

КОНСПЕКТ ЛЕКЦИЙ

ТЕМА 1. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ, ЕГО СТРУКТУРА И ФУНКЦИИ.

- 1.1. Понятие рынка ценных бумаг.
- 1.2. Участники рынка ценных бумаг.
- 1.3. Понятие и классификация ценных бумаг.
- 1.4. Государственное регулирование рынка ценных бумаг.

1.1. Понятие рынка ценных бумаг.

Рынок ценных бумаг – это сфера экономических отношений, связанных с выпуском и обращением ценных бумаг. Рынок ценных бумаг входит в структуру финансового рынка как составная часть, на которой перераспределение финансовых ресурсов опосредуется процессом купли-продажи ценных бумаг. **Финансовый рынок** – это механизм перераспределения финансовых ресурсов на основе спроса и предложения на капитал. **Назначение рынка ценных бумаг** – аккумулировать финансовые ресурсы и обеспечивать возможность их перераспределения путем совершения операций с ценными бумагами, т.е. осуществлять посредничество в движении временно свободных денежных средств от инвесторов к эмитентам ценных бумаг. Как часть финансового рынка он выполняет ряд общерыночных (присущих каждому финансовому рынку) функций.

К общерыночным функциям относят:

- **коммерческая функция** предполагает получение прибыли от операций на данном рынке;
- **учетная функция** проявляется в обязательном учете в специальных списках, реестрах всех видов ценных бумаг, регистрации участников рынка ценных бумаг, а также фиксации фондовых операций;
- **ценообразующая функция** заключается в обеспечении рынком процесса формирования цен, их постоянного движения и реагирования на изменения ситуации в финансовой системе в целом;
- **балансирующая функция** означает обеспечение равновесия спроса и предложения на финансовом рынке путем проведения операций с ценными бумагами;
- **стимулирующая функция** заключается в мотивации юридических и физических лиц стать участниками рынка ценных бумаг. Например, путем предоставления права на участие в управлении обществом (акции);
- **информационно-аналитическая функция** проявляется, когда рынок формирует и доводит до своих участников информацию об объектах торговли и ее участниках;
- **контрольная функция** предполагает контроль за соблюдением норм законодательства участниками рынка.

К специфическим функциям рынка ценных бумаг можно отнести следующие:

- **перераспределительная функция** состоит в перераспределении финансовых средств, опосредованных ценными бумагами, между производственной и финансовой деятельностью, государством и населением, регионами;
- **фондообразующая функция** связана с аккумулированием временно свободных денежных средств для инвестирования их в перспективные отрасли экономики.

Имеются различные квалификационные признаки рынка ценных бумаг, остановимся на самых распространенных:

1. по территориальному принципу:

- международный;

- региональный;
- национальный;
- местный.

2. в зависимости от **времени и способа поступления ценных бумаг в оборот** рынок ценных бумаг подразделяется на:

- **первичный** – рынок, который обслуживает выпуск (эмиссию) и первичное размещение ценных бумаг;
- **вторичный** – рынок, где производится обращение ранее выпущенных ценных бумаг, осуществляются купля-продажа или другие формы перехода ценной бумаги от одного ее владельца к другому в течение всего срока существования ценной бумаги.

3. в зависимости от **степени организованности** рынок ценных бумаг подразделяется на:

- **организованный рынок** – это обращение ценных бумаг на основе законодательно установленных правил между лицензированными профессиональными посредниками;
- **неорганизованный рынок** – это обращение ценных бумаг без соблюдения единых для всех участников рынка правил.

4. в зависимости от **места** рынок ценных бумаг делится на:

- **биржевой** рынок — это рынок, **организованный** фондовой (фьючерсной, фондовыми секциями валютной и товарной) биржей и работающими на ней брокерскими (маклерскими) и **дилерскими** фирмами.
- **внебиржевой** рынок — сфера обращения ценных бумаг, не допущенных к котировке на фондовых биржах. Внебиржевой рынок занимается обращением ценных бумаг тех акционерных обществ, которые не имеют достаточного количества акций или доходов для того, чтобы зарегистрировать (пройти листинг) свои акции на бирже и быть допущенными к торгам на ней. Организованный внебиржевой рынок образуется фондовыми магазинами, отделениями банков, а также дилерами, которые могут быть или не быть членами биржи; инвестиционными компаниями, инвестиционными фондами, отделениями банков и др.

5. по **видам сделок** рынок ценных бумаг разделяется на:

- **кассовый** - это рынок с немедленным исполнением сделок в течение 1 -2 рабочих дней, не считая дня заключения сделки;
- **срочный** (форвардный)- это рынок, на котором заключаются разнообразные по виду сделки со сроком исполнения, превышающим два рабочих дня.

6. по **эмитентам и инвесторам** рынок ценных бумаг делится на рынки:

- государственных ценных бумаг;
- муниципальных ценных бумаг;
- корпоративных ценных бумаг и др.

7. по **конкретным видам ценных бумаг** бывают рынки:

- акций;
- облигаций;
- векселей и пр.

1.2. Участники рынка ценных бумаг и их функции

Участники рынка ценных бумаг (субъекты рынка) – юридические и физические лица, а также государство в лице соответствующих органов, осуществляющие деятельность на рынке ценных бумаг.

Участники рынка ценных бумаг делятся на:

1. **Эмитенты** ценных бумаг - юридические лица, которые от своего имени выпускают ценные бумаги и обязуются выполнить обязательства, вытекающие из условий выпуска ценных бумаг. В роли эмитентов могут выступать как государство в лице Национального банка, Министерства финансов, местных органов власти, так и негосударственные структуры – акционерные общества.
2. **Инвесторы** - физические или юридические лица, имеющие временно свободные денежные средства, заинтересованные в их приумножении и владеющее ценными бумагами.

Различают:

- 2.1. **институциональных инвесторов** – государство, корпоративные инвесторы (ОАО; ЗАО, специализированные институты и т.д.
 - 2.2. **профессионалов рынка** – фондовые посредники (брокеры, дилеры);
 - 2.3. **индивидуальные инвесторы** – физические лица, использующие свои сбережения для приобретения ценных бумаг;
 - 2.4. **прочие инвесторы** – организации.
3. **Фондовые посредники** – это лица и организации опосредующие оборот ценных бумаг. В инфраструктуре взаимодействуют две группы посредников:
 - 3.1. **фондовые дилеры** совершают сделки купли – продажи ценных бумаг на фондовом рынке от своего имени и за свой счет;
 - 3.2. **фондовые брокеры** – совершают сделки на рынке ценных бумаг в интересах других лиц от своего имени и за счет клиента, или от имени и за счет клиента.
 4. **Государство в лице уполномоченных органов.** Государство выступает с одной стороны как равноправный участник рынка ценных бумаг, а с другой эмитентом, фондовым посредником, инвестором.
 5. **Обслуживающие организации;**
 - 5.1. расчетно-клиринговые организации обеспечивают расчеты по сделкам и исполнение сделок,
 - 5.2. депозитарии - предоставляют услуги по хранению ценных бумаг, выпущенных в документарной и бездокументарной форме;
 - 5.3. регистраторы осуществляют учет и фиксацию прав собственности на ценные бумаги и переход его от одного лица к другому.

1.3. Понятие и классификация ценных бумаг

Ценная бумага, как юридическая категория определяет следующие права: владения ценной бумагой, управления ею, а также удостоверение имущественных и обязательных прав и прав передачи или получения собственности.

Как экономическая категория, ценная бумага имеет соответствующие характеристики: временные, пространственные, рыночные (табл.1.1).

