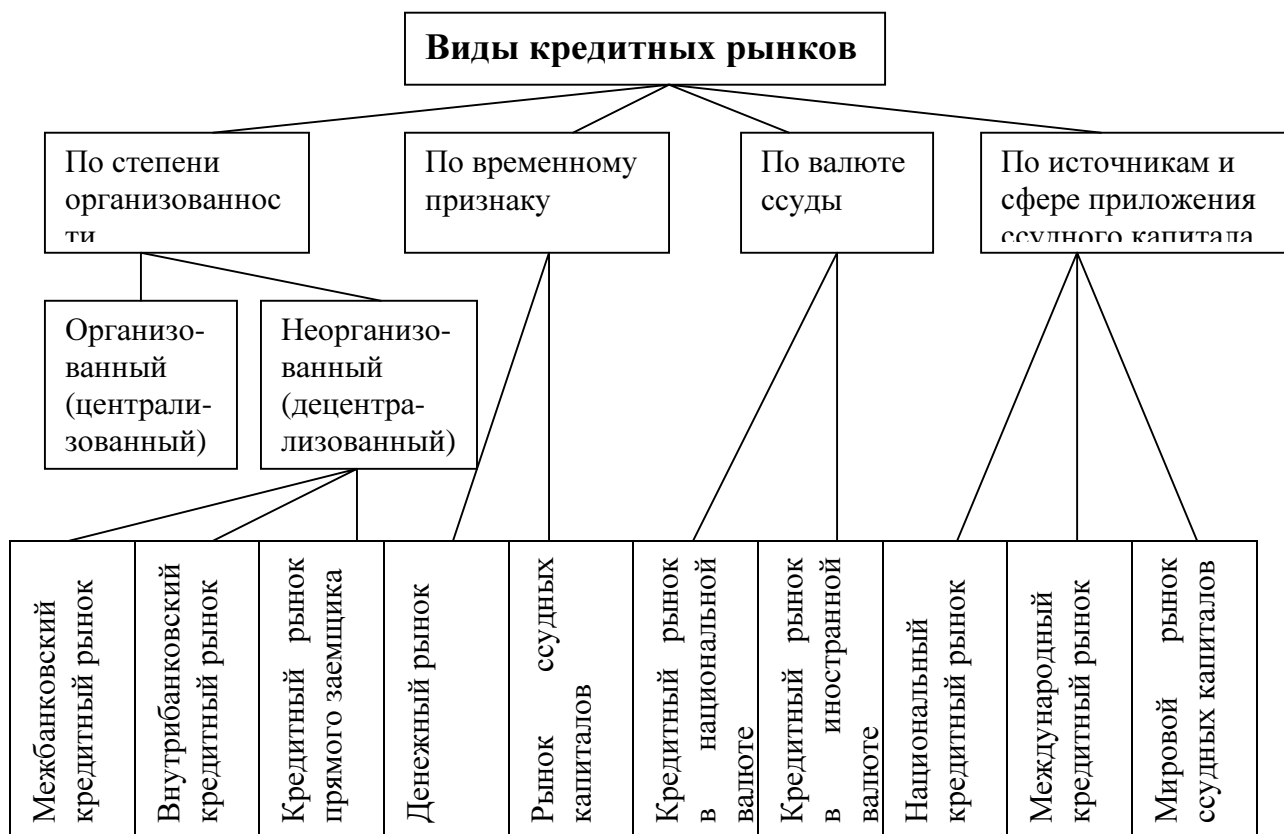


Рисунок 7.1 – Классификация видов кредитных рынков

*По степени организованности.* В соответствии с этим признаком рынок делятся:

- на централизованный кредитный рынок, организуемый Национальным банком Украины;
- децентрализованный кредитный рынок, организуемый коммерческими банками и специализированными финансово-кредитными институтами.

Каждый из этих рынков отличаются друг от друга составом участников, формами организации, методами регулирования и экономическим назначением.

На централизованном кредитном рынке в роли кредитора выступает Национальный банк Украины, а в роли заемщика – коммерческие банки. Кредитное отношение между Национальным банком Украины и коммерческими банками организуются через ломбардное кредитование, переучет, перезалог векселей, аукционную продажу ресурсов и их централизованное распределение. Ломбардное кредитование осуществляется путем предоставления кредитов Национальным банком Украины коммерческим банкам под обеспечение государственных, муниципальных ценных бумаг на условиях, определяемых Национальным банком Украины. Переучет векселей основан на учете НБУ векселей, принадлежащих коммерческим банкам, а перезалог векселей – на

предоставлении кредита коммерческим банкам НБУ под обеспечение векселей.

Приобретение коммерческими банками централизованных кредитных ресурсов может осуществляться на кредитных аукционах НБУ или путем целевого их распределения. По мере углубления рыночных отношений в банковской сфере сокращаются распределительные отношения между НБУ и коммерческими банками, и расширяются рыночные методы их перераспределения.

Регулируется этот сегмент кредитного рынка путем изменения объемов рефинансирования коммерческих банков Национальным банком Украины, изменения уровня учетной ставки НБУ и ломбардной ставки при кредитовании коммерческих банков и т.п.

Кредитование НБУ Министерства финансов в основном обеспечивается через покупку государственных долговых обязательств в виде ценных бумаг.

Регулирование объемов кредитования НБУ Министерство финансов Украины осуществляется через изменение объемов вложений ресурсов НБУ в облигации внутреннего государственного займа при их размещении.

В зависимости от состава участников централизованного кредитного рынка определяется и назначение кредита, предоставляемого НБУ своим заемщикам. Основное назначение кредитов НБУ коммерческим банкам – поддержание их ликвидности на требуемом уровне, а при кредитовании Министерства финансов Украины – покрытие несбалансированной части расходов бюджета.

Децентрализованный кредитный рынок представляет собой совокупность межбанковского, внутрибанковского кредитного рынка и рынка прямого заемщика.

Участниками межбанковского рынка выступают юридически самостоятельные коммерческие банки. Он организуется через систему корреспондентских отношений между банками. Регулируется этот рынок НБУ, который устанавливает и контролирует соблюдение коммерческими банками норматива предоставляемых межбанковских кредитов. Объем таких кредитов не может превышать двукратный размер собственных средств банка-кредитора. Кроме того, НБУ устанавливает допустимые объемы привлечения коммерческими банками централизованных кредитных ресурсов и ресурсов, заимствованных на рынке межбанковских кредитов. Их объемы не должны превышать трехкратного размера собственного капитала банка-заемщика.

Основное назначение межбанковского кредита – оперативное урегулирование проблемы ликвидности коммерческих банков.

На кредитном рынке прямого заемщика в роли кредиторов выступают коммерческие банки, в роли заемщиков – юридические и



физические лица. Организуется он в форме прямого кредитования хозяйствующих субъектов рынка и населения.

Регулируется этот рынок через систему экономических нормативов, устанавливаемых коммерческим банком Национальным банком Украины, и внутрибанковскими нормативными документами.

Основное назначение этого сегмента кредитного рынка – поддержание непрерывности воспроизводственного процесса на уровне хозяйствующих субъектов и удовлетворения потребительских нужд населения при недостаточности их денежных доходов.

*По временному признаку* выделяют такие виды кредитного рынка:

- денежный рынок;
- рынок капитала;

Денежный рынок представляет собой совокупность кредитных отношений по поводу движения краткосрочных ссудных капиталов. Примером такого кредитного рынка является рынок межбанковских кредитов, где кредитные отношения между банками могут возникать на период от нескольких часов до нескольких месяцев.

Рынок капиталов связан с организацией движения долгосрочных ссудных капиталов.

В Украине, также как и в других пост-социалистических странах, преобладающим остается денежный рынок. Это наиболее динамичный вид кредитного рынка.

Объемы кредитных сделок и проценты по межбанковским кредитам подвержены резким колебаниям, что объясняется действием ряда факторов: состоянием денежного обращения, проводимой государством денежно-кредитной политикой, уровнем доходности операций на других сегментах финансового рынка, уровнем ликвидности банковской системы в целом и отдельных банков и т.п.

*В зависимости от валюты ссуды* различают кредитный рынок в национальной и иностранной валюте. Соотношение объемов сделок на них зависят от степени развития внешнеэкономических отношений хозяйствующих субъектов рынка и их регулируемости со стороны государства, финансовым состоянием участников внешнеэкономической деятельности, ограничений, установленных НБУ для участников кредитного рынка в частности получения и использования кредитов в иностранной валюте.

Источники и сферы приложения ссудного капитала могут находиться в данной стране и за ее пределами. Поэтому различают *национальный, международный* и *мировой* рынок ссудных капиталов.

Национальный рынок ссудных капиталов охватывает кредитные отношения между юридическими и физическими лицами резидентами страны, кредитно-финансовыми учреждениями данного государства.

Международный рынок капиталов включает:

а) рынок иностранных займов и кредитов, охватывающий международные операции на национальных рынках ссудных капиталов, (т.е. кредитные отношения резидентов с нерезидентами, возникающие на национальном рынке);

б) международный кредитный рынок, который функционирует на базе кредитных отношений возникающих между его участниками за пределами национальных рынков и связанные с опосредованием этих отношений иностранной валютой.

Мировой кредитный рынок представляет собой совокупность национальных рынков ссудного капитала и кредитный рынок, охватывающий кредитные отношения между его участниками из разных стран. Таким образом, мировой кредитный рынок концентрирует спрос и предложение на ссудный капитал в рамках всего мирового хозяйства.

Современная кредитная система – это совокупность различных кредитно-финансовых институтов, действующих на рынке ссудных капиталов и осуществляющих аккумуляцию и мобилизацию денежного капитала.

Современная кредитная система, которая является основным элементом рынка ссудных капиталов состоит из следующих институциональных звеньев.

- I. Национальный банк (НБУ), государственные банки.
- II. Банковский сектор:
  - коммерческие банки,
  - сберегательные банки,
  - инвестиционные банки,
  - ипотечные банки.
- III. Страховой сектор:
  - страховые компании,
  - пенсионные фонды.
- IV. Специализированные небанковские кредитно-финансовые институты:
  - инвестиционные компании,
  - финансовые компании,
  - благотворительные компании,
  - ссудо-сберегательные ассоциации.
  - кредитные союзы.

Потребителями или покупателями на данном секторе рынка являются:

- предприятия и организации;
- граждане;
- другие банки и кредитно-финансовые институты;
- прочие хозяйства, включая органы власти.

Кредитная система включает два основных понятия: совокупность кредитно-расчетных и платежных отношений, которые базируются на определенных, конкретных формах и методах кредитования; совокупность функционирующих кредитно-финансовых институтов. Первое понятие, как правило, связано с движением ссудного капитала в виде различных форм кредита.

Второе означает, что кредитная система через свои многочисленные институты аккумулирует свое движение средства и направление их предприятиям, населению, правительству.

В зависимости от функций, выполняемых на рынке кредитных ресурсов, различают:

- Центральный банк:
  - монополия эмиссия банкнот,
  - являются баком банков,
  - банкир правительства,
  - денежно-кредитное регулирование и банковский надзор.
- Коммерческие банки:
  - концентрирует основную часть кредитных ресурсов, осуществляет в широком диапазоне банк. Операции и финансовые услуги для юридических и физических лиц,
  - мобилизация временных свободных денежных средств и превращение в капитал,
  - кредитование предприятий, государства, население,
  - осуществления расчетов и платежей в хозяйстве,
  - эмиссионно-учредительная функция.
- Сберегательный банк:
  - мобилизация временно свободных денежных средств населения и предприятий и их эффективное размещение,
  - кредитование предприятий нужд населения,
  - выпуск, покупка, продажа и хранение векселей, чеков, сертификатов и других ценных бумаг,
  - совершение валютных операция.
- Инвестиционный банк:
  - финансирование и кредитование инвестиций, которые могут быть финансовыми и реальными.

Для осуществления по финансированию инвестиций, инвестиционные банки мобилизуют долгосрочный ссудный капитал и предоставляет его заемщикам, по средствам выпуска и размещение облигаций или других видов заемных обязательств. Кроме того инвестиционные банки покупают и продают пакеты акций и облигаций за свой счет, а также предоставляют кредиты покупателям ценных бумаг.

- ипотечные банки – это банки специализирующие на предоставление долгосрочных ссуд под залог недвижимости – земли и строений. Ресурсами ипотечных банков является собственное накопление и ипотечные облигации – долгосрочные ценные бумаги, выпускаемые под обеспечение недвижимости и приносящие твердый процент. Ресурсы ипотечных банков используются для предоставления ипотечного кредита;
- страховые компании. Ресурсы за счет страховых премий, которые выплачиваются в юридическом и физическом лице, акционерный капитал, резервный фонд. Операции – инвестиции в государственных облигациях, облигации и акции частных корпораций, а также займы под полисы – кредитных лиц, купивших страхование в данной компании;
- пенсионные фонды: ресурс – это поступление от корпораций и предприятий и взносов трудящихся;
- использование - вкладов правительственные и частные ценные бумаги;
- инвестиционные компании. Основой пассивных операций инвестиционных компаний являются вырученные денежные средства от реализации собственных ценных бумаг, акционерный капитал, резервный фонд.
- ссудосберегательные ассоциации представляет собой кредитные товарищества, созданное для финансирования жилищного строительства.
- \* финансовые компании – особый тип кредитно-финансовых учреждений, которые действуют в сфере потребительского кредита. Два вида:
  - 1 финансирование продаж в рассрочку;
  - 2 личное финансирование;

Пассивные операции осуществляются за счет выпуска собственных ценных бумаг, а также краткосрочных кредитов у коммерческих сберегательных банков. Основой активных операций является выдача потребительских кредитов, а также вложение в государственные ценные бумаги (кредит – 90%).

- \* кредитные союзы предназначены в основном для обслуживания физических лиц, объединяющиеся по профессиональному или религиозному признаку.

По паевым взносам выплачивается процент. Активные операции складываются путем предоставления краткосрочных ссуд на покупку автомобилей, ремонта дома.

Кредитный механизм включает:

- систему связей по аккумуляции и мобилизации денежного капитала между кредитными институтами и различными секторами экономики
- отношения связанные с перераспределением денежного капитала между самими институтами
- отношение между кредитными институтами и иностранными клиентами

-2-

В процессе кредитования современные банки используют ряд организационно-экономических приемов предоставления и возврата ссуд.

В отличие от кредита как абстрактной формы выражения кредитных отношений различных субъектов рыночной экономики понятие ссуда означает конкретные денежные средства, предоставляющие банками во временное распоряжение клиента.

Состав механизма кредитования входят следующие организационно-экономические приемы выдачи и погашения ссуд:

- выбор вида ссуд;
- отбор объектов кредитования и затрат;
- оценка объектов кредитования;
- установление способа погашения задолженности по выданным средствам;

В зависимости от участия кругооборота банковская ссуда подразделяется на: долгосрочные (до 20 лет), среднесрочные (до 6 лет) и краткосрочные (до года).

Целевые ссуды предназначены для ускорения платежей и нормализации дебиторской-кредиторской задолженности, оказанной кредитной помощи при чрезвычайных обстоятельствах, ликвидация задолженности по зарплате.

Правовой основой регулирования кредитных отношений на рынке ссудных капиталов служат кредитные договора кредитных банков.

Предоставление банковских ссуд осуществляется по средствам ссудных счетов: простые ссудные счета, специальные ссудные счета и объединение расчетно-ссудные счета, которые называются контокоррентами.

По простым происходит разовое предоставление ссуд под отдельные объекты и затраты на одной из стадий кругооборота капитала.

Специальные ссудные счета открываются на весь период кредитования. При этом выдача отдельных ссуд не оформляется установленным пакетом документов.

Наиболее совершенный контокоррент: на этом счете ведется учет операций как по расчетным, так и ссудным счетам. Главная особенность

контокоррентного счета состоит в том, что с его помощью оформляются ссуды для совершения всех платежей по обязательствам хозяйственно-финансовой деятельности.

Под объектами банковского кредита принято понимать материальные ценности на различных стадиях кругооборота капитала:

на I стадии – сырье, материалы, топливо, тара, необходимая для начала производства;

на II стадии – полуфабрикаты, неукомплектованная продукция;

на III стадии – готовая продукция, товаров, отгруженная покупателям.

Наряду с материальными ценностями банки предоставляют ссуды для текущих производственных затрат (подготовка новых производств, освоение новых видов продукции).

В условиях демократизации хозяйственно-финансовой деятельности состав кредитуемых объектов и затрат устанавливается предприятиями и банками.

Оценка кредитных объектов зависит от их принадлежности и соответствующим стадиям кругооборота капитала:

на I стадии – кредиты по цене приобретения, отражаются в хозяйственных договорах;

на II стадии по фактической себестоимости. В избежания вовлечения ссуд в покрытие убытков банки должны проверять обеспеченность сбыта товарной продукции в состав которой входит незавершенное производство;

на III стадии – кредит по цене реализации. Главное условие кредитования – оформление товарной продукции документами на сбыт.

Правильная оценка объектов кредитов и производственных затрат имеют большое значение, так как непосредственно воздействует на размер предоставляемых ссуд.

Погашение задолженности происходит путем перечисления соответствующих сумм денежных средств с расчетных на ссудные счета предприятий.

Подавляющая часть клиентов практикуют долгосрочное погашение ссуд посредством использования свободных остатков денежных средств на их расчетных счетах.

Другой способ – зачисляются выручки от реализации товаров и услуг непосредственно на ссудный счет. Этот способ применяется при постоянном кредитовании предприятия с большими остатками задолженности по ссудам.

Операция по объединенному расчетно-ссудному счету (контокорренту) отличается тем, что в платежный оборот включает все платежи по обязательствам коммерческой деятельности. Поэтому банкам

необходимо контролировать относительное равенство по дебиту и кредиту сторон.

Банковские технологии предоставления ссуд основаны на методах кредитования, применяются в современных коммерческих банках.

Основные методы кредитов и их характеристики, представлены в следующей таблице 7.1.

Расчет перечисления средств выполняется путем определения удельного веса нематериальных затрат и прибыли в общей сумме денежной выручке предприятия. Если размер валовой выручке составляет 100 млн. грн., а нематериальные затраты и прибыль 20 млн. грн., то на расчетный счет предприятия должно поступить  $\frac{20000000 * 100}{100000000} = 20\%$  - ежеквартально.

В соответствии с установившейся практике предоставления каждой ссуды оформляется пакетом стандартных документов, куда входят:

- заявление клиента на получение ссуды;
- кредитный договор;
- срочные обязательство по погашению ссуды;
- срочное обязательство на уплату процентных денег;
- ТЭО ссуда;
- договор залога имущества;
- гарантия третьего лица погашения кредита;
- бухгалтерский баланс гаранта;
- отчет о состоянии имущества предприятия.

Таблица 7.1 – Основные виды кредитов

Виды ссуд	Ссудные счета	Объекты кредитования	Оценка кредитования объектов	Методика определения размеров ссуд	Направление ссуды	Погашение задолженностей по ссуде
Договорная компенсация	Выдача ссуд по остатку товарно-материальных ценностей					
	Простые ссудные счета	Один объект кредитования	В зависимости от стадии кругооборота капитала	Расчет остаточной товарно-материальной ценностей или сумм платежных обязательств	На восстановлении собственных оборотных средств на р/с	Срочные платежи с расчетных счетов
Договор-	Специаль-	По обороту товарно-материальных ценностей				

ные платеж- ные (авансов)	ные ссудные счета	Первой, второй и третьей стадии кругооборота капитала	В зависимости от стадии	Расчет долевого участия кредита в собственных оборотных средствах	На оплату долговых претензий поставщика	Дробление платежей, зачисление выручки на спецссуд- ные счета
Договор- ные платеж- ные	По платежному обороту				На оплату долговых претензий	Зачисле- ние выручки на контокор- рентный счет
	Контокор- рентные счета	Платежные документы и материальные ценности на всех кругооборота капитала	Платежные документы	По сумме долговых обязательств		

**Процентные** представляют собой сумму денежных средств, подлежащих уплате за использование банковского кредита. Величина процентных денег зависит от размеров (А), сроков (Б) и процентных ставок устанавливающих по ссудам банков (В).

Размеры и сроки ссуд определяется клиентами, проценты ставки банками.

Общая сумма процентных денег по банковской ссуде:

$$\sum n.д. = \frac{A * B * B}{360 * 100}, \quad (7.1)$$

$\sum$ п.д. – сумма процентных денег.

В коммерческих банках нашей страны устанавливается практика дискретного кредитования по простым ссудным счетам 2 – 3 раза в квартал.

В большинстве банков внесения процентных денег происходит последующем порядке с учетом платежей в погашение первоначальной задолженности. Такая методика расчета называется методикой скользящего графика.

Например:

Ссуда 200 тыс. грн. выдана на 180 дней с годовой ставкой (150%). В погашение долга за первые 90 дней выплачивается 50 тыс. грн. Тогда сумма процентных денег составляет за первые 90 дней

$$\frac{200 * 90 * 60}{360 * 100} = 30 \text{ тыс.} \quad \text{и} \quad \text{за следующие 90 дней}$$

$$22,5 \text{ тыс. грн.} \cdot \frac{150 * 90 * 60}{360 * 100}.$$



## **Новые формы кредитных операций**

*Лизинг* представляет собой договор аренды, предусматривающий лизингодателем (арендодателем) лизингополучателю принадлежащих ему оборудования, машин, транспортных средств, сооружений в исключительное пользования на установленный срок за определенное вознаграждение – арендную плату, которая включает процентную ставку, покрывающую стоимость привлечения средств арендодателем на финансовом рынке с учетом необходимой прибыли банка и амортизации имущества. Лизинговые операции приравниваются к кредитным операциям со всеми вытекающими из этого правами и нормами государственного регулирования. Однако лизинг отличается от кредита тем, что после окончания срока лизинга и выплаты всей обусловленной суммы договора объект лизинга остается в собственности лизингодателя (если договором не предусмотрен выкуп объекта лизинга по остаточной стоимости или передачу в собственность лизингополучателю). При кредите банк оставляет за собой право собственности на объект, как залог ссуды.

Лизинг бывает оперативный и финансовый. Оперативный – на короткий срок, быстрая смена арендаторов, любое время расторжения договора. После завершения срока действия договора лизинга предметом договора может быть возвращен владельцу или вновь сдан в аренду.

Финансовый лизинг характеризуется длительным сроком контракта (10-15 лет) и амортизацией всей большей части оборудования – форма долгосрочного кредитования. По истечению срока действия финансового лизингового контракта арендатор может вернуть объект аренды, продлить соглашение или заключить новое, а также купить объект лизинга по остаточной стоимости.

Основными преимуществами являются:

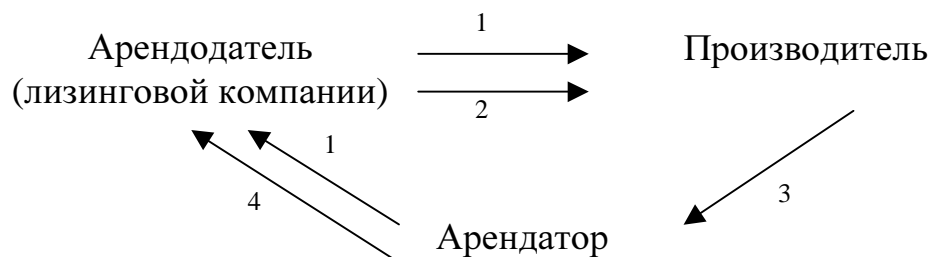
- лизинг предполагает сразу 100% кредит и не требует немедленного начала платежа;
- мелким и средним предприятиям проще получить контракт по лизингу, чем ссуду (гарантия – само оборудование);
- лизинговые соглашения являются более гибкой формой чем ссуда, т.к. предоставляется возможность выработать удобную для покупателя схему финансирования.
- Фиксированная или плавающая ставка:
- риск устаревшего оборудования целиком ложиться на арендодателя;
- платежи по лизингу производятся из суммы прибыли от использования они не подлежат налогообложению, т.к. являются арендной платой.

Основные недостатки лизинга:

- арендатор не выигрывает на повышении остаточной стоимости оборудования;

- если это финансовый лизинг – оборудование устаревает, а платежи остаются на прежнем уровне;
- сложная организация;
- стоимость лизинга больше ссуды (риск аренды повышается).

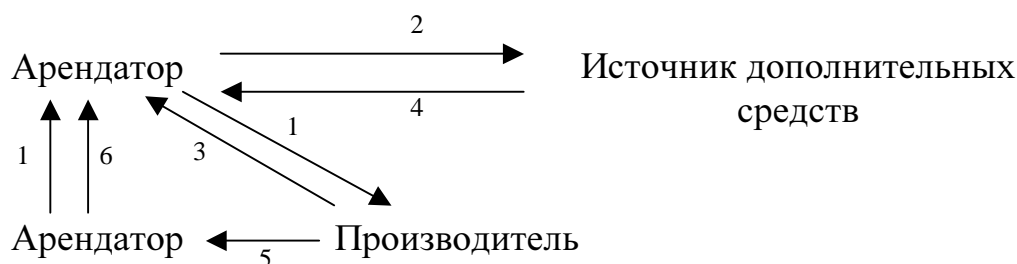
Технику лизинговых операций можно представить следующим образом (рисунок 7.2).



- 1- заявка на оборудование;
- 2- плата за оборудование;
- 3- оборудование;
- 4- арендные платежи.

Рисунок 7.2 – Схема осуществления лизинговых платежей

Так как лизинговой компании часто не хватает собственных средств для осуществления лизинговых операций она может привлекать ссуды. Такая операция получила название лизинга с дополнительным привлечением денежных средств. Арендодатель берет долгосрочную ссуду у одного или нескольких кредиторов на сумму до 80% сдаваемых в аренду активов, (без права регресса на арендатора), причем арендные платежи и оборудование служат объяснением ссуды.