Таблица 1.1. Классификация ценных бумаг

| Классификационные признаки | Виды ценных бумаг |
|--|---|
| Временные характеристики | |
| Происхождение | Основные Производные |
| Срок существования | Срочные Бессрочные |
| Пространственные характеристики | |
| Форма существования | Документарные Бездокументарные |
| Национальная принадлежность | Отечественные Иностранные |
| Территориальная принадлежность | Страна Регион Город |
| Рыночные характеристики | |
| Эмитент | Государственные Негосударственные |
| Уровень риска | Рисковые Малорисковые Безрисковые |
| Форма вложения средств | Долговые Долевые |
| Наличие дохода | Доходные Бездоходные |

Ценные бумаги можно определить как особым образом оформленные документы, удостоверяющие имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при предъявлении данных документов.

Свойства ценных бумаг:

- стандартность, т.е. обладает определенным набором реквизитов;
- серийность, т.е. выпускаются сериями;
- обращаемость как возможность купли-продажи на вторичном рынке;
- ликвидность, т.е. возможность обращение ценных бумаг в денежное средство;
- регулируемость и признание государством, т.е. ценная бумага должна быть названа в качестве таковой в законодательных актах.

Классификация ценных бумаг:

1. по экономической сущности:
 - 1.1. долговые ценные бумаги – удостоверяют отношение займа, право на возврат номинальной стоимости (вексель, облигации);
 - 1.2. долевые ценные бумаги, т.е. право на часть собственности эмитента (акции);
 - 1.3. производные ценные бумаги – дают право на покупку или продажу материальных ценностей в будущем по цене установленной на момент их составления (опционы, фьючерсы);
 - 1.4. прочие ценные бумаги – не входят ни в одну из предыдущих групп (чек, коносамент);
2. в зависимости от порядка реализации прав, заключенных в ценных бумагах:
 - 2.1. именные;
 - 2.2. ценные бумаги на предъявителя;

3. по форме существования:
 - 3.1. ценные бумаги в документальной форме в виде отпечатанных на бумаге бланков;
 - 3.2. ценные бумаги в документальной форме в виде записи на счетах. Для этой формы могут выпускаться сертификаты, подтверждающие их владение держателем, который к ценной бумаге не относится;
4. по сроку существования:
 - 4.1. бессрочные, срок которых не оговаривается;
 - 4.2. срочные, срок которых оговаривается при выпуске:
 - 4.2.1. краткосрочные (до 1 года);
 - 4.2.2. долгосрочные (более 1 года);
5. в зависимости от эмитента:
 - 5.1. государственные ценные бумаги:
 - 5.1.1. правительственные ценные бумаги;
 - 5.1.2. ценные бумаги местных органов власти;
 - 5.2. корпоративные ценные бумаги.

В соответствии с ст.144 ГК Республики Беларусь к ценным бумагам относятся государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законодательством о ценных бумагах или в установленном им порядке отнесены к числу ценных бумаг.

Ценные бумаги могут быть эмиссионными и неэмиссионными.

Эмиссионными ценными бумагами являются облигации, акции и другие ценные бумаги, отнесенные к таковым законодательством.

1.4. Государственное регулирование деятельности на рынке ценных бумаг в Республике Беларусь.

Рынок ценных бумаг Беларуси возник в начале 90-х гг. XX в. и относится к развивающемуся, в республике уже сформировалась модель фондового рынка, имеющая черты двух основных моделей: североамериканской и европейской. К основным ее характеристикам относятся:

1. ведущая роль государства в создании фондового рынка;
2. высокая доля ценных бумаг банков и финансовых инструментов на рынке;
3. возрастающая доля корпоративных бумаг и др.

Главной *целью регулирования* является формирование и поддержание ликвидного, динамичного фондового рынка, способного выполнять свои функции, а также:

1. защита интересов всех участников рынка ценных бумаг;
2. содействие развитию рынка ценных бумаг;
3. информационное обеспечение деятельности.

Меры государственного регулирования делятся на:

1. прямые: принятие нормативно правовых актов регулирующих деятельность участников рынка ценных бумаг; лицензирование профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг; государственная регистрация ценных бумаг и их эмитентов.
2. косвенные: определение условий ввоза и вывоза ценных бумаг отечественных и иностранных эмитентов; регулирование отношений по приватизации государственной собственности; установление финансовых нормативов для институциональных инвесторов и др.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляется путем формирования законодательной и нормативно-правовой базы, лицензирования и контроля, осуществляемого компетентными государственными структурами, непосредственного участия государства в формировании рынка в качестве эмитента, инвестора, посредника.

Регулирование должно строиться на следующих принципах, которые являются основой функционирования всей системы регулирования:

- a. прозрачность рынка, т.е. раскрытие полной и достоверной информации для всех участников рынка;
- b. защита интересов инвесторов;
- c. защита самого рынка от недобросовестных участников через обеспечение стабильности его функционирования;
- d. адаптивность и преемственность (например, приведение в соответствие законодательства к изменяющимся внешним и внутренним условиям);
- e. распределение функций между государственными и саморегулирующимися структурами.

Система государственного регулирования рынка ценных бумаг в Республике Беларусь является многоуровневой и разветвленной и включает две подсистемы:

1. нормативно-правовые акты, к числу основных законодательных и правовых актов Республике Беларусь, определяющих функционирование рынка ценных бумаг, относятся: Гражданский, Инвестиционный, Банковский кодексы Республики Беларусь, законы Республики Беларусь "О ценных бумагах и фондовых биржах", "О хозяйственных обществах";
2. органы государственного управления, которые регулируют деятельность на рынке ценных бумаг:
 - 2.1. Комитет по ценным бумагам при Совете Министров: его функции — регулирование, контроль и надзор за рынком, а также профессиональной деятельностью по ценным бумагам.
 - 2.2. Министерство Финансов Республики Беларусь: его функции — определение условий выпуска размещения и погашения государственных ценных бумаг; эмиссия и погашение правительственных ценных бумаг;
 - 2.3. Национальный банк Республики Беларусь: его функции — определение условий выпуска и погашение ценных бумаг банком; регулирование операций банков с ценными бумагами; первичное размещение государственных ценных бумаг; выпуск и погашение собственных ценных бумаг;
 - 2.4. определение правил деятельности страховых организаций на рынке ценных бумаг; установление нормативов;
 - 2.5. Департамент по управлению государственным имуществом при Министерстве Финансов: его функции — определение условий и продажи пакетов акций ОАО принадлежащих государству.
 - 2.6. Министерство экономики, Министерство по налогам и сборам, Государственный таможенный комитет, издающие нормативно-правовые акты по отдельным аспектам работы рынка ценных бумаг.

ТЕМА 2. АКЦИИ, ИХ СУЩНОСТЬ, ОЦЕНКА СТОИМОСТИ И ДОХОДНОСТИ.

- 2.1. Определение и сущность акции.
- 2.2. Виды акций, их характеристика.
- 2.3. Оценка стоимости акций.
- 2.4. Оценка доходности акций.
- 2.5. Фондовые индексы.
- 2.6. Эмиссия акций, ее порядок в Республике Беларусь

2.1. Определение и сущность акции.

Под акцией понимают ценную бумагу, которую выпускает акционерное общество: при его создании (учреждении), при преобразовании организации в акционерное общество, при слиянии (поглощении) двух или нескольких акционерных обществ, а также для мобилизации денежных средств при увеличении существующего уставного капитала. Поэтому акцию можно считать ценной бумагой, фиксирующей право собственности на капитал, своеобразным свидетельством о внесении определенной доли в уставный капитал акционерного общества.

Таким образом, акция за ее держателем закрепляет три вида прав:

1. на участие в получении прибыли (дивиденда);
2. на участие в управлении (акция дает право голоса);
3. на долю имущества при ликвидации (ликвидационную стоимость).