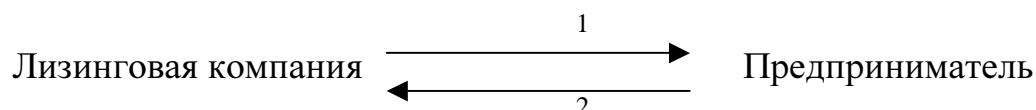


- 1. - заявка на оборудование;
- 2. - 80% - ссуда без права регресса на арендатора;
- 3. - плата за оборудование;
- 4. - платежи по ссуде;
- 5. - оборудование;

б. -арендные платежи.

Рисунок 7.3 – Осуществление лизинговых операций с привлечением ссуды

Используется также обратный лизинг. Предположим, что у предприятия имеется оборудование, но не хватает средств для производственной деятельности. Тогда оно продает это оборудование лизинговой компании, а последняя сдает его в лизинг этому же предприятию. У предприятия происходит временное освобождение средств.



1. - стоимость оборудования;
2. - арендные платежи.

Рисунок 7.4 – Схема обратного лизинга

При постоянном и тесном сотрудничестве предприятий с лизинговыми компаниями возможно заключение соглашений по предоставленной лизинговой линии. Эти соглашения аналогичны базовым. Кредитным линиям и позволяют арендатору брать дополнительное оборудование в лизинг без заключения новых контрактов.

В основе расчетов арендных платежей лежит формула, выражающая взаимосвязанное влияние на их величину всех условий договора лизинга: суммы договора, их срока, процентной ставки, периодичные платежи.

$$P = A * \frac{\frac{I}{T}}{1 - \frac{1}{(1 + \frac{I}{T}) * T * П}}, \quad (7.2)$$

где P – сумма арендных платежей;

A - сумма договора лизинга;

П – срок действия договора лизинга в годах;

I – процентная ставка банка в виде десятичных дробей.

T – периодичность платежей. (Месяц – 12, квартал - 4).

Для определения суммы арендного платежа, с учетом выбранной арендатором остаточной стоимости объекта лизинга применяется формула дисконтного множителя.

$$\frac{I/T}{OC * \frac{1}{(1 + I/T) * T * \Pi}}, \quad (7.3)$$

где ОС – остаточная стоимость в процентах от первоначальной стоимости, которая выражена в виде десятичной дроби.

### **Сущность операций факторинга**

Одной из наиболее распространенных услуг банка является факторинг (для мелких и средних фирм).

Факторинговые операции – это операции по поводу передачи права на взимание долгов.

*Факторинг* – разновидность торгово – комиссионной операции, объединенной с кредитованием оборотного капитала клиента, включает инкассирование дебиторской задолженности клиента, кредитование и гарантию от кредитных и валютных рисков.

Закон Украины «О банках и банковской деятельности» (ст.3, п.8) к банковским операциям относит приобретение права требования с поставок товаров и предоставления услуг принятия риска исполнения этих требований и инкассации (факторинг).

В период становления рыночной экономики очень важно поддерживать существующие средние и мелкие фирмы, которые занимаются продажей потребительских товаров (речь идет о продавцах-производителях). Такая поддержка и является целью факторинга. Факторинговое обслуживание предприятий дает возможность ускорить оборачиваемость денежных средств в расчетах и тем самым не только получить экономию денежных средств в расчетах, но и повысить эффективность производства.

В общем виде факторинг можно охарактеризовать как процесс передачи факторинговой компании (банку) неоплаченных долговых требований (счетов – фактур и векселей), которые возникают между контрагентами в процессе реализации товаров и услуг на условия коммерческого кредита в объединении с элементами бухгалтерского, информационного, сбытового, страхового, юридического и другого обслуживания поставщика.

Такое определение отвечает Конвенции о международном факторинге, принятой в мае 1988 г. в Оттаве Международным институтом унификации частного права, в которой сказано, что операция считается факторингом в том случае, если она соответствует как минимум двум из четырех признаков:

- 1) присутствие кредитования в форме предыдущей оплаты долговых требований;
- 2) ведение бухгалтерского учета поставщика, в первую очередь учета реализации;

- 3) инкассации его задолженности;
- 4) страхование поставщика от кредитного риска.

### **Понятие договора факторинга.**

По договору факторинга одна сторона (фактор) передает или берет на себя обязанности передать средства в распоряжение другой стороны (клиента), а клиент уступает или берет на себя обязательства уступить фактору то денежное требование к третьему лицу, которое вытекает из отношений клиента (кредитора) с этим третьим лицом (должником).

Денежное требование к должнику может быть передано клиентом фактору также в целях обеспечения выполнения обязательств перед фактором.

Обязательства фактора по договору могут включать действия по обслуживанию долга, что и является предметом этого договора.

Фактором может выступать банк или другая организация, которая может осуществлять банковские операции.

Предметом договора факторинга может быть как денежное требование, срок платежа которой прошел, так и право получения средств, которое возникает в будущем.

При передаче будущего требования оно считается таким, которое перешло к фактору после того, как возникло само право на получение с должника денежных средств, которые являются предметом передачи требования, предусмотренных договором.

Если передача денежного требования обусловлена определенным событием, она вступает в силу после наступления этого события. В этих случаях дополнительно передача требования не оформляется.

Факторинг – выкуп платежных требований у поставщика товаров (услуг). Цель факторинга – устранение риска, являющегося неотъемлемой частью любой кредитной операции..

Деятельность факторинговых компаний и факторинговых отделов банков призвана решить проблемы рисков и сроков платежей в отношениях между поставщиками и покупателями и придавать этим отношениям большую устойчивость.

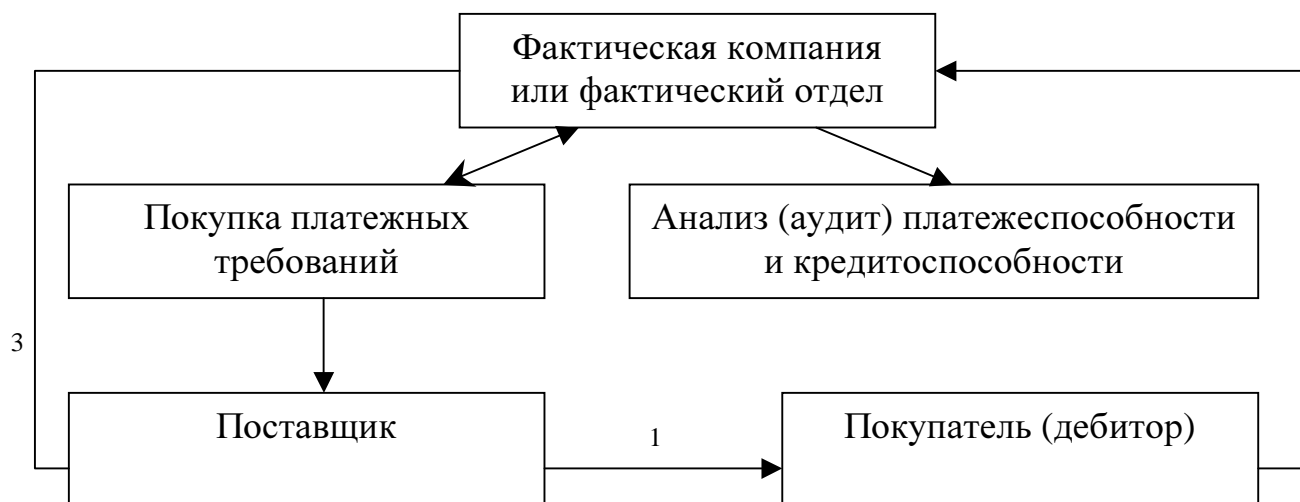
В факторинговых операциях участвуют три стороны:

1) факторинговая компания (или факторинговый отдел банка) т.е. специализированные учреждения, покупающие счета-фактуры у своих клиентов.

2) Клиент (поставщик товара, кредитор) – промышленная или торговая фирма заключившая соглашение с факторинговой компанией.

3) Предприятие заемщик – фирма-покупатель товара.

Порядок осуществления факторинговых операций представлен на рисунке 7.5.



1 - поставка товара и услуг;

2 - заявка от предприятия и передача счетов-фактур;

3 - оплата продукцией.

Рисунок 7.5 – Схема осуществления факторинговых операций

Банк определяет максимальную сумму по операциям факторинга в пределах которой поставка товара или оказание услуг без риска неполучения платежа. Стоимость факторинговых услуг складывается из двух элементов.

1) комиссии;

2) процентов взимаемых при досрочной оплате представленных документов.

Комиссия устанавливается в процентах от суммы фактуры (1,2 – 2,5 процентов). Увеличению объема сделки соответствует расчет и сумма комиссии.

Процентная ставка за кредит, как правило на 1 – 2 процента выше ставок рынка краткосрочных кредитов. Обычно банк оплачивает одновременно 80-90% стоимости счета-фактуры, 10-20% это резерв который будет возвращен после погашения дебитором всей суммы долга.

Например:

Сумма факторинговой операции составляет 200000\$, аванс 90% плюс ежемесячный процент за аванс 2%, фирма, фактуру счета получит 200000\$

-10%\*200000=20000. Резерв

-6000\$ - (200\*3%) комиссия фактуры.

-4000\$-(200\*2%) – процент за аванс.

Итого 170000\$.

Размер платы за обслуживание может определяться не только в процентах от суммы платежных требований, но и путем установления фиксированной суммы.

Основой факторинговых операций является договор факторинга, в котором содержится:

- реквизиты платежных требований;
- доля суммы платежа от суммы по операциям факторинга;
- размер компенсации вознаграждения;
- условия расторжения факторингового договора и т.д.

Договор факторинга определяет его вид:

- конвенционный;
- конфиденциальный.

Конвенционный факторинг – универсальная система обслуживания клиентов, включающий бухгалтерский учет, расчеты с поставщиками и покупателями.

Осуществлению факторингового договора предшествует серьезная аналитическая работа. Факторинговая компания изучает все счета – факторы, определяя при этом платежеспособность покупателей.

Факторинговые услуги предоставляются крупным фирмам, которые имеют большой торговый оборот. Размер комиссионных оборотов составляет от 1,5 до 2,5%. Поэтому не каждое предприятие может воспользоваться услугами факторинговой компании. Так, факторинговому обслуживанию не подлежат:

- предприятия с большим количеством дебиторов, задолженность каждого из которых выражается небольшой суммой;
- предприятия, которые производят нестандартную или узкоспециализированную продукцию;
- строительные и др. фирмы, которые работают с субподрядчиками;
- предприятия, которые реализуют свою продукцию на условиях послепродажного обслуживания и практикуют компенсационные (бартерные) договоры;
- предприятия, которые заключают со своими долгосрочные контракты и предоставляют свои счета после завершения определенных этапов работы или до осуществления поставок (авансовый платеж).

Факторинговые операции также не проводятся по долговым обязательствам физических лиц, филиалов или отделений предприятия.

Факторинговые операции бывают:

1) Внутренние, когда поставщик и его клиент и фактор находятся в одном государстве, и международные, когда один из участников операции – за рубежом.

2) Открытые, если должник извещен об участии в договоре факторинговой компании, который осуществляется путем соответственной

записи на счете-фактуре, подтверждающем, что правопреемником возникающего долга является фактор-компания, с которой заключен договор, и что платеж должен осуществляться в ее пользу, или закрытые (конфиденциальные).

3) С правом регресса, т. е. встречные требования к поставщику возместить уплаченную сумму или без подобного права; условия, связанные с рисками, которые возникают при отказе плательщика от выполнения своих обязательств, т.е. – с кредитными рисками.

4) С условием кредитования поставщика в форме предоплаты (до 80% переданных долговых требований) или оплаты требований на первую дату. Главным преимуществом предоплаты является то, что ее размер – фиксированный процент от суммы долговых требований, поставщик автоматически получает больше средств в результате реализации своей продукции и имеет условия для увеличения объемов продаж.

5) По способу учета счетов-фактур факторинговых операций, когда могут быть партии товаров, на которые проводится открытый учет счетов-фактур и плательщики поручают фактору все платежи, предназначенные поставщику, и агентского типа, когда дисконтируются продажи отдельным покупателям, а кредит обеспечивается факторинговой компанией с открытием специальных счетов под конкретные операции.

#### Виды факторинга:

1. Регулярное приобретение права на получение дебиторской задолженности поставщик передает факторинговой компании, указывая на это своему плательщику. В этом случае фактор перечисляет средства как установленное платежное требование на счет поставщика. В дальнейшем фактор на основании платежного документа следит за перечислением платежа. Составляется реестр платежных требований, который и обслуживает фактор.

2. Единоразовая покупка фактором на получение дебиторской задолженности после уведомления поставщика банком плательщика о том, что нет средств у покупателя-плательщика. Эта операция эффективна при больших размерах дебиторской задолженности.

3. Оплата предъявленных покупателю платежных документов, т.е. приобретение права на кредиторскую задолженность, проявляется в том, что фактор за счет своих оборотных средств или банковского кредита оплачивает претензии по счету организации (предприятия) за полученные товарно-материальные ценности. На протяжении действия договора все претензии к счету предприятия, которые не могут им оплачиваться за счет собственных средств или банковского кредита, оплачиваются со счета фактор-компания без оформления каких-либо обязательств и др. документов. После такой операции право на получение денежных средств, которыми пользуется поставщик, переходит к фактору. Это право может быть реализовано по мере поступления средств на счет клиента.



Одновременно туда перечисляется пеня, оплаченная поставщику клиентом, которая и является доходом фактора. По договоренности сторон может быть установлен и комиссионный сбор. Подобные операции дают возможность резко уменьшить дебиторско-кредиторскую задолженность, сократить объем кредита и упростить работу банка.

4. Приобретение векселя. Вексель приобретает характер переводного. Собственнику векселя фактор оплачивает вексель с отчислением определенной суммы (дисконта) и вступает во взаимоотношения с векселедателем.

5. Предоставление банковских кредитов производится по аналогии с предоставлением кредитов банком. Фактор может иметь более выгодное положение, если будет использовать высокую процентную ставку, а при единой процентной политике данный вид кредитования не получит своего развития.

6. Поручительство при коммерческом кредитовании. В этом случае факторинг выступает организующим звеном в договоре между предприятием-кредитором, гарантируя другому погашение долга из своих средств, если плательщик станет неплатежеспособным. Фактор берет на себя в такой операции функции страховщика.

### **Функции факторинга в рыночной инфраструктуре.**

В данное время повышается спрос на информационные, бухгалтерские, лизинговые, консультационные услуги по обеспечению оперативной перестройки системы управления и диверсификации производства.

Факторинг как услуга имеет свои особенности. Он обеспечивает эффективный процесс производства и реализации продукции. Эта услуга - нематериальная, чтобы воспользоваться ею, необходим непосредственный контакт с тем, кто ее предоставляет (банком), или с сервисной организацией (фактор – компанией).

Факторинг обеспечивает не только оборачиваемость наличности, но и такие важные внешние условия общественного производства, как реализация продукции, поддержание поставок предприятиям необходимого сырья и материалов, предоставления компаниям-производителям информации о состоянии и структуре спроса на их продукцию, ведение бухгалтерского учета поставщика. Таким образом, факторинг является отраслью рыночной инфраструктуры.

Факторинг действует в процессе его предоставления и использования. Поэтому при использовании факторинга спрос удовлетворяется не через физический предмет, как это происходит с товаром. Потенциальный пользователь не может рассмотреть услуги перед их приобретением, потому что она рассматривается как определенная

схема (технология), а также определенное обещание, что предполагает высокое доверие к фактору.

С другой стороны, весь информационный поток фактора направлен на установление доверительных отношений с клиентом на основании его производственно-финансовой деятельности. Задача фактора – усиливать осязаемость услуги, показывая ее эффективность в процессе осуществления.

Сфера деловых услуг развивается в двух направлениях: новые услуги и переход услуг в специализированные компании.

Факторинг в этой схеме выполняет двойную роль: с одной стороны, в нем есть признаки новой услуги, а с другой – спрос на него порождает создание факторинговых компаний или специальных подразделений в банках, которых до этого времени не было.

Украинские компании деловых услуг перенимают опыт других стран, однако навряд ли можно говорить об идентичности развития рыночной инфраструктуры на Украине и в др. промышленно развитых странах.

Главная функция факторинга сейчас заключается в развязывании кризиса неплатежей и создании стабильной системы финансового обеспечения производственной сферы.

*Форфейтирование* – термин, обычно употребляемый для обозначения покупки обязательств, погашение которых приходится на какое-либо время в будущем и которые возникают в процессе поставки товаров и услуг (большой частью экспортных операций) без оборота на любого предыдущего должника.

Обычно форфейтированию принадлежат торговые тратты или простые векселя. Преобладание простых и переводных векселей объясняется их употреблением в качестве инструментов торгового финансирования в течении длительного времени и свойственной им операционной простотой.

## **8 Теория формирования эффективного инвестиционного портфеля.**

**1 Основные положения теории эффективного инвестиционного портфеля.**

**2 Определение ожидаемой доходности и риска инвестиционного портфеля. Использование статистических данных для оценки характеристик активов.**

### 3 Понятие диверсификации портфеля. Создание эффективного инвестиционного портфеля Марковица.

#### ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ

Теория, описываемая в этой главе, основывается на экономической теории финансов, теории вероятности и математической статистике. Приложение А в конце книги содержит основные понятия теории вероятностей и статистики, необходимые для их понимания. Данный раздел посвящен экономической теории финансов. Многие из понятий, которыми мы будем оперировать, имеют строгие определения. Наша цель — сделать их проще и донести до читателя в таком виде, чтобы он мог пользоваться ими при освоении двух вышеупомянутых теорий.

#### I. Эффективный и оптимальный портфели

Инвесторы, формируя портфель, стремятся максимизировать ожидаемую доходность своих инвестиций при определенном, приемлемом для них уровне риска. Портфель, удовлетворяющий этим требованиям, называется **эффективным портфелем** (*efficient portfolio*). Ниже мы дадим более точные определения понятиям ожидаемой доходности и риска.

Для построения эффективного портфеля необходимо сделать ряд предположений о принципах принятия инвестиционных решений. Прежде всего будем считать, что **инвестор избегает риска** (*risk averse*), т.е. из двух вариантов инвестирования с одинаковой ожидаемой доходностью, но различными уровнями риска он выберет тот, риск которого меньше.

Если инвестор стоит перед выбором одного из эффективных портфелей, то **оптимальным портфелем** (*optimal portfolio*) будет наиболее предпочтительный из них.

#### **Функция полезности и кривые безразличия**

В экономике часто встречаются ситуации, когда субъект (физическое лицо или фирма) должен выбрать одну из альтернатив. Существует экономическая теория, которая занимается изучением процесса выбора, используя так называемую функцию полезности. **Функция полезности** (*utility function*) описывает правило, по которому каждому из возможных вариантов выбора приписывается некоторое числовое значение. Чем больше это значение, тем больше «полезность» данного варианта выбора. Говоря проще, в теории портфеля функция полезности выражает предпочтения субъекта при определенных отношении к риску и представлениях об ожидаемых доходностях.

В графической форме функцию полезности отражают **кривые безразличия** (*indifference curve*). На рис. 4-1 они обозначены через  $u_1$ ,  $u_2$ ,  $u_3$ . На горизонтальной оси откладывается значение риска, а на вертикальной — ожидаемые доходности. Кривые представляют собой наборы портфелей с различными комбинациями риска и доходности. Точки одной такой кривой определяют значение риска и доходности для данного уровня полезности. Рассмотрим, например, два портфеля  $u$  и  $u'$  на кривой  $u_1$ . Портфель  $u$  имеет большую доходность, но и больший по сравнению с  $u'$  риск. При этом инвестору безразлично, какой из них выбирать.

Наклон кривой безразличия означает, что с ростом риска инвестор требует его компенсации большей доходностью.

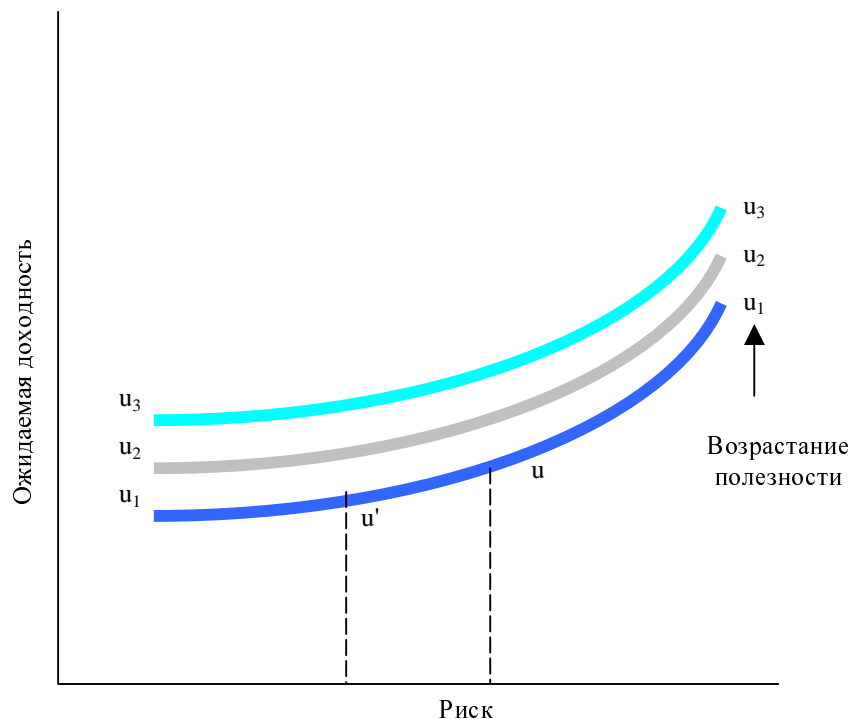


Рис. 1  
Кривые безразличия

Чем выше лежит кривая, тем больше полезность, поскольку по вертикали отложены доходности. Таким образом, из трех кривых на рис. 4-1 кривая  $u_3$  имеет наибольшую полезность, а  $u_1$  — наименьшую.

### Рисковые и безрисковые активы

**Рисковые активы** (*risky asset*) — это активы, доходность которых в будущем неопределенна. Предположим, что инвестор покупает акции компании *General Motors* и планирует держать их один год. В момент покупки он не знает, какой доход получит в конце срока. Это зависит от стоимости акции *General Motors* через год и дивидендов, которые компания выплачивает в течение года. Поэтому акции *General Motors*, так же как и акции других компаний, — это рисковые активы. Даже ценные бумаги, выпускаемые правительством США, являются рисковыми. Допустим, например, что инвестор купил правительственные облигации со сроком погашения 30 лет. Он не знает, какой доход получит, если продержит их всего один год. Дело в том, что на стоимость облигаций в течение года влияет изменение процентной ставки.

Тем не менее активы, будущая доходность которых известна в момент погашения, существуют. Такие активы называются **безрисковыми активами** (*risk-free*, или *riskless assets*). Как правило, это краткосрочные

правительственные облигации. Допустим, инвестор покупает казначейские векселя США сроком погашения один год и планирует держать их до погашения. В таком случае относительно доходности этих бумаг нет никакой неопределенности. Инвестор знает, что в день их погашения правительство выплатит определенную сумму (номинал), погашающую долг. Обратите внимание на то, как отличается эта ситуация от предыдущей, хотя и в первом, и во втором случае ценные бумаги являются государственными.

## ОПРЕДЕЛЕНИЕ ОЖИДАЕМОЙ ДОХОДНОСТИ ПОРТФЕЛЯ

Инвестору часто приходится сталкиваться с выбором рискованных активов. В этом разделе мы покажем как измеряются ожидаемая доходность и риск активов, а также ожидаемая доходность портфеля, состоящего из рискованных активов.

### Определение доходности портфеля за один период

Доходность портфеля активов за фиксированный период определяется, по следующей формуле:

$$R_p = w_1 R_1 + w_2 R_2 + \dots + w_G R_G, \quad (4-1)$$

где  $R_p$  — доходность портфеля  $p$  за период;

$R_g$  — доходность актива  $g$  за период;

$w_g$  — вес актива  $g$  в портфеле (т.е. доля рыночной стоимости актива  $g$  в общей рыночной стоимости всего портфеля);

$G$  — число активов в портфеле.

Кратко уравнение (4-1) записывается следующим образом:

$$R_p = \sum_{g=1}^G w_g R_g.$$

Выражение (4-2) показывает, что доходность портфеля, состоящего из  $G$  активов ( $R_p$ ), равна сумме всех взвешенных доходностей отдельных активов, входящих в портфель. Доходность портфеля, определенную выше, иногда называют **доходностью за период владения** (*holding period*), или **реализованной доходностью** (*ex post return*).

В качестве примера рассмотрим следующий портфель, состоящий из трех активов:

Активы	Рыночная стоимость (в млн долл.)	Доходность (в %)
1	6	12
2	8	10
3	11	5

Общая рыночная стоимость портфеля равна 25 млн долл. Таким образом:

$R_1=12\%$ ,  $w_1=6 \text{ млн. долл.}/25 \text{ млн.долл.}=0,24$ , или 24%;  
 $R_2=10\%$ ,  $w_2=8 \text{ млн. долл.}/25 \text{ млн.долл.}=0,32$ , или 32%;  
 $R_3=5\%$ ,  $w_3=11 \text{ млн. долл.}/25 \text{ млн.долл.}=0,44$ , или 44%;

Заметим, что сумма всех весов равна 1. Подставив эти данные в уравнение (4-1), получаем:

$$R_p=0,24(12\%)+0,32(10\%)+0,44(5\%)=8,2 \text{ \%}.$$

### Ожидаемая доходность портфеля рискованных активов

Уравнение (4-1) определяет реализованную доходность портфеля за некоторый промежуток времени. Управляя портфелем, инвестор обычно желает знать его ожидаемую доходность. Ожидаемая доходность портфеля — это взвешенная сумма ожидаемых доходностей активов, входящих в портфель. При этом вес ожидаемой доходности каждого актива определяется как доля рыночной стоимости отдельного актива в общей рыночной стоимости портфеля. Таким образом:

$$E(R_p)=w_1E(R_1)+w_2E(R_2)+\dots+w_GE(R_G).$$

I

Выражение  $E(\ )$  означает ожидаемое значение величины, поэтому  $E(R_p)$  иногда называют **ожидаемой доходностью** (*ex ante return*) портфеля за определенный период.