Инвестора в акциях привлекает следующее:

- **право голоса** в обмен на вложенный в акции капитал;
- **прирост капитала**, связанный с возможным ростом цены акций на рынке.
- **дополнительные льготы**, которые может предоставить акционерное общество своим акционерам. Они принимают форму скидок при приобретении продукции, производимой акционерным обществом, или пользовании услугами (льготный проезд, льготные цены за проживание в гостинице и т.д.);
- **право преимущественного приобретения** вновь выпущенных акций;
- **право на часть имущества** акционерного общества, остающегося после его ликвидации и расчетов со всеми иными кредиторами.

Вместе с тем приобретение акций связано с определенным риском:

- выплата дивидендов не гарантируется;
- право акционера на часть имущества при ликвидации реализуется в последнюю очередь;
- рост цен акций нестабилен, к тому же он характерен для крупных, успешно работающих акционерных обществ.

Акции обладают следующими свойствами:

- акция — это **титул собственности**, т.е. держатель акции является совладельцем акционерного общества с вытекающими из этого правами;
- она **не имеет срока существования**, т.е. права держателя акции сохраняются до тех пор, пока существует акционерное общество;
- для нее характерна **ограниченная ответственность**, так как акционер не отвечает по обязательствам акционерного общества. Поэтому при банкротстве инвестор не потеряет больше того, что вложил в акцию;
- для акции характерна **неделимость**, т.е. совместное владение акцией не связано с делением прав между собственниками, все они выступают как одно лицо;
- акции **могут расщепляться и консолидироваться**.

При расщеплении одна акция превращается в несколько. Эмитентом это свойство акций может быть использовано для увеличения предложения акций данного вида. При расщеплении не изменяется величина уставного капитала. Например, при номинальной стоимости 1 акции в 1000 руб. выпускаются четыре новых, поэтому номинальная

стоимость новых акций становится равной 250 руб. У акционеров изымаются старые сертификаты и выдаются новые, в которых указывается, что они владеют большим числом акций.

При консолидации число акций уменьшается, что может привести к росту их рыночной цены. Их номинальная стоимость возрастает, а размер уставного капитала остается прежним. Владельцы акций также получают новые сертификаты взамен изымаемых, в которых будет указано меньшее число новых акций.

Обязательными реквизитами акции являются:

- наименование ценной бумаги - "акция", номинальная стоимость, вид акции (именная или на предъявителя);
- полное наименование и юридический адрес эмитента;
- полное наименование или имя покупателя акции либо указание, что акция на предъявителя;
- место, дата выпуска, номер государственной регистрации, серия и порядковый номер акции;
- образец подписи (факсимиле) уполномоченных лиц эмитента и перечень прав, предоставляемых владельцам акций.

Вышеназванные реквизиты содержатся в реестре акционеров. Порядок ведения реестра акционеров определяется центральным органом, осуществляющим контроль и надзор за рынком ценных бумаг.

2.2. Виды акций, их характеристика.

В соответствии с п1. и п.2 статьи 3 Закона Республики Беларусь «О ценных бумагах и фондовых биржах» от 28.06.1996 N 487-XIII в зависимости от предоставляемых прав и порядка их реализации акции подразделяются на:

1. **Простая акция** - ценная бумага, удостоверяющая право владельца на долю собственности акционерного общества при его ликвидации, дающая право ее владельцу на получение части прибыли общества в виде дивиденда и на участие в управлении обществом.
2. **Привилегированная акция** - ценная бумага, дающая право ее владельцу на получение дивиденда в качестве фиксированного процента, право на долю собственности при ликвидации общества и не дающая права голоса на участие в управлении обществом.

(пункт 1 статьи 3 в ред. Закона Республики Беларусь от 28.06.1996 N 487-XIII)

В международной практике простые акции могут классифицироваться по режиму голосования:

- неголосующие акции;
- многоголосые акции;
- подчиненные акции.

В зависимости от дополнительных прав и обязательств привилегированные акции могут быть:

- отзывные (погашаемые);
- ретрекативные (акционерное общество должно выкупить такие акции по первому требованию их держателя);
- кумулятивные (акционерное общество в случае невыплаты дивидендов за отчетный период обязуется выплатить их в последующие периоды);
- конвертируемые (дают право их обмена по истечении установленного срока на простые акции того же эмитента);

▪ привилегированные акции с участием (такие акции дают право держателю на получение дополнительного дивиденда).

Все дополнительные права по привилегированным акциям должны обязательно отражаться в их реквизитах.

2.3. Оценка стоимости акций.

Виды стоимостной оценки акций:

1. **Номинальная стоимость** – указана в акции. Номинал акции — это то, что указано на ее лицевой стороне, поэтому иногда ее называют лицевой, или нарицательной, стоимостью. Номинальная стоимость всех обыкновенных акций общества должна быть одинаковой и обеспечивать всем держателям акций этого общества равный объем прав. В некоторых странах, например в США, номинальная стоимость не указывается, а в акции оговаривается, что капитал компании разбит на столько-то частей — акций. Предприятие, выпустившее акцию с указанием ее номинальной, т.е. нарицательной, стоимости, еще не гарантирует ее реальную ценность. Такую ценность определяет рынок. Однако номинальная стоимость выступает как некоторый ориентир ценности акции, особенно на неразвитом, малоликвидном фондовом рынке. В этом случае номинальная стоимость длительное время является базой для определения последующих стоимостных оценок акции.

2. **Рыночная стоимость** – цена купли-продажи акции на рынке. Таким образом, на ликвидном эффективном рынке цепных бумаг рыночная цена акции - это стоимость в текущих ценах по сделкам, заключенным в каждый момент времени. Рыночная цена обычно устанавливается на торгах на фондовой бирже и отражает действительную цену акции при условии большого объема сделок. Биржевой курс как результат биржевой котировки определяется равновесным соотношением спроса и предложения. Котировка предполагает наличие двух цен:

- **Цена приобретения**, по которой покупатель выражает желание приобрести акцию, или цена спроса (**bid price**), — **цена бид**.

- **Цена предложения**, по которой владелец, или эмитент, акции желает ее продать, — цена предложения (**offer price**) — **оферта**.

Как правило, между ними находится цена исполнения сделки, т.е. цена реальной продажи акций, называемая **курсовой (рыночной) ценой**. Курсовая цена бумаги при большом спросе может равняться цене предложения, а при избыточном количестве ценных бумаг — цене спроса.

Так как представления инвестора о доходности акции меняются, то меняются и цены. Как правило, учитывается и рыночная конъюнктура, поэтому в течение рабочего дня биржи цена продажи определенной акции может меняться. Цена, по которой совершается первая сделка, называется ценой открытия, а цена, по которой совершается последняя сделка, — ценой закрытия.

В течение дня устанавливается высшая и низшая цены на акцию

3. **Балансовая стоимость** – сумма чистых активов, приходящаяся на одну акцию в обращении. Такая оценка доступна очень узкому кругу инвесторов. Если курсовая цена превышает балансовую, то это является основой для биржевого роста цены.

$$\text{Чистые активы} = \text{Активы} - \text{Обязательства} \approx \text{Собственный капитал}$$

$$C_{\delta} = \frac{ЧА}{N_{акц}}, \text{ где}$$

C_{δ} – балансовая стоимость;

$ЧА$ – чистые активы;

$N_{акц}$ – количество акций в обращении.

Если $C_b > C_{рын}$, то возможно акция недооценена рынком, а в обратном случае, если $C_b < C_{рын}$, возможно акция переоценена рынком.

4. **Эмиссионная стоимость** – цена первичного размещения акции. Это цена акции, по которой ее приобретает первый держатель. По существующему законодательству эмиссионная цена акции превышает номинальную стоимость или равна ей. Эмиссионная цена также может быть ниже рыночной. Оплата акций общества при его учреждении производится его учредителями по их номинальной стоимости. При всех последующих выпусках реализация акций осуществляется по эмиссионной цене, ориентированной на рыночную. Превышение эмиссионной цены над номинальной стоимостью называется эмиссионной выручкой, или эмиссионным доходом.
5. **Ликвидационная стоимость** – стоимость имущества акционерного общества приходящегося на одну акцию после расчета со всеми кредиторами при ликвидации. Она определяется только для привилегированных акций и устанавливается при эмиссии.
6. **Текущая стоимость** (расчетный курс) – сумма дисконтированных будущих доходов, ожидаемых от владения акцией.

Дисконтирование – это приведение стоимости будущих доходов к текущему моменту времени.

$$PV_t = \frac{FV_t}{(1+r)^t}, \text{ где}$$

PV_t – текущая стоимость доходов в t -ом периоде;

FV_t – будущая стоимость доходов в t -ом периоде;

t – порядковый номер периода получения дохода;

r – ставка дисконтирования.

Ставка дисконтирования может приниматься на уровне среднерыночной доходности, на уровне доходности вложений в аналогичные акции, на уровне стоимости привлекаемого капитала, как безрисковая ставка с поправкой на риск.

Общая формула текущей стоимости акций:

$$P_{тек} = \sum_{t=1}^{n \rightarrow \infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}, \text{ где}$$

D_t – ожидаемый дивиденд в t -ом периоде.

Данная формула конкретизируется для привилегированных и простых акций.

Для привилегированных акций $D_t = const$ и общая формула текущей стоимости акций принимает вид:

$$P_{тек} = \frac{D_{год}(const)}{r}.$$

Для простых акций $D_t \neq const$ и текущую стоимость можно выразить формулой только при условии постоянного роста дивидендов (D_t). Формула Гордона:

$$P_{тек} = \frac{D_0(1+g)}{r-g} = \frac{D_1}{r-g}, \text{ где}$$

g – ожидаемый годовой темп прироста дивиденда (в долях единицы).

Если $P_{тек} > P_{рын}$, то приобретение такой акции целесообразно, в обратном случае – нецелесообразно. $P_{тек}$ является субъективной величиной.

При оценке стоимости акций в зарубежной практике рассчитывают также следующие соотношения

$$K_{P/C_0} = \frac{P_{рын}}{C_0}$$

и

$$K_{P/E} = \frac{P_{рын}}{ЧП}, \text{ где}$$

$ЧП$ – чистая прибыль на одну акцию.

Второе соотношение показывает сколько денежных единиц готовы платить инвесторы за одну денежную единицу чистой прибыли.

2.4. Оценка доходности акций.

Инвестиции в акции являются разновидностью финансовых инвестиций, т.е. вложением денег в финансовые активы с целью получения дохода. Доходными будут считаться такие вложения в акции, которые способны обеспечить доход выше среднерыночного. Получение именно такого дохода и есть цель, которую преследует инвестор, осуществляя инвестиции на фондовом рынке. При этом доход, который может принести акция, обращаясь на фондовом рынке, интересует в основном портфельного инвестора.

Доход по акциям складывается из двух компонентов:

1. дивидендный доход;
2. доход от курсовой разницы ($KP = P_{прод} - P_{покуп}$).

Дивиденд – это часть прибыли акционерного общества, которая выплачивается держателю акции.

Дивиденды выплачиваются в следующих формах:

- денежная;
- натуральная;
- акциями
 - проводится дополнительная эмиссия;
 - покупка акционерным обществом собственных акций (выкуп акций);
- автоматическое реинвестирование (держателям акций предоставляют право выбора: получить дивиденды денежными средствами или акциями).

Размер дивидендов по привилегированным акциям определяется уровнем их ставки, по простым – зависит от величины и динамики чистой прибыли акционерного общества и от дивидендной политики акционерного общества, т.е. политики компании в отношении распределения прибыли на капитализируемую и потребляемую части.

Основные типы дивидендной политики:

1. консервативная – выплата постоянного дивиденда на одну простую акцию

$$DPS = \text{const};$$
2. поддержание стабильного дивидендного выхода

$$D_0 = \frac{DPS}{ЧПна1акцию} \cdot 100\% ;$$

3. компромиссная – политика поддержания постоянного дивиденда на одну простую акцию с надбавкой в благоприятные периоды;
4. агрессивная – политика постоянного роста дивиденда на одну простую акцию;
5. остаточное распределение.

Доходность по акциям формируется также за счет:

1. дивидендной доходности
 - ❖ номинальная норма дивиденда

$$R_{ном} = \frac{DPS}{P_{ном}} \cdot 100\%$$

- ❖ Фактическая норма дивиденда

$$R_{факт} = \frac{DPS}{P_{рын}} \cdot 100\%$$

2. доходности от курсовой разницы

$$R_{кр} = \frac{P_{прод} - P_{пок}}{P_{пок}} \cdot 100\%$$

При определении общей доходности акций учитываются затраты по оформлению сделок купли-продажи акций (транзакционные издержки)

$$R_{общ} = \frac{\sum D_t + P_{прод} - P_{пок} - I_{оф}}{P_{пок} + I_{оф}} \cdot \frac{360}{T} \cdot 100\%, \text{ где}$$

$I_{оф}$ – издержки по оформлению сделок;

$\sum D_t$ – сумма дивидендов, полученных за весь период владения акцией;

T – период владения акцией в днях.

Если число дней T принимается приближенным, то база составляет 360 дней; если T принимается точно, то база составляет 365 дней.

К основным факторам, влияющим на доходность акций, можно отнести:

- размер дивидендных выплат;
- колебания рыночных цен;
- уровень инфляции;
- налоговый климат.

2.5. Фондовые индексы.

При анализе стоимости и доходности акции большое внимание уделяется конъюнктуре фондового рынка. Существует два направления такой оценки:

1. технический анализ рынка (базируется на регрессионных методах и прогнозировании курса ценных бумаг на основе сложившихся тенденций);
2. фундаментальный анализ рынка (базируется на положении, что каждая ценная бумага обладает определенной внутренней стоимостью, определяя и прогнозируя которую можно делать выводы о ее недооценке или переоценке).

В этих анализах широко используются индивидуальные и обобщающие показатели. Все фондовые индексы можно классифицировать по:

- 1) по месту расчета
 - США (Dow Jones, Standard and Poor's, NASDAQ, VLA)
 - Великобритания (FTSE-30, FTSE-100)
 - Германия (Xetra DAX)
 - Франция (CAC)
 - Япония (Nikkei)
 - Россия (РТС, АК&М)

2) по методике расчета

- индексы состояния, которые определяются как средняя величина курсов акций компаний принимаемых для расчета индексов на определенный момент времени:
 - индексы, определяемые по формуле средней арифметической простой;
 - индексы, определяемые по формуле средней арифметической взвешенной, в качестве веса принимается рыночная капитализация;
- индексы динамики (расчет среднего роста рыночной стоимости акций за определенный период).

Основные функции фондовых индексов:

- диагностическая (способность фондовых индексов характеризовать состояние и развитие экономики и ее отраслей);
- индикативная (фондовые индексы могут использоваться для оценки поведения и предпочтений инвесторов);
- спекулятивная (на определенное значение фондового индекса могут заключаться фьючерсные и опционные контракты).

2.6. Эмиссия акций, ее порядок в Республике Беларусь.