Ожидаемая доходность рискованного актива вычисляется следующим образом. Сначала задается распределение вероятностей для возможных значений реализованной доходности. Распределение вероятностей — это функция, сопоставляющая каждое возможное значение доходности и вероятности его реализации. При заданном распределении вероятности ожидаемое значение случайной величины есть взвешенное среднее ее возможных значений, причем роль весов играет вероятность реализации этих значений. Вместо термина «ожидаемое значение доходности актива» мы будем пользоваться термином **ожидаемая доходность** (*expected return*) актива. Математически ожидаемая доходность актива выражается следующим образом\*:

$$E(R_i)=p_1 r_1+p_2 r_2+\dots+p_N r_N,$$

где  $r_n$  — n-е возможное значение доходности i-го актива;

$p_n$  — вероятность реализации значения доходности n для i-го актива;

N — число возможных значений доходности.

Предположим, инвестор желает приобрести акции компании XYZ, распределение вероятностей доходности которых (за определенный период) приведено в табл. 4-1. На практике распределение вероятностей основано на статистических оценках данных о прошлых (реализованных) доходностях, на которых мы остановимся позже.

Таблица

**РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ВЕРОЯТНОСТЕЙ ДОХОДНОСТИ АКЦИЙ  
КОМПАНИИ XYZ**

n	Доходность (в %)	Вероятность реализации
1	15	0,50
2	10	0,30
3	5	0,13
4	0	0,05
5	-5	0,02
Полная		<u>1,00</u>

Подстановка в уравнение (4-4) данных таблицы дает следующие результаты:  
 $E(R_{XYZ})=0,50(15\%)+0,30(10\%)+0,13(5\%)+0,05(0\%)+0,02(-5\%)=11\%$

Следовательно, 11% — это ожидаемая, или средняя, доходность акций компании XYZ.

## ГЛАВА 4 ТЕОРИЯ ПОРТФЕЛЯ

### ОПРЕДЕЛЕНИЕ РИСКА ПОРТФЕЛЯ

Слово *риск* в словаре расшифровывается как «подверженность опасности, убыткам, потерям и т.п.». По отношению к инвестированию это определение претерпело изменения. Принятое в инвестиционном менеджменте уточнение понятия риска было сформулировано Марковицем. Он определил риск при помощи хорошо известной статистической величины — вариации как меры возможных отклонений от ожидаемого (среднего) значения.

#### Использование вариации для измерения риска

Вариация, или дисперсия, случайной величины служит мерой разброса ее значений вокруг среднего значения. Для доходности (как случайной величины) вариация, оценивающая «степень отклонения» возможных конкретных значений от средней или ожидаемой доходности, служит мерой риска, связанного с данной доходностью.

Формула для определения вариации доходности *I-go* актива записывается следующим образом:

$$\text{var}(R_i) = p_1[r_1 - E(R_i)]^2 + p_2[r_2 - E(R_i)]^2 + \dots + p_N[r_N - E(R_i)]^2,$$

или

$$\text{var}(R_i) = \sum_{n=1}^N p_n [r_n - E(R_i)]^2.$$

Используя распределение вероятностей доходности для акций компании XYZ, можно вычислить вариацию доходности  $R_{XYZ}$ :

$$\text{var}(R_{XYZ}) = 0,50(15\% - 11\%)^2 + 0,30(10\% - 11\%)^2 + 0,13(5\% - 11\%)^2 + 0,05(0\% - 11\%)^2 + 0,02(-5\% - 11\%)^2 = 24\%$$

Таким образом, вариация учитывает не только размер отклонений возможных значений доходности от среднего, но и вероятность такого отклонения. В этом смысле дисперсия указывает меру неопределенности в ожиданиях инвестора, который оценивает будущую доходность как среднюю по всем возможным значениям. Это обстоятельство и позволило Марковичу считать дисперсию доходности мерой риска инвестиций\*.

**Стандартное отклонение** Поскольку вариация имеет размерность квадрата измеряемой величины, ее принято преобразовывать в стандартное отклонение, т.е. извлекать квадратный корень.

$$SD(R_i) = \sqrt{\text{var}(R_i)}.$$

Тогда для акций компании XYZ стандартное отклонение будет равно:

$$SD(R_{XYZ}) = \sqrt{24\%} = 4,9\%.$$



Так как эти два понятия, по сути, эквивалентны, то говорят, что риск инвестиций тем больше, чем больше вариация, или стандартное отклонение.

**Критика вариации как меры риска.** Существуют два довода против использования вариации в качестве меры риска. Первый — вариация учитывает отклонение в обе стороны по отношению к среднему значению. Действительно, реализованная доходность может быть как выше, так и ниже среднего значения, при этом первый случай также вносит вклад в величину вариации и, следовательно, риска. Инвестор же не расценивает превышение реальной доходности над ожидаемой как неприятный результат. Напротив, он только приветствует такой исход дела. Поэтому многие исследователи считают, что при измерении риска не должны рассматриваться случаи, когда возможная доходность выше ожидаемой.

Марковиц понимал этот недостаток вариации и предлагал меру риска, которая учитывала лишь случаи снижения доходности по отношению к среднему значению. Эту меру называют *полувариацией (semi-variance)*. Полувариация рассчитывается как обычная вариация кроме тех случаев, когда доходность выше ожидаемой доходности. Однако сложности вычисления, связанные с использованием полувариации, привели к тому, что в своих работах Марковиц был вынужден ограничиться обычной вариацией.

В настоящее время при измерении риска снижения стоимости ценной бумаги финансисты-практики пользуются обоими понятиями. Далее, в гл. 28, мы рассмотрим обобщение теории Марковица, в котором риск оценивается вероятностью получения доходности ниже некоторого заданного уровня.

Второй довод, относящийся к недостаткам вариации как меры риска, состоит в том, что она нечувствительна к асимметричности распределения отклонений от среднего значения. В случае несимметричных распределений приходится пользоваться другими характеристиками типа коэффициента асимметрии и т.п. Марковиц не рассматривал подобные характеристики в своей теории. Использование вариации можно оправдать, основываясь на эмпирических исследованиях, подтверждающих относительную симметричность статистических распределений доходностей акций<sup>5</sup>. Поскольку считается, что для принятия решения инвестор рассматривает только ожидаемую доходность и вариацию, теория портфеля в формулировке Марковица получила название *двухпараметрической модели (two-parameter model)*.

### **Измерение риска портфеля из двух активов**

Формула (4-5) дает вариацию отдельного актива. Найти вариацию портфеля из двух активов не намного сложнее. Она зависит не только от вариации двух активов, но и от «степени согласованности» в поведении доходностей активов\*.

Вариация портфеля имеет вид:

$$\text{var}(R_p) = w_i^2 \text{var}(R_i) + w_j^2 \text{var}(R_j) + 2w_i w_j \text{cov}(R_i R_j),$$

где  $\text{var}(R_i, R_j)$  — ковариация доходностей активов  $i$  и  $j$ .

Смысл уравнения (4-6) состоит в том, что вариация доходности портфеля равна взвешенной сумме взвешенных вариаций доходностей двух активов и их ковариации.

*Ковариация.* Понятие ковариации еще не встречалось в наших обсуждениях. Это — математический термин. В данном контексте он означает степень взаимосвязи доходностей двух активов. Для измерения ковариации нет таких специальных единиц, как, например, доллары или проценты. Положительная ковариация означает, что доходности обоих активов изменяются (в среднем) в одном направлении, а отрицательная — в противоположном. Ковариация двух активов рассчитывается при помощи следующей формулы:

$$\text{cov}(R_i R_j) = p_1 [r_{i1} - E(R_i)] [r_{j1} - E(R_j)] + p_2 [r_{j2} - E(R_j)] + \dots + p_N [r_{iN} - E(R_i)] [r_{jN} - E(R_j)],$$

где  $r_{in}$  —  $n$ -е возможное значение доходности актива  $i$ ;

$r_{jn}$  —  $n$ -е возможное значение доходности актива  $j$ ;

$p_n$  — вероятность реализации  $n$ -го значения доходности для активов  $i, j$ ;

$N$  — число возможных значений доходности.

Чтобы показать, как рассчитывается по этой формуле ковариация двух активов, используем данные табл. 4-2. Акции компании XYZ — те же, что были в предыдущем примере. Другие гипотетические акции — это акции компании ABC. Пользуясь табл. 4-2 и формулой (4-7), подсчитаем ковариацию этих акций:

$$\text{cov}(R_{XYZ}, R_{ABC}) = 0,50(15\% - 11\%)(8\% - 8\%) + 0,30(10\% - 11\%)(11\% - 8\%) + 0,13(5\% - 11\%)(6\% - 8\%) + 0,05(0\% - 11\%)(0\% - 8\%) + 0,02(-5\% - 11\%)(-4\% - 8\%) = 8,9.$$

*Связь между ковариацией и корреляцией.* Понятие корреляции между доходностями активов аналогично понятию их ковариации. Корреляция доходностей активов  $i$  и  $j$  определяется как ковариация двух активов, деленная на произведение их стандартных отклонений.

Таблица
РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ВЕРОЯТНОСТЕЙ ДОХОДНОСТЕЙ АКЦИЙ КОМПАНИИ XYZ И ABC

n	Доходности акций XYZ	Доходности акций ABC	Вероятность событий
1	15	8	0,50
2	10	11	0,30
3	5	6	0,13
4	0	0	0,05
5	-5	-4	0,02
Всего			1,00
Ожидаемая доходность		11	8
Вариация		24	9
Стандартное отклонение		4,9	3

$$\text{cov}(R_i, R_j) = \frac{\text{cov}(R_i, R_j)}{SD(R_i)SD(R_j)}$$

Существенного различия между терминами «корреляция» и «ковариация» нет. Деление ковариации на результат стандартного отклонения просто нормирует ковариацию, превращая ее в безразмерный показатель — коэффициент. Корреляция доходностей акций компаний XYZ и ABC такова:

$$\text{cov}(R_{XYZ}, R_{ABC}) = \frac{8,9}{(4,9)(3)} = 0,60.$$

Коэффициент корреляции принимает значение в промежутке от —1 до +1. При этом значение, равное +1, отражает полное совпадение направления движения, а —1 означает полное несовпадение.

*Расчеты по статистическим данным.* В примерах, которыми мы пользовались при расчетах ожидаемых значений или стандартного отклонения, ковариации и корреляции, мы исходили из известного распределения вероятностей для двух акций. С этой точки зрения они действительно «ожидаемые величины». На практике оценка этих величин получается, исходя из *статистических (historical)* наблюдений за доходностью.

В табл. 4-3 приведены статистические данные о доходности за пять временных периодов для двух гипотетических акций A и B. Показаны три случая, для каждого из которых приведены полученные по формулам из Приложения А оценки среднего значения, вариации, стандартного отклонения, ковариации и корреляции.

Случай I демонстрирует полную положительную корреляцию: доходности акций *A* и *B* растут с одной и той же относительной скоростью. Случай II показывает нулевую корреляцию, т.е. доходности акций изменяются независимо друг от друга. В случае III существует полная отрицательная корреляция: доходность акций *A* растет, в то время как акций *B* в той же пропорции падает. В действительности такие случаи встречаются очень редко. Доходности большинства акций имеют между собой малую, но положительную корреляцию. Тем не менее эти три примера наглядно поясняют общий смысл понятий ковариации и корреляции доходностей.

Таблица								
ВЕЛИЧИНЫ, ПОСТРОЕННЫЕ НА ОСНОВЕ СТАТИСТИЧЕСКИХ ДАННЫХ О ДОХОДНОСТЯХ								
Случай Стандартное отклонение(%)	Акции	Доходность за период (в %)					Среднее (в %)	Вариация (в %)
		1	2	3	4	5		
I 3,2 6,3	A	2	4	6	8	10	6	10
	B	4	8	12	16	20	12	40
II 6.3 3.2	A	Ковариация=20,2					Корреляция=+1,0	
	B	12	8	20	4	16	12	40
III 3,2 6,3	A	Ковариация=0.0					Корреляция=0.0	
	B	8	0	4	6	2	4	10
	A	2	4	6	8	10	6	10
	B	20	16	12	8	4	12	40
		Ковариация=-20,2					Корреляция=-1,0	

**Применение.** Поскольку вариация портфеля зависит от ковариации составляющих его ценных бумаг, несмотря на то, что риск отдельных активов может быть достаточно велик, риск самого портфеля можно снизить. Как будет показано ниже, этот принцип важен не только для управления портфелем, но и для получения стандартов оценки профессионального инвестиционного менеджера.