Эмиссия акций – это выпуск в обращение акций, осуществляемый акционерными обществами при их учреждении или для привлечения дополнительных финансовых ресурсов. Процедура эмиссии акций регламентируется нормативно – законодательными актами, основными из которых являются:

- Закон Республики Беларусь «О ценных бумагах и фондовых биржах»;
- Закон Республики Беларусь «О хозяйственных обществах»;
- Инструкция о порядке выпуска и государственной регистрации ценных бумаг, утверждена ПОСТАНОВЛЕНИЕМ КОМИТЕТА ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ ПРИ СОВЕТЕ МИНИСТРОВ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ 11 апреля 2006 г. N 09/П.

Решение о выпуске акций принимается учредительной конференцией или общим собранием акционеров. Решение о выпуске акций должно содержать сведения, определяемые центральным органом, осуществляющим контроль и надзор за рынком ценных бумаг.

Акции выпускаются при создании акционерного общества либо при увеличении его уставного фонда. Выпуск акций создаваемым открытым акционерным обществом включает в себя проведение открытой подписки, регистрацию акций и их фактическое размещение на условиях и по итогам подписки. Порядок проведения открытой подписки на акции создаваемого открытого акционерного общества определяется законодательством.

Акции выпускаются в размере оплаченного уставного фонда создаваемого акционерного общества и размещаются среди инвесторов на условиях и по итогам подписки.

Дополнительный выпуск акций, осуществляемый в связи с увеличением уставного фонда путем подписки, возможен только после полной оплаты акций и их государственной регистрации. Решение о дополнительном выпуске акций принимается общим собранием акционеров по окончании подписки.

Размещение дополнительного выпуска акций открытого акционерного общества возможно в форме распределения между участниками общества, открытой продажи либо по итогам подписки.

Подписка на акции либо их продажа первому владельцу по цене ниже номинальной стоимости не допускается. При этом номинальная стоимость акций должна быть выражена только в национальной денежной единице. Открытая продажа дополнительного выпуска осуществляется на основе договора купли-продажи путем внесения инвестором взноса на расчетный счет эмитента в учреждении банка. Инвестор приобретает право владельца на акции после их полной оплаты, а на их отчуждение - в порядке, предусмотренном законодательством.

Для регистрации необходимо представление следующих документов:

- а) заявления о регистрации ценных бумаг;
 - б) решения о выпуске ценных бумаг, оформленного в соответствии с действующим законодательством;
 - в) нотариально заверенной копии устава эмитента;
- кроме того, для регистрации ценных бумаг, размещаемых путем открытой продажи или подписки, представляется проспект эмиссии;

Правила оформления регистрации выпуска ценных бумаг устанавливаются центральным органом, осуществляющим контроль и надзор за рынком ценных бумаг.

Государственная регистрация (или отказ) должна быть проведена не позднее 30 дней с момента подачи заявления с приложением необходимых документов. При регистрации ценной бумаги ей присваивается номер государственной регистрации.

Отказ в регистрации может последовать лишь по мотивам нарушения установленного порядка или несоответствия представленных документов требованиям законодательства и может быть обжалован эмитентом в судебном порядке.

ТЕМА 3. ОБЛИГАЦИИ, ИХ СУЩНОСТЬ, ОЦЕНКА СТОИМОСТИ И ДОХОДНОСТИ.

- 3.1. Понятие и свойства облигаций.
- 3.2. Виды облигаций и их характеристика.
- 3.3. Оценка стоимости облигаций.
- 3.4. Показатели доходности облигаций.
- 3.5. Эмиссия облигаций в Республике Беларусь.
- 3.6. Государственные ценные бумаги, их виды, особенности размещения и обращения в Республике Беларусь.

3.1. Понятие и свойства облигаций

Одним из важных объектов торговли на рынке ценных бумаг являются облигации. Облигация – это ценная бумага, подтверждающая обязательства эмитента возместить ее владельцу номинальную стоимость в установленный срок, а также уплачивать периодически проценты, если иное не установлено условиями выпуска. Также мы можем рассматривать облигацию как:

- долговое обязательство эмитента;
- источник финансирования расходов бюджетов, превышающих доходы;
- источник финансирования инвестиций акционерных обществ;
- форму сбережений средств граждан и организаций и получения ими дохода.

Таким образом, облигация это долговое свидетельство, которое непременно включает два главных элемента:

- обязательство эмитента вернуть держателю облигации по истечении оговоренного срока сумму, указанную на титуле (лицевой стороне) облигации;

- обязательство эмитента выплачивать держателю облигации фиксированный доход в виде процента от номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента.

Принципиальная разница между акциями и облигациями заключается в следующем. Покупая акцию, инвестор становится одним из собственников компании-эмитента. Купив облигацию компании-эмитента, инвестор становится ее кредитором.

Облигации обычно выпускаются сериями, состоящими из однородных ценных бумаг с равной номинальной стоимостью и одинаковыми условиями выпуска и погашения.

Эмитентом может быть как государство в лице соответствующих органов, так и юридические лица.

Основные свойства облигаций:

- облигация не является титулом собственности;
- облигация удовлетворяет отношения займа;
- облигация – это срочная ценная бумага;
- владельцы облигаций имеют преимущественное право по сравнению с акционерами на удовлетворение своих претензий при ликвидации эмитента.

Обязательными реквизитами облигации являются:

- наименование ценной бумаги - "облигация";
- полное наименование и юридический адрес эмитента облигаций;
- полное наименование или имя покупателя либо указание, что облигация на предъявителя;
- номинальная стоимость;
- размер процентов, если это предусмотрено;
- порядок, сроки погашения и выплаты процентов;
- дата выпуска;
- номер государственной регистрации, серия и порядковый номер облигации;
- образцы подписей (факсимиле) уполномоченных лиц эмитента;
- права, вытекающие из облигации.

3.2. Виды облигаций и их характеристика.

Существует большое разнообразие облигаций, для описания их различных видов классифицируем облигации по ряду признаков. Чтобы дать развернутую классификацию облигаций, используем богатый зарубежный опыт организации облигационных займов. Можно предложить следующую классификацию:

1. В зависимости от эмитента
 - 1.1. государственные облигации
 - 1.1.1. правительственные
 - 1.1.2. облигации местных органов власти
 - 1.2. корпоративные (облигации юридических лиц)
2. В зависимости от срока
 - 2.1. краткосрочные облигации (до 1 года)
 - 2.2. долгосрочные облигации (более 1 года)
3. В зависимости от способа получения дохода
 - 3.1. процентные облигации (облигации с купонным доходом)

- 3.1.1. облигации с фиксированным процентом (процент не изменяется)
- 3.1.2. облигации с плавающим процентом (процент может изменяться в зависимости от изменения принятого макроэкономического параметра)
- 3.2. беспроцентные облигации (дисконтные облигации) – облигации не предусматривают проценты и размещаются по цене ниже номинальной стоимости
- 3.3. доходные облигации, по которым выплата процентов не является безусловной и зависит от финансового состояния эмитента
- 3.4. выигрышные облигации

- 4. В зависимости от обеспечения
 - 4.1. обеспеченные облигации, т.е. облигации, выпускаемые под залог имущества эмитента
 - 4.2. не обеспеченные облигации, т.е. облигации не обеспеченные залогом (в РФ таких облигаций нет)

- 5. В зависимости от целей эмиссии
 - 5.1. общий облигационный займ, т.е. в проспекте эмиссии не оговариваются направления использования привлекаемых средств
 - 5.2. целевой облигационный займ, облигации выпускаются для финансирования определенных проектов

- 6. В зависимости от способа размещения
 - 6.1. свободно размещаемые облигации
 - 6.2. облигации, предполагающие принудительный порядок размещения

- 7. В зависимости от дополнительных прав, предоставленных держателю
 - 7.1. конвертируемые облигации
 - 7.2. расширяемые облигации (облигации, дающие право обмена на облигации того же эмитента с более длительным сроком погашения)
 - 7.3. сужаемые, т.е. облигации, дающие право обмена на облигации того же эмитента с менее длительным сроком погашения)

3.3. Оценка стоимости облигаций.

Облигации имеют следующие виды стоимости:

1. **номинальная стоимость** – стоимость, указанная в облигации является базовой величиной для расчета принесенного облигацией дохода. Процент по облигации устанавливается к номиналу, а прирост(уменьшение) стоимости облигации за соответствующий период рассчитывается как разница между номинальной ценой, по которой облигация будет погашена, и ценой ее покупки. Облигации выпускаются с высокой номинальной ценой. Этим они отличаются от акций, номинальную стоимость которых эмитент устанавливает в расчете на приобретение их самыми широкими слоями инвесторов. Следует при этом отметить, что если для акций номинальная стоимость — величина довольно условная, то для облигаций номинальная стоимость является очень важным параметром, значение которого не меняется на протяжении всего срока облигационного займа. Именно по изначально зафиксированной величине номинала облигации будут гаситься по окончании срока их обращения;

2. **рыночная стоимость** – цена купли-продажи облигации на рынке. Цена рыночная \leq номинальной стоимости определяется исходя из ситуации, сложившейся на

рынке облигаций и финансовом рынке в целом к моменту продажи, а также двух главных элементов самого облигационного займа. Этими элементами являются:

- перспектива получить при погашении номинальную стоимость облигации (чем ближе в момент покупки облигации срок ее погашения, тем выше ее рыночная стоимость);
- право на регулярный фиксированный доход (чем выше доход, приносимый облигацией, тем ниже ее рыночная стоимость).

Рыночная цена облигаций зависит и от ряда других условий, важнейшим из которых является надежность (степень риска) вложений;

Соотношение рыночной и номинальной стоимости называют курсом облигации

$$P_K = \frac{P_{РЫН}}{C_{НОМ}} \cdot 100\%$$

3. **эмиссионная стоимость** - рыночная цена в момент эмиссии (**эмиссионная цена**) может быть ниже номинала, равна номиналу и выше номинала;

4. **текущая стоимость** – сумма дисконтирования будущих доходов от владения облигацией. Подсчет этой цены называется *дисконтированием*, а сама цена сегодняшней стоимостью будущей суммы денег.

Дисконтирование осуществляется по формуле:

$$4.1) \text{ беспроцентной облигации } P_{ТЕК} = \frac{C_{НОМ}}{(1+r)^n};$$

$$4.2) \text{ текущая стоимость процентной облигации } P_{ТЕК} = \frac{C_{НОМ}}{(1+r)^n} + \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1+r)^t};$$

где I_t – процентные выплаты в период t ;

$I_t = i_t \cdot C_{НОМ}$, i_t – процентная ставка по облигации в период t ;

t – порядковый номер периода от момента расчета текущей стоимости.

Если процентная ставка по облигации является фиксированной, то процентные выплаты по облигации также будут постоянны и при расчете текущей стоимости можно воспользоваться формулой аннуитета. Этот доход представляет собой постоянные *аннуитеты*, годовые фиксированные выплаты в течение ряда лет, это денежный поток, который предполагает в будущем одинаковые поступления.

$$\text{Если } I_t = const, \text{ то } \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1+r)^t} = I_t \left(\frac{1}{r} - \frac{1}{r(1+r)^n} \right).$$

Если процентные выплаты по облигации уплачиваются чаще чем 1 раз в год, то расчет текущей стоимости облигации должен производиться с учетом их периодичности.

Текущая цена облигации не является постоянной величиной, она меньше номинальной стоимости, но по мере приближения срока погашения облигации текущая стоимость приближается к номинальной.

3.4. Показатели доходности облигаций.

Доходность является относительным показателем и представляет собой доход, приходящийся на единицу затрат.

По облигациям доход формируется за счет 2 элементов:

- процентный доход (если облигация является процентной)

$$I_t = i_t \cdot C_{НОМ}.$$

- доход курсовой разницы

$$КР = P_1 - P_0.$$

Доходность определяется дифференцированно для краткосрочных и долгосрочных облигаций.

Для краткосрочных облигаций фактическая доходность:

$$R_{\text{ФАКТ}} = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \cdot \frac{365}{T} \cdot 100\%$$

T – период владения до погашения облигации

P_1 – цена продажи

P_0 – цена покупки

Доходность к погашению для краткосрочных облигаций

$$R_{\text{КПОГ}} = \frac{C_{\text{НОМ}} - P_0}{P_0} \cdot \frac{365}{T} \cdot 100\%$$

Эффективная доходность для краткосрочных облигаций (доходность с учетом возможности реинвестирования)

$$R_{\text{ЭФ}} = \left[\left(\frac{P_1}{P_0} \right)^{\frac{365}{T}} - 1 \right] \cdot 100\%$$

Доходность долгосрочных облигаций:

$$R_{\text{ФАКТ}} = \frac{\sum I_t + P_1 - P_0}{(P_1 + P_0)/2} \cdot \frac{360 \text{ или } 365}{T} \cdot 100\%$$

Сумма I_t – сумма процентных выплат за период владения облигацией;

360 – если число дней примерное;

365 – если число дней точное.

Доходность к погашению долгосрочных облигаций:

$$R_{\text{КПОГ}} = \frac{\sum I_t + C_{\text{НОМ}} - P_0}{(C_{\text{НОМ}} - P_0)/2} \cdot \frac{360 \text{ или } 365}{T} \cdot 100\%$$

Эффективная доходность

$$R_{\text{ЭФ}} \Rightarrow P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1 + R_{\text{ЭФ}})^t} + \frac{P_1}{(1 + R_{\text{ЭФ}})^n}$$

n – число периодов владения облигацией.

3.5. Эмиссия облигаций в Республике Беларусь.

Эмиссия облигаций содержит ряд привлекательных черт для эмитента: посредством их размещения организация может мобилизовать дополнительные ресурсы кредиторов в управление финансово-хозяйственной деятельностью заемщика. Поскольку облигационный заем выражает отношения по поводу возвратного движения ссуженной стоимости, то он по своей сути и назначению схож с банковской ссудой. В этой связи следует заметить, что право на эмиссию облигаций может быть предоставлено только таким организациям, которые отвечают требованию кредитоспособности.

Эмиссия облигаций включает следующие этапы:

1. принятие эмитентом решения о выпуске облигаций;
2. утверждение проспекта эмиссии и краткой информации (при открытой продаже облигаций);
3. регистрацию проспекта эмиссии и заверение краткой информации в регистрирующем органе (при открытой продаже облигаций);
4. представление в регистрирующий орган документов для государственной регистрации облигаций;

5. государственную регистрацию облигаций;
6. проведение открытой продажи облигаций, закрытого размещения облигаций путем их продажи.

Облигации выпускаются эмитентом под обеспечение. Исполнение обязательств по облигациям обеспечивается залогом, или поручительством, или банковской гарантией, или правом требования по кредитам, выданным банками на жилищное строительство. Предметом залога по облигациям могут быть только ценные бумаги и (или) недвижимое имущество.

Залог имущества осуществляется с согласия собственника или уполномоченного им органа. Залогом могут выступать недвижимое имущество и ценные бумаги (государственные ценные бумаги (кроме именных приватизационных чеков), ценные бумаги Национального банка Республики Беларусь, депозитные сертификаты и облигации банка).

При обеспечении исполнения обязательств по облигациям:

- залогом - облигации выпускаются в размере не более восьмидесяти процентов стоимости (размера) обеспечения;
- правом требования по кредитам, выданным банками на жилищное строительство, - облигации выпускаются в размере не более семидесяти процентов основной суммы долга по кредитам на жилищное строительство.