#### Измерение риска портфеля, состоящего из более чем двух активов

Вычисление риска в данном случае осуществляется по той же схеме, что и для портфеля из двух активов. Так, для портфеля из трех акций  $i$ ,  $j$  и  $k$  риск задается выражением:

$$\begin{aligned} \text{var}(R_p) = & w_i^2 \text{var}(R_i) + w_j^2 \text{var}(R_j) + w_k^2 \text{var}(R_k) + \\ & + 2w_i w_j \text{cov}(R_i, R_j) + 2w_i w_k \text{cov}(R_i, R_k) + 2w_j w_k \text{cov}(R_j, R_k) \end{aligned}$$

#### Пример 4

В оригинальной теории Грэхэма и Додда (*Security analysis*, 1934) сформулирована идея о том, что ценная бумага обладает своей внутренней стоимостью. Если инвестор покупает актив по цене ниже его внутренней стоимости, то практически уверенно можно ожидать, что со временем его цена поднимется до этого значения. Грэхэм и Додд обнаружили, что люди имеют обычно различные ожидания относительно будущего, но почти ничего не говорят о диверсификации. Главная их идея состоит в том, что если каждая акция куплена по цене ниже ее внутренней стоимости, портфель будет составлен удачно и может приносить деньги за счет повышения стоимости входящих в него активов.

Эта идея трансформировалась в определенные принципы доверительного управления средствами частных лиц. Обычно эти принципы формулируют в виде «правила разумного поведения». В соответствии с этим правилом инвестиции в актив данного вида предусматривают тщательный анализ риска, связанного с данным активом, и вложение средств в него допустимо лишь в случае, если он признается достаточно «безопасным». Соответственно портфель будет надежным, если все включенные в него активы надежны. В частности, это правило заведомо исключает возможность инвестирования во фьючерсы из-за всегда присутствующего им значительного риска. Причем такое исключение абсолютно, т.е. действует даже в том случае, когда сформированная менеджером комбинация фьючерса и других активов такова, что полностью исключает риск.

В 1959 г. Марковицем была предложена математическая схема выбора оптимальных портфелей. Концентрация внимания на поведении портфеля, а не его составляющих коренным образом изменила точку зрения на инвестиционный процесс.

Возможность признания в теории Марковича надежным портфеля, состоящего из рискованных активов, противоречит «правилу разумного поведения», предписываемому для инвестиционных трастов. Так, согласно Закону об управлении пенсионными фондами (*Employee Retirement Income Security Act*), принятому в середине 70-х, инвестирование в производные ценные бумаги для снижения риска портфеля юридически рассматривается как опрометчивый шаг.

#### **Вопрос к Примеру 4**

Почему «Правило разумного поведения» при инвестировании личных средств находится в противоречии с принципами построения портфеля Марковица?

Смысл уравнения (4-9) состоит в том, что вариация доходности портфеля — это взвешенная сумма вариаций доходностей и их ковариаций. Иными словами, вариация ожидаемой доходности портфеля — это взвешенная сумма отдельных вариаций активов портфеля плюс взвешенная сумма «степеней их взаимодействия».

В общем виде вариация портфеля из  $G$  активов такова:

$$\text{var}(R_p) = \sum_{g=1}^G w_g^2 \text{var}(R_g) + \sum_{g=1}^G \sum_{h=1}^G w_g w_h \text{cov}(R_g, R_h).$$

для  $p \neq g$

## ИСПОЛЬЗОВАНИЕ СТАТИСТИЧЕСКИХ ДАННЫХ ДЛЯ ОЦЕНКИ ХАРАКТЕРИСТИК АКТИВОВ

Как уже говорилось, для оценки активов (ожидаемой доходности и риска) портфельная теория использует статистические данные. В Приложении А приведены формулы для статистической (выборочной) оценки основных характеристик: ожидаемой доходности, вариации, ковариации и корреляции. Основное предположение состоит в том, что эти оценки дают достаточно точное приближение к истинным значениям оцениваемых характеристик. Менеджер может вносить поправки в эти оценки, если его анализ показывает возможность значительного расхождения реальных значений и оценок, полученных по статистическим данным.

Статистическая доходность рассчитывается либо по данным за месяц, либо за неделю. Независимо от используемого временного интервала формула для вычисления статистической доходности выглядит следующим образом:

$$\text{Статистическая доходность} = \frac{\text{Первоначальная стоимость} - \text{Конечная стоимость} + \text{Дивиденды}}{\text{Первоначальная стоимость}}$$

Для примера подсчитаем доходность акций компании *IBM* за ноябрь 1993 г. Нам потребуется следующая информация:

Первоначальная стоимость (начало ноября 1993 г.) = 46,000 долл.;

Конечная стоимость (конец ноября 1993 г.) = 53,875 долл.

Дивиденды, выплаченные в ноябре = 0,25 долл.

Тогда:

Доходность акций *IBM* за ноябрь 1993 г. =

$$= \frac{53,875 \text{ долл.} - 46,000 \text{ долл.} + 0,25 \text{ долл.}}{46,000 \text{ долл.}} = 0,17663, \quad \text{или } 17,663\%$$

В табл. 4-4 приведены данные о доходности за 60 месяцев с января 1989 г. по декабрь 1993 г. для двух реальных акций компаний *IBM* и *Walgreen*. В табл. 4-5 показаны их среднее, стандартное отклонение, корреляция и ковариация. Вычисления приведены в Приложении А в конце книги. Можно убедиться, что между доходностями акций *IBM* и *Walgreen*

существует положительная, но не полная корреляция. (Случай полной корреляции означает равенство единице корреляционного коэффициента. Таким образом, в данном случае  $cov(R_{IBM}, R_W) < 1$ . — *Прим. науч. ред.*)

## ДИВЕРСИФИКАЦИЯ ПОРТФЕЛЯ

Часто можно слышать, как инвесторы обсуждают диверсификацию своих портфелей. Под этим термином подразумевается такой способ построения портфеля, при котором уменьшается его риск без снижения доходности. Это, в конечном счете, и есть та цель, которую преследует любой инвестор. Другое дело, как он может ее достичь.

Некоторые инвесторы считают, что портфель можно диверсифицировать, включив в него как можно большее число активов разных классов. Например, по их мнению, можно диверсифицировать портфель, включив в него акции, облигации и недвижимость. Не исключая разумности этого предположения, зададим два вопроса. Во-первых, сколько следует инвестировать в каждый класс активов. Иными словами, как эти классы активов должны быть распределены в диверсифицированном портфеле? Может ли он состоять, например, на 40% из акций, 50% из облигаций и 10% из недвижимости, или другое распределение окажется более приемлемым? Во-вторых, при заданном распределении, какие конкретно акции, облигации и недвижимость должен выбирать инвестор?

Таблица					
СТАТИСТИЧЕСКИЕ ДАННЫЕ О ДОХОДНОСТЯХ АКЦИЙ КОМПАНИИ IBM И WARLGREEN PF ПЕРИОД С ЯНВАРЯ 1989г. ПО ДЕКАБРЬ 1993г.					
Месяц	IBM	Warlegreen	Месяц	IBM	Warlegreen
1989г.			1992г.		
январь	7,179	27,273	январь	1,124	-0,658
февраль	-6,144	-8,649	февраль	-1,128	-3,629
март	-10,185	1,429	март	-3,885	-1,034
апрель	4,467	8,451	апрель	8,683	-6,62
май	-2,776	8,556	май	1,333	-0,358
июнь	2,052	1,802	июнь	7,851	1,88
июль	2,793	16,817	июль	-3,193	5,904
август	2,9	-4,962	август	-7,298	7,331
сентябрь	-6,724	-0,533	сентябрь	-6,782	-0,0326
октябрь	-8,238	-7,237	октябрь	-17,183	5,229
ноябрь	-0,1411	3,353	ноябрь	3,865	10
декабрь	-3,585	5,056	декабрь	-26,19	-1,133



1990г.		1993г.		1991г.	
январь	4,781	-11,499	январь	2,233	-8,596
февраль	6,55	-1,329	февраль	6,631	-1,818
март	2,166	4,618	март	-6,437	3,526
апрель	2,709	-1,176	апрель	-4,423	-5,882
май	11,202	11,786	май	9,594	12,895
июнь	-2,083	6,148	июнь	-6,398	-5,556
июль	-5,106	0,758	июль	-9,873	-6,811
август	-7,547	-8,352	август	3,371	3,721
сентябрь	4,417	-1,368	сентябрь	-8,197	-3,859
октябрь	-0,94	5,276	октябрь	9,524	13,712
ноябрь	8,977	6,818	ноябрь	17,663	-3,718
декабрь	-0,55	1,985	декабрь	4,872	0,307
январь	12,168	9,733			
февраль	2,533	11,275			
март	-11,553	7,6			
апрель	-9,55	-2,602			
май	4,209	-0,412			
июнь	-8,481	2,308			
июль	4,274	2,632			
август	-3,1263	1,07			
сентябрь	6,968	-6,909			
октябрь	-5,187	4,297			
ноябрь	-4,621	-2,607			
декабрь	-3,784	17,375			

**Таблица 4-5**

**СРЕДНЕЕ, ВАРИАЦИЯ, СТАНДАРТНОЕ ОТКЛОНЕНИЕ,  
КОРРЕЛЯЦИЯ  
И КОВАРИАЦИЯ ДОХОДНОСТЕЙ АКЦИЙ КОМПАНИЙ *IBM* И  
*Walgreen*  
(ЯНВАРЬ 1989 г. - ДЕКАБРЬ 1993 г.)**

Параметры	<i>IBM</i>	<i>Walgreen</i>
Среднее (в %)	-0,61	2,05
Вариация (в %)	58,595	53,369
Стандартное отклонение (в %)	7,655	7,305
Корреляция между акциями <i>IBM</i> и <i>Walgreen</i>	0,21	
Ковариация между акциями <i>IBM</i> и <i>Walgreen</i>	11,707	

Инвесторы, в центре внимания которых находится только один класс активов, например обыкновенные акции, утверждают, что их портфели также могут быть диверсифицированными. Это означает, что инвестор не должен вкладывать средства в акции только одной компании, напротив, его портфель должен включать акции многих корпораций. В этом случае также требуется ответить на несколько вопросов. Во-первых, какие именно компании должны быть представлены в портфеле? Во-вторых, сколько акций каждой корпорации должно быть в таком портфеле?

До того как теория портфеля получила свое развитие, инвесторы не владели аналитическими средствами для ответа на эти вопросы. Главная заслуга теории портфеля состоит в возможности получения количественной меры диверсификации с целью достижения максимальной выгоды.

#### Наивная диверсификация

Стратегия **наивной диверсификации** (*naïve diversification*) состоит в том, что инвестор просто вкладывает средства в некоторое количество различных акций или типов активов и надеется, что вариация ожидаемой доходности портфеля будет мала. Наивную диверсификацию можно отнести к типу деятельности, которую Александер и Френсис назвали «финансовым декорированием». В этом случае цель инвестиционного консультанта состоит в построении портфеля, в максимальной степени отражающего «финансовую индивидуальность» клиента-инвестора. Как отмечают Александер и Френсис, консультант — «финансовый декоратор» считает, что каждый тип инвестора имеет свои «предпочтения», которые могут быть полностью удовлетворены достаточно тонкой «подгонкой» портфеля под эти «предпочтения». Например, вдовы обычно заинтересованы в постоянных доходах, поэтому они инвестируют средства в активы с низким уровнем риска и высокими дивидендами. При этом немного или совсем не уделяется внимания уровню корреляции активов внутри этой категории.

Концентрация инвестиций в единственной категории активов приводит к большому риску, поскольку внутри каждой категории обычно высока ковариация доходностей активов. Как правило, их доходности одновременно растут, но одновременно и падают. Поэтому существуют другие, лучшие способы диверсификации.

### Стратегия диверсификации Марковица

В центре внимания стратегии **диверсификации Марковица** (*Markowitz Portfolio*) прежде всего находится уровень ковариации доходностей активов портфеля. Ключевой вклад Марковица состоит в постановке вопроса о риске активов как составляющих единого портфеля, а не отдельно взятых единиц.

Данная стратегия, стремясь к максимально возможному снижению риска при сохранении требуемого уровня доходности, состоит в выборе таких активов, доходности которых имели бы возможно меньшую положительную корреляцию. Именно учет взаимной корреляции доходностей активов с целью снижения риска отличает стратегию диверсификации Марковица от стратегии наивной диверсификации.

Способ диверсификации Марковица и важность корреляции активов можно проанализировать на примере портфеля из двух активов. Для этого мы сначала покажем общую взаимосвязь ожидаемого риска портфеля из двух активов и корреляции их доходностей. Затем мы изучим влияние комбинирования активов с различными корреляциями на риск всего портфеля.