При обеспечении исполнения обязательств по облигациям поручительством облигации выпускаются в размере, не превышающем стоимости чистых активов (собственного капитала) поручителя, рассчитанной на первое число квартала, в котором принято решение о выпуске облигаций.

Номинальная стоимость облигаций может выражаться в белорусских рублях или иностранной валюте.

Облигации могут быть дисконтными и (или) процентными, если иное не установлено решением о выпуске и проспектом эмиссии облигаций. Дисконтные облигации продаются ниже номинальной стоимости и погашаются по номинальной стоимости. Процентные облигации продаются по номинальной стоимости и погашаются по номинальной стоимости с выплатой причитающего процента. Доходом по облигациям является дисконт и (или) процент, если иной вид дохода не установлен решением о выпуске и проспектом эмиссии облигаций.

Продажа облигаций осуществляется только при посредничестве профессионального участника рынка ценных бумаг (для эмитентов, не являющихся профессиональными участниками рынка ценных бумаг).

Размещение облигаций среди юридических лиц осуществляется путем:

1) продажи на аукционе: проводимом Национальным банком по правилам проведения аукциона, утверждаемым этим банком и Комитетом по ценным бумагам при Совете Министров Республики Беларусь по согласованию с Министерством финансов; проводимом Министерством финансов через открытое акционерное общество "Белорусская валютно-фондовая биржа" по правилам проведения аукциона, утверждаемым Министерством финансов по согласованию с Национальным банком и Комитетом по ценным бумагам при Совете Министров Республики Беларусь.

2) прямой продажи Министерством финансов юридическим лицам на условиях, утвержденных этим Министерством;

3) их передачи или продажи банкам для их последующей реализации. Отношения банков и Министерства финансов регулируются договорами.

Национальный банк и инвесторы имеют право совершать сделки по купле-продаже облигаций на рынке ценных бумаг в порядке, установленном законодательством Республики Беларусь. Министерство финансов не имеет права участвовать в обращении облигаций.

Продажа облигаций может проводиться траншами. Траншем являются облигации одного выпуска и отличающиеся от других облигаций этого же выпуска сроком размещения. Порядок и срок размещения траншей определяются решением о выпуске облигаций.

Обращение облигаций проводится в соответствии с законодательством о ценных бумагах. Эмитент имеет право выкупить свои облигации для перепродажи, повторного размещения или досрочного погашения.

Облигации предъявляются к погашению в течение шести месяцев со дня окончания срока их обращения. Погашение облигаций проводится в течение десяти дней со дня их предъявления к погашению.

Облигации могут быть конвертированы в облигации другого выпуска с более поздним сроком погашения.

Конвертация осуществляется только при условии, что такая возможность предусмотрена решением о выпуске облигаций. Порядок и условия конвертации при открытом размещении должны быть указаны в проспекте эмиссии облигаций, а при закрытом - в решении о выпуске облигаций.

Решение о выпуске облигаций должно обязательно содержать:

- полное наименование и юридический адрес эмитента облигаций;
- уставный фонд эмитента, условия обеспеченности займа, наименование документа, регулирующего хозяйственную деятельность, а также перечень руководящих должностных лиц эмитента;
- данные о размещении уже выпущенных ценных бумаг;
- цель выпуска облигаций;
- указание вида облигаций;
- общую сумму эмиссии и количество облигаций, номинальную стоимость облигаций, порядок выплаты доходов;
- где и когда уплачиваются средства на покупку облигаций;
- в какой срок возвращаются средства при отказе от выпуска облигаций;
- порядок размещения облигаций;
- порядок оплаты облигаций;
- другие вопросы, связанные с выпуском облигаций.

Для регистрации необходимо представление следующих документов:

- а) заявления о регистрации ценных бумаг;
- б) решения о выпуске ценных бумаг;
- в) нотариально заверенной копии устава эмитента;

для регистрации ценных бумаг, размещаемых путем открытой продажи или подписки, представляется проспект эмиссии;

Правила оформления регистрации выпуска ценных бумаг устанавливаются центральным органом, осуществляющим контроль и надзор за рынком ценных бумаг.

Государственная регистрация (или отказ) должна быть проведена не позднее 30 дней с момента подачи заявления с приложением необходимых документов. При регистрации ценной бумаги ей присваивается номер государственной регистрации.

Отказ в регистрации может последовать лишь по мотивам нарушения установленного порядка или несоответствия представленных документов требованиям законодательства.

Отказ в регистрации может быть обжалован эмитентом в судебном порядке.

После государственной регистрации облигаций срок их обращения, а также фиксированный доход по ним в сторону уменьшения не может быть изменен.

3.6. Виды государственных ценных бумаг в Республике Беларусь, особенности их размещения и обращения.

Государственные ценные бумаги (ГЦБ) — это форма существования государственного внутреннего долга; это долговые ценные бумаги, эмитентом которых выступает государство.

Эмиссия **ГЦБ** производится в целях привлечения временно свободных денежных средств юридических лиц, в том числе иностранных, для финансирования дефицита республиканского бюджета.

Объем эмиссии определяется Министерством финансов при составлении проекта республиканского бюджета на очередной финансовый (бюджетный) год, уточняется при его исполнении в установленном законодательством порядке. В пределах объема эмиссии **ГЦБ** эмитируются отдельными выпусками.

В Республике Беларусь могут эмитироваться 2 вида государственных ценных бумаг:

1. правительственные ценные бумаги – эмитируются Министерством финансов от имени правительства;
2. местные облигационные займы – долговые обязательства местных органов власти, могут быть:
 - общие;
 - целевые.

К государственным (правительственным) эмиссионным ценным бумагам относятся:

- государственные краткосрочные облигации со сроком обращения до одного года;
- государственные долгосрочные облигации со сроком обращения один год и более.

Государственные краткосрочные облигации и государственные долгосрочные облигации (далее - облигации) могут выпускаться с дисконтным и процентным доходами.

Облигации с дисконтным доходом размещаются по стоимости ниже номинальной. При их погашении владельцам таких облигаций эмитент выплачивает номинальную стоимость облигаций.

Облигации с процентным доходом размещаются по номинальной стоимости или выше номинальной стоимости. При их погашении владельцам таких облигаций эмитент выплачивает номинальную стоимость облигаций и вознаграждение (процентный доход). Процентный доход выплачивается в течение срока обращения облигаций или при их погашении в порядке и размерах, установленных Министерством финансов.

Функции государственных ценных бумаг:

- финансирование дефицита государственного бюджета на не инфляционной основе;
- финансирование государственных целевых программ;
- регулирование экономической деятельности.

Среди других объектов вложений государственных ценных бумаг является наименее рисковыми, но и доходность по ним минимальна, как правило.

Признаки классификации для государственных ценных бумаг:

- в зависимости от эмитента (правительственные, местных органов власти)
- от способа получения дохода (процентные, дисконтные)
- от условий займа (общие, целевые)

Основной способ размещения государственных ценных бумаг – аукцион. Открытый или закрытый.

Облигации эмитируются от имени Совета Министров Республики Беларусь Министерством финансов.

В пределах объема эмиссии облигации эмитируются отдельными выпусками в бездокументарной форме.

По каждому выпуску облигаций Министерство финансов принимает решение, которое должно содержать сведения о виде облигаций, дате выпуска и погашения, сроке обращения, объеме выпуска, номинальной стоимости облигаций, их условиях размещения, выплатах процентного дохода (для процентных облигаций), досрочном погашении и обмене облигаций.

Документом, удостоверяющим сведения о выпуске облигаций, является глобальный сертификат, реквизиты которого устанавливаются Министерством финансов в соответствии с законодательством Республики Беларусь и настоящими основными условиями.

ТЕМА 4. КРАТКОСРОЧНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ.

4.1. Понятие и свойства векселя.

4.2. Виды векселей, их характеристика.

4.3. Анализ операций с векселями.

4.4. Депозитные и сберегательные сертификаты (ДСС). Особенности их обращения.

4.5. Оценка стоимости и доходности ДСС.

4.1. Понятие и свойства векселя.

Вексель – это составленное по установленной законом форме письменное, абстрактное долговое денежное обязательство выплатить определенную сумму в установленный срок предъявителю векселя или лицу, указанного в нем.

Вексель как инструмент кредитно-расчетных отношений является результатом многовекового развития товарно-денежного хозяйства. Известно, что элементы вексельного обращения появились еще в эпоху средневекового феодализма (XII—XIV вв.). Появление нового расчетного инструмента в средние века многие специалисты истории вексельного права связывают с потребностью средневековых торговцев, стремящихся сохранить свой капитал во время переездов и переселений от разбоя на дорогах, в заменителе денег.

Само название «вексель» произошло от обменных операций, что подтверждается в современных названиях вексельных документов. На английском языке вексель называется *bill of exchange* (обменное письмо), на немецком — *Wechscl-Brief* (обменное письмо), на французском — *lettre de change* (письмо для обмена), на итальянском — *lettera di cambio*. Вексель стал необходим при переводе денег из одной местности в другую, а также при обмене монет, имеющих хождение в одном государстве, на валюту другого государства. Тем более государство, защищая свое право чеканки, запрещало обращение монет другого государства в своем и вывоз своих монет в другие. Так потребовались услуги менял, которые имели своих представителей в различных государствах. Желая получить деньги в другом месте, чтобы предупредить риск потери денег при переезде, уменьшить хлопоты и убытки, стал заключать договор с менялой. По договору меняла, получив деньги в одном месте, не отдавал эквивалент немедленно, а обещал выплатить его при предъявлении договора в оговоренном месте в установленное время. Опасность передвижения по средневековым дорогам способствовала развитию вексельных расчетов. Роль векселя расширялась, и он превратился в расчетное средство за поставленный товар. С его помощью фиксировался факт получения товара в том случае, когда деньги передавались позже. Развитие экономики, усиление роли государства, установление прочных деловых отношений как между государствами, так и отдельными торговцами и ремесленниками создавали условия для расширения объемов вексельного оборота и изменения функций векселя. Сфера применения векселя расширилась также благодаря ярмарочной торговле. Его стали использовать для расплаты из-за недостатка денег,

поэтому время выдачи векселя и время исполнения по нему стало отдаляться одно от другого. Это превратило вексель в особый вид денежной ценности и дало возможность совершать крупные сделки без немедленной оплаты. Постепенно вексель стал использоваться при оформлении долговых отношений.

Предметом вексельного обязательства *могут быть только деньги*. Являясь средством расчета, вексель заменяет деньги.

Вексель передается от одного лица другому на основании специальной передаточной надписи - **индоссамента**, которая не требует нотариального заверения.

Индоссамент, совершенный на ценной бумаге, переносит все права, удостоверенные ценной бумагой, на лицо, которому или по приказу которого передаются права по ценной бумаге, - индоссата. Индоссамент может быть бланковым (без указания лица, которому должно быть произведено исполнение) или ордерным (с указанием лица, которому или по приказу которого должно быть произведено исполнение).

Индоссамент может быть ограничен только поручением осуществлять права, удостоверенные ценной бумагой, без передачи этих прав индоссату (препоручительный индоссамент). В этом случае индоссат выступает в качестве представителя. (ст.147 п.3 ГК РБ)

Свойства векселя:

1. может существовать в документальной форме;
2. абстрактность, т.е. вексель и платеж по нему не зависят от отношений между лицами, причастным к его появлению и в тексте векселя не должны содержаться ссылки на причину его появления;
3. долговое обязательство;
4. денежный характер, т.е. платеж может быть произведен только в денежной форме;
5. вексельная строгость, т.е. должен быть составлен со всеми реквизитами;
6. безусловный характер, т.е. платеж по векселю не может быть поставлен в зависимость от количества условий;
7. стороны, обязанные по векселю, несут солидарную ответственность.

Вексель выполняет две главные функции: он выступает средством расчета, и с его помощью можно оформить или получить кредит.

Функции векселя:

1. вексель для его держателя является финансовым активом;
2. возможность использования в качестве средства платежа;
3. вексель может выпускаться как средство оформления отношений займа;
4. вексель как средство оформления коммерческого кредита.

Реквизиты векселя:

1. наименование векселя, при этом слово вексель должно быть обязательно в тексте документа;
2. простое и ничем не обусловленное обещание уплатить определенную денежную сумму (для переводных векселей – приказ). Сумма – цифрами и прописью;
3. сведения о плательщике по векселю
4. сведения о лице, в пользу которого совершается платеж (если вексель именной);
5. место, в котором должно быть совершено платеж (если место платежа не указано, то таковым считается место его составления). Если место платежа не совпадало с местонахождением плательщика, то такой вексель называется домицилированным;
6. срок платежа. Способы срока платежа:
 - на определенную дату;
 - через определенное время после составления векселя;
 - по предъявлению;
 - через определенное время после предъявления.

7. дата и место составления векселя;
8. подпись лица, выдавшего вексель или образцы подписи уполномоченных лиц эмитента.

4.2. Виды векселей, их характеристика.

1. по форме:
 - a) простой;
 - b) переводной. (Векселедатель – трассант; плательщик – трассат; получатель платежа – ремитент).
- 2) по возможности переуступки:
 - a) переуступаемые;
 - b) не переуступаемые.

Переуступка именного векселя осуществляется с помощью индоссамент (передаточная подпись). Дополнительный лист к векселю – аллонже, в котором может быть дан аваль. Аваль выражается словами "считать за аваль" или какой-либо равнозначной формулой и подписывается тем, кто дает аваль.

Для авалья достаточно одной подписи, поставленной авалистом на лицевой стороне переводного векселя, если только эта подпись не поставлена плательщиком или векселедателем.

В авале должно быть указано, за чей счет он дан. При отсутствии такого указания аваль считается данным за векселедателя. Авалист отвечает так же, как и тот, за кого он дал аваль.

Обязательство авалиста действительно и в том случае, если обязательство, которое он гарантировал, окажется недействительным по какому-либо основанию, иному, чем дефект формы.

Авалист, оплативший переводный вексель, приобретает вытекающие из переводного векселя права против того, за кого он дал гарантию, и против тех, которые в силу переводного векселя обязаны перед последним.

Виды индоссаментов:

- именной, т.е. указывается имя следующего держателя (индоссант- кто дает вексель, индоссат- получатель векселя);
- банковый, т.е. индоссант не указывает имя индоссата, а тот может либо писать себя держателем, либо не указывая своего имени;
- инкассовый- передаточная надпись в пользу обслуживающего банка;

- 3) в зависимости от целей выпуска:
 - a) коммерческий. (Цель: оформление отсрочки платежа. Он может иметь серийный характер).
 - b) финансовый – средства оформления отношений займа. (Они выпускаются финансово-кредитными учреждениями).
- 4) в отечественной практике в зависимости от причины и целей появления векселя различают:
 - a) “системные” векселя – это векселя субъектов хозяйствования, выпускаются в соответствии с решением комиссии по совершенствованию платежей и расчетов при местных органах исполнительной власти;
 - b) “несистемные” – векселя субъектов хозяйствования, выпускаются без участия органов исполнительной власти;
 - c) банковские векселя – финансовые векселя, выпускаются банками.
- 5) по способу получения дохода векселя:
 - a) дисконтные;

По операции, лежащей в основе обязательства, оформленного