*Риск портфеля и корреляция.* Предположим, что наш портфель из двух активов включает обыкновенные акции С и D, имеющие следующие значения ожидаемых доходностей и стандартного отклонения:

	$E(R)$	$SD(R)$
Акция С	10%	30%
Акция D	25%	60%

Если вес каждой акции равен 50%, то ожидаемая доходность портфеля равна:

$$E(R_p) = 0,50(10\%) + 0,50(25\%) = 17,5\%,$$

а вариация доходности портфеля из двух активов, согласно выражению (4-6), составляет:

$$\text{var}(R_p) = w_C^2 \text{var}(R_C) + w_D^2 \text{var}(R_D) + 2w_C w_D \text{cov}(R_C, R_D) =$$

$$= (0,5)^2 (30\%)^2 + (0,5)^2 (60\%)^2 + 2(0,5)(0,5) \text{cov}(R_C, R_D).$$

Из выражения (4-8) следует, что:

$$\text{cor}(R_C, R_D) = \frac{\text{cov}(R_C, R_D)}{SD(R_C)SD(R_D)},$$

откуда:

$$\text{cov}(R_C, R_D) = SD(R_C)SD(R_D)\text{cor}(R_C, R_D).$$

Поскольку  $SD(R_C) = 30\%$ ;  $SD(R_D) = 60\%$ ,

то:

$$\text{cov}(R_C, R_D) = (30\%)(60\%)\text{cor}(R_C, R_D).$$

$$\text{var}(R_p) = (0,5)^2(30\%)^2 + (0,5)^2(60\%)^2 + 2(0,5)(0,5)(30\%)(60\%)\text{cor}(R_C, R_D);$$

$$\begin{aligned} SD(R_p) &= \sqrt{(0,5)^2(30\%)^2 + (0,5)^2(60\%)^2 + 2(0,5)(0,5)(30\%)(60\%)\text{cor}(R_C, R_D)} = \\ &= \sqrt{0,1125 + (0,09)\text{cor}(R_C, R_D)}. \end{aligned}$$

*Влияние корреляции доходностей активов на риск всего портфеля.* Как может измениться риск нашего портфеля из двух активов с изменением корреляции доходностей, его составляющих? Рассмотрим три случая, когда  $\text{cor}(K_C, K_D)$  равна +1, 0 и — 1. Подстановкой в уравнение (4-11) данных для каждого из трех случаев получаем:

$\text{Cor}(R_C R_D)$	$E(R_p)$	$SD(R_p)$
+ 1,0	17,5%	45,0%
0,0	17,5	35,0%
-1,0	17,5	15,0%

Поскольку корреляция ожидаемых доходностей акций С и D снижается с +1 до 0 и — 1, стандартное отклонение ожидаемой доходности портфеля также уменьшается с 45 до 15%. Тем не менее ожидаемая доходность портфеля в каждом случае равна 17,5%.

Этот пример наглядно показывает эффект диверсификации Марковица. Данное явление иногда называют «чудом диверсификации» (magik of diversification). Стратегия диверсификации Марковица предполагает, что с увеличением корреляции (ковариации) доходностей активов, составляющих единый портфель, возрастает вариация (а следовательно, и стандартное отклонение) доходности этого портфеля. «Чудо» проявляется при отрицательной корреляции ожидаемых доходностей активов. Прекрасно то, что инвестор может снизить риск портфеля, удерживая его ожидаемую доходность при помощи сочетания активов с низкой (желательно отрицательной) корреляцией. Плохо лишь то, что активов с малой и отрицательной

корреляцией существует совсем немного. Таким образом, задача превращается в поиск среди многочисленных активов таких, портфель из которых имел бы минимальный риск при заданном уровне доходности или, наоборот, при заданном уровне риска имел бы наибольшую доходность. Теперь мы переходим к обсуждению понятия эффективного портфеля по Марковицу и принципов его создания.

## **ВЫБОР ПОРТФЕЛЯ ИЗ РИСКОВЫХ АКТИВОВ**

Диверсификация в том виде, в котором ее предложил Марковиц, приводит к образованию портфеля, имеющего при заданном уровне риска максимальную ожидаемую доходность. Такой портфель получил название эффективного портфеля Марковица (*Markowitz efficient portfolio*). Для создания такого портфеля вводятся несколько основных предположений о поведении инвестора при выборе активов.

Во-первых, предполагается, что на решение инвестора влияют только два параметра — ожидаемая доходность и риск (вариация). То есть инвестор принимает решение, исходя из двухпараметрической модели Марковица. Во-вторых, предполагается, что инвестор не расположен к риску (т.е. выбирая из двух инвестиций с одинаковыми ожидаемыми доходностями, но различными уровнями риска, инвестор предпочтет ту, для которой риск меньше). В-третьих, предполагается, что все инвесторы стремятся к максимальной ожидаемой доходности при заданном уровне риска. В-четвертых, предполагается, что у всех инвесторов одинаковые взгляды на ожидаемые доходности, вариации и ковариации всех рискованных активов. Это предположение получило название однородности ожиданий (*homogeneous expectations*). И наконец, предполагается, что у инвесторов существует единый для всех инвестиционный горизонт (т.е. период, для которого планируются инвестиции. — Прим. науч. ред.).

### **Создание эффективного портфеля Марковица**

Технология создания эффективного портфеля из обширных групп ценных бумаг требует большого количества расчетов. Для портфеля из  $G$  акций требуется рассчитать  $(G^2 - G)/2$  ковариации. Поэтому для портфеля всего из 50 акций нужно подсчитать 1224 ковариации, а для 100 акций — 4950. Для нахождения портфелей с минимальным риском используются методы квадратичного программирования и соответствующее программное обеспечение<sup>7</sup>. Обсуждение этих моделей выходит за рамки данной главы. Тем не менее мы можем продемонстрировать основную идею построения эффективного портфеля Марковица, обратившись к простому портфелю из двух активов —  $C$  и  $D$ .

Вспомним, что для рассмотренных ранее обыкновенных акций  $C$  и  $D$ ,  $E(R_C) = -10\%$ ,  $SD(R_C) = 30\%$ ,  $E(R_D) = 25\%$  и  $SD(R_D) = 60\%$ . Предположим теперь, что  $\text{cor}(R_C, R_D) = -0,5$ . Ожидаемая доходность портфелей и

стандартное отклонение для пяти различных вариантов распределения весов  $C$  и  $D$  в портфеле приведены в табл. 4-6. Эти примеры портфелей позволяют прояснить смысл понятий допустимого и эффективного портфелей.

### ОЖИДАЕМЫЕ ДОХОДНОСТИ И СТАНДАРТНОЕ ОТКЛОНЕНИЕ ПОРТФЕЛЕЙ ПРИ РАЗНЫХ ПРОПОРЦИЯХ АКЦИЙ $C$ И $D$

Данные по акции  $C$ :  $E(R_C) = 10\%$ ;  $SD(R_C) = 30\%$

Данные по акции  $D$ :  $E(R_D) = 25\%$ ;  $SD(R_D) = 60\%$

Корреляция между акциями  $C$  и  $D = -0,5$

Портфель	Доля акций $C$	Доля акций $D$	$E(R_P)$	$SD(R_P)$
1	100%	0%	10,0%	30,0%
2	75	25	13,8	3,9
3	50	50	17,5	6,8
4	25	75	21,2	17,4
5	0	100	25,0	60,0

#### Допустимый и эффективный портфели

Допустимым портфелем (*feasible portfolio*) называется любой портфель, который (хотя бы в принципе) может построить инвестор из имеющихся в наличии активов. Набор допустимых портфелей называется допустимым множеством портфелей (*feasible set of portfolios*). Для данных двух активов допустимое множество портфелей изображается кривой (на плоскости риск/доходность), состоящей из пар значений доходности и риска, соответствующих различным комбинациям (весам) этих активов. На рис. 4-2 допустимое множество портфелей определяется как комбинация акций  $C$  и  $D$  (табл. 4-6), представленная кривой 1—5. Если рассматриваются комбинации более чем двух активов, допустимое множество портфелей изображается не кривой линией, а заштрихованной областью, как показано на рис. 4-3.

Эффективный портфель — это портфель, имеющий максимальную доходность среди всех портфелей с заданным уровнем риска. Он называется также портфелем, эффективным по критериям доходность/риск (*mean-variance efficient portfolio*). Таким образом, для каждого уровня риска существует свой эффективный портфель. Набор всех таких портфелей называется эффективным множеством портфелей Марковица (*Markowitz efficiency set of portfolios*).

Графически оно представлено на рис. 4-2. Эффективные портфели, состоящие из различных комбинаций акций  $C$  и  $D$  отмечены точками 2—5.

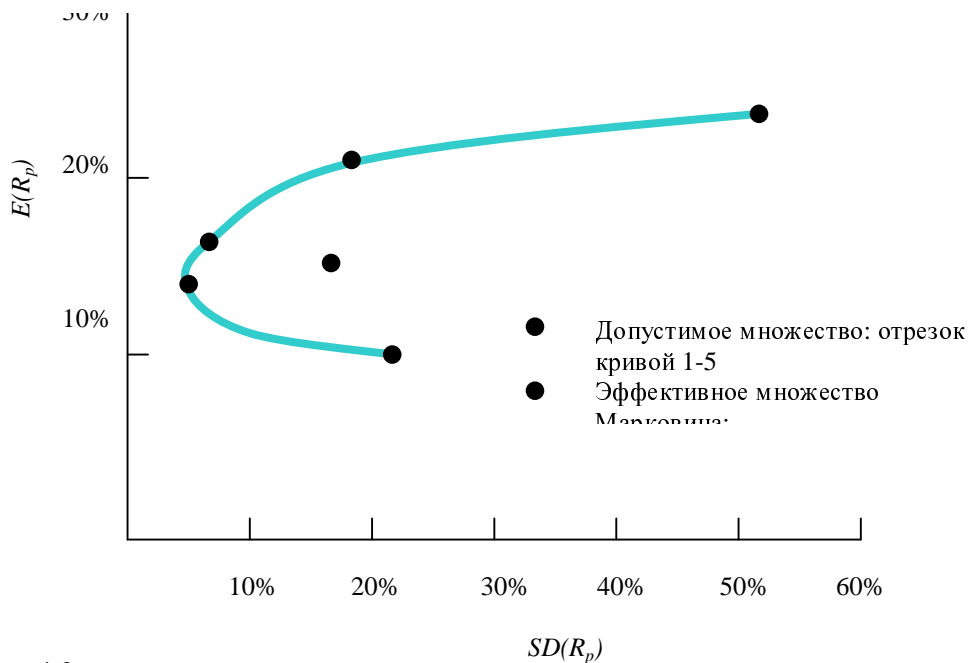


Рис. 4-2  
Допустимое и эффективное множество портфелей для акций С и D

Им  
соо  
ответ  
ств  
уют  
наи  
бол  
ьши  
е  
зна  
чен  
ия  
ожи  
дае  
мой

доходности при заданных уровнях риска. Заметьте, что портфель 1 (С = 10% и D = 30%) не входит в эффективное множество, потому что есть три портфеля (2, 3 и 4) с большей ожидаемой доходностью и меньшим уровнем риска. Портфели, лежащие слева и выше точек 2—3—4—5, недостижимы для комбинаций активов С и D и потому не входят в эффективное множество Марковица. Портфели, лежащие справа от точек 2—3—4—5, не включены в него, поскольку есть другие портфели с большей доходностью при тех же уровнях риска, или же, наоборот, — с меньшим риском при той же доходности. Чтобы убедиться в этом, рассмотрим портфель 6 на рис. 4-2. У портфелей 4 и 6 одинаковые уровни риска, но первый имеет более высокую ожидаемую доходность. Точно так же у портфелей 2 и 6 одинаковая ожидаемая доходность, но у портфеля 2 меньше риск. В этом случае говорят, что портфели 4 и 2 превосходят портфель 6\*.

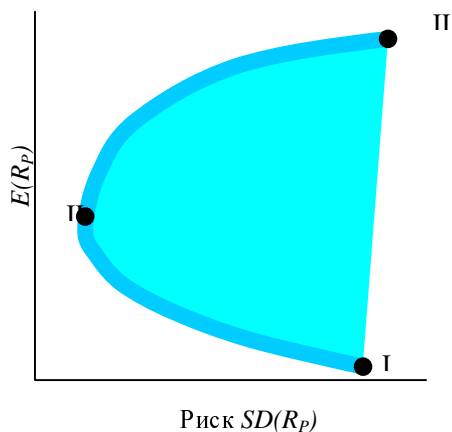


Рис. 4-3  
Допустимое и эффективное множество портфелей в случае большего, чем два, числа активов

На рис. 4-3 также изображено эффективное множество Марковица. Все портфели из него «превосходят» портфели в заштрихованной области.

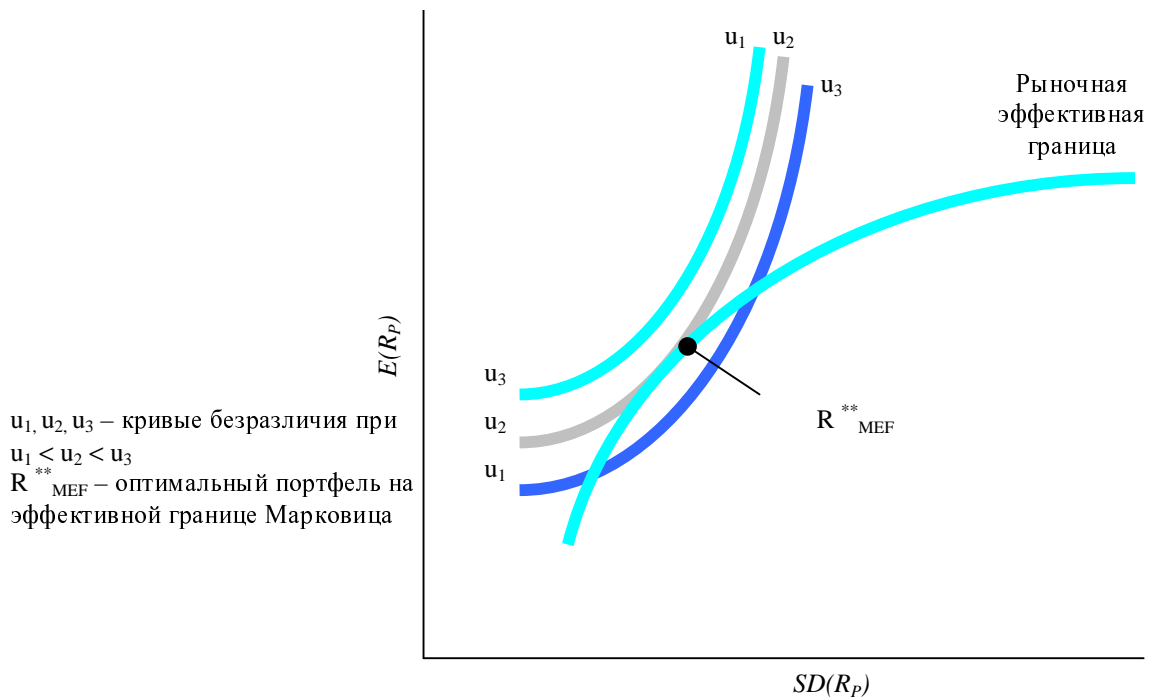


Рис. 4-5  
Выбор оптимального портфеля при других кривых безразличия

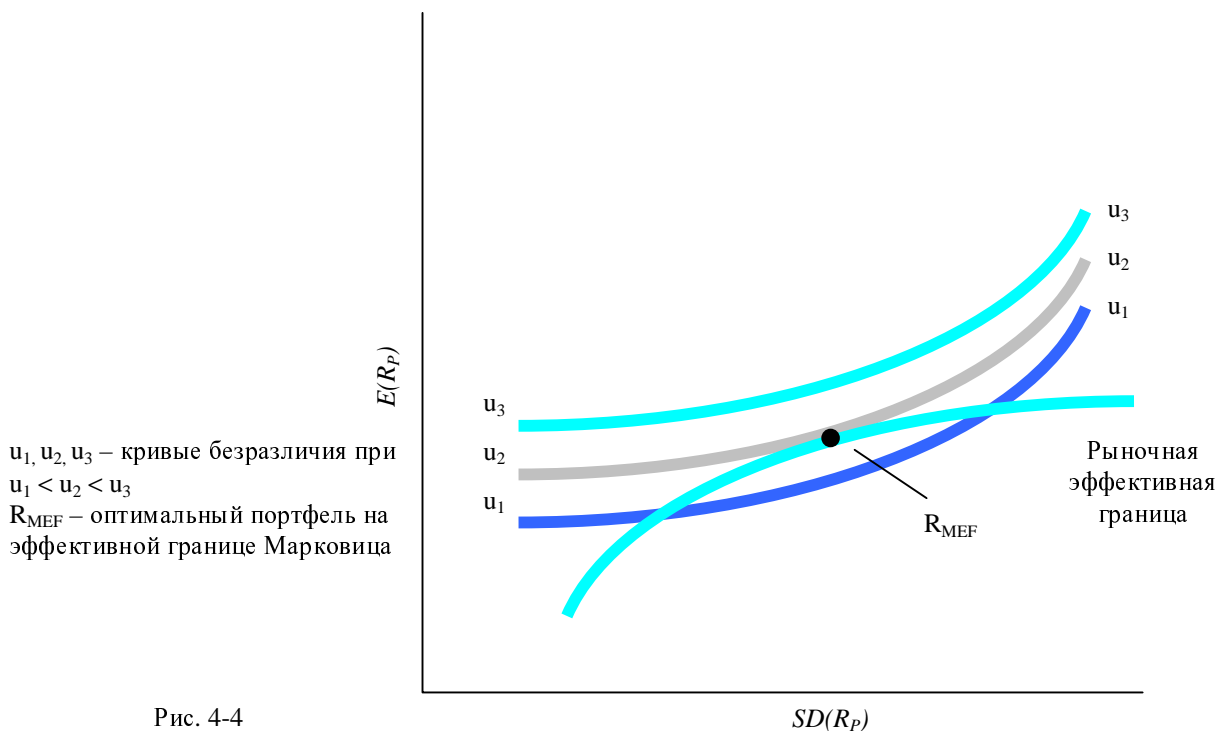


Рис. 4-4  
Выбор оптимального портфеля

### Выбор портфеля из эффективного множества портфелей Марковица

После того как мы определили понятия эффективного портфеля и эффективного множества портфелей, перейдем к понятию оптимального портфеля.

Согласно сформулированным выше принципам теории Марковица, инвестор всегда выбирает портфель, лежащий на эффективной границе. Этот выбор осуществляется посредством анализа соотношения риска и доходности (постоянного «взвешивания»). Двигаясь вдоль границы слева



направо, мы увеличиваем ожидаемый риск, но при этом расширяются и границы доходности. В связи с этим возникает следующий вопрос: какой же портфель лучше? Лучший из всех портфелей на эффективной границе Марковица называется оптимальным.

Интуитивно понятно, что оптимальный портфель зависит от предпочтений инвестора при выборе между риском и доходностью. Как уже говорилось в начале главы, эти предпочтения можно описать при помощи функции полезности.

На рис. 4-4 изображены три кривые безразличия и эффективная граница. В нашем случае кривая безразличия определяет комбинации риска и ожидаемой доходности, дающие одинаковый уровень полезности. И чем дальше расположена кривая от горизонтальной оси, тем больше полезность.

Также из рис. 4-4 видно, какой портфель при данных кривых безразличия будет для инвестора оптимальным. Следует помнить, что инвестор стремится к самой высокой кривой безразличия, какую можно достичь на эффективной границе. При этих требованиях оптимальный портфель представлен точкой пересечения кривой безразличия с эффективной границей. На рис. 4-4 это портфель  $P''_{MEF}$ . Допустим, например, что эта точка соответствует портфелю 4 на рис. 4-2. Тогда, согласно табл. 4-6, этот портфель состоит на 25% из акций С и на 75% из акций D где  $P'_{MEF} = 21,2\%$ , а  $SD(R_p) = 17,4\%$ .

Портфель 4 максимизирует полезность для определенных характером кривой безразличия предпочтений риска и доходности инвестора, а также его ожиданий по поводу доходности и ковариации. Если его предпочтения относительно ожидаемого риска и доходности изменятся, изменится и оптимальный портфель. Например, на рис. 4-5 изображена та же эффективная граница, но другие кривые безразличия. В этом случае оптимальным будет портфель  $P''_{MEF}$  с более низкими доходностью и риском, чем портфель  $P'_{MEF}$  на рис. 4-4.

При этом может возникнуть вопрос о том, как определить функцию полезности инвестора, чтобы построить его кривую безразличия? К сожалению, ответить на него непросто. Дело в том, что экономисты еще не пришли к единому мнению о том, как измерять полезность.

Это, однако, не означает, что теория бесполезна. А говорит лишь о том, что, описав эффективную границу, инвестор должен определить, какой эффективный портфель ему подходит в наибольшей степени.

## РЕЗЮМЕ

В этой главе мы познакомились с теорией портфеля, созданной Марковицем. Она описывает принципы построения эффективных портфелей и способы выбора из них наилучшего, или оптимального, портфеля. Эта теория отличается от предыдущих тем, что в ней

сформулированы принципы измерения основных параметров теории. К ним относятся риск и ожидаемая доходность как отдельных активов, так и всего портфеля в целом. Более того, при помощи этих величин, а также ковариации и корреляции между доходностями активов можно осуществить диверсификацию портфеля, цель которой состоит в уменьшении его риска без ущерба для доходности. Определение и точный смысл этих параметров основываются на теоретико-вероятностных понятиях, а их количественная оценка осуществляется статистическими методами.

Ожидаемая доходность портфеля — это взвешенное среднее ожидаемых доходностей всех активов, входящих в портфель. Вес каждого актива определяется как процентная доля рыночной стоимости актива в общей рыночной стоимости всего портфеля. Риск актива измеряется при помощи вариации или стандартного отклонения его доходности. В отличие от ожидаемой доходности портфеля его риск не равен взвешенному стандартному отклонению рисков отдельных активов, входящих в портфель. Риск портфеля зависит от ковариации и корреляции между активами. Чем ниже корреляция, тем меньше риск портфеля.

Эффективный портфель по Марковицу — это допустимый портфель с наибольшей ожидаемой доходностью для заданного уровня риска. Набор всех эффективных портфелей называется эффективным множеством портфелей, или эффективной границей.

Оптимальным портфелем называется такой портфель, который в наибольшей степени удовлетворяет предпочтениям инвестора по отношению к доходности и риску. Предпочтения инвестора описываются функцией полезности, которая графически представляется при помощи набора кривых безразличия. Оптимальный портфель — это такой портфель, для которого кривая безразличия касается эффективной границы.

## ИСПОЛЬЗУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

- 1 Про цінні папери та фондову біржу. Закон України від 18 червня 1991 року № 1201-ХІІ (зі змінами від 10 вересня 1997 року № 527/97-ВР)// ВВР – 1991. - № 38. – Ст. 508.
- 2 Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні. Закон України від 30 жовтня 1996 року № 448/96-ВР// ВР Н ВВР, - 1996. - № 51. – Ст. 202.
- 3 Про банки та банківську діяльність. Закон України від 20 березня 1991 року № 872 – ХІІ.
- 4 Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні. Закон України від 10 грудня 1997 року № 710\97-ВР// Банківська справа в Україні: законодавчі і нормативні акти. – К.: НБУ, 1998. – Т. 3.
- 5 Про лізинг. Закон України від 16 грудня 1997 року № 723/97 – ВР.
- 6 Про систему валютного регулювання і валютного контролю. Декрет Кабінету міністрів України від 19 лютого 93 року 315-93.
- 7 Про інвестиційну діяльність. Закон України. Відомості Верховної Ради – 92 № 10.
- 8 Положення про міжбанківські розрахунки в Україні: Затв. постановою правління НБУ від 21.03.96.- № 65-к. - НБУ, 1996. – 120 с.
- 9 Герасименко Р.А. Финансовый рынок. Теория. Практика организации в Украине. – Донецк: «КИТИС», 2000. – 330 с.
- 10 Шелудько В.М.Фінансовий ринок: Навч. Посіб. – К.,Знання-Прес.: 2002.- 535 с.
- 11 Михайлов Д.М. Мировой финансовый рынок. Тенденции развития и инструменты. – М.: «Экзамен», 2000 г. – 768 с.
- 12 Корнеєв В.В., Глущенко С.В. Цінні папери в системі фінансового ринку: Фінансовий ринок та ринок цінних паперів. Операції з цінними паперами. – К.: НДФІ, 1999. – 68 с.
- 13 Кандинская О.А. Управление финансовыми рисками: поиск оптимальной стратегии. – М.: Издательство АО “Консалтбанкир”, 2000. – 272с.
- 14 Рэдхэд К., Хьюс С. Управление финансовыми рисками. Пер. с англ. – М.: ИНФРА – М, 1996. – 288 с.
- 15 Мендрул О.Г. Павленко І.А. Фондовий ринок: операції з цінними паперами. – К, 2000.
- 16 Рынок ценных бумаг и биржевое дело: учебник для вузов/ Под ред. Проф. О.И. Дегтярёвой, проф. Н.М. Коршунова, проф. Е.Ф. Жукова. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2002. – 501 с.
- 17 Ющенко В.А., Міщенко В.І. Валютне регулювання – К., 1999.

- 18 Ценообразование на финансовом рынке: учебное пособие / Под ред. проф. В.Е. Есинова – С Пб.: Издательство С Пб ГУЭФ, 1998.- 240 с.
- 19 Примостка Л.О. Банківський менеджмент. Хеджування фінансових ризиків: Навч.посібник. – К.:КНЕУ, 1998. – 108 с.
- 20 Гойко А.Ф. Организация рынка финансового капитала и инвестиций в Украине. - К.:Хвиля – Прес, 1995.- с.

Методические указания к практическим занятиям по дисциплине  
«Финансовый рынок» для студентов специальности 7.050104 всех форм  
обучения

Составители:

Гридасов Вадим Михайлович  
Кривченко Сергей Викторович

Редактор

Дудченко Елена Александровна.

Подп. в печать

Формат  
60x90/16

Офсетная печать.

Усл. печ. л.

Усл. изд. л.

Тираж 250 экз.

Бесплатно

---

ДГМА, 84313, г.Краматорск, ул.Шкадинова, 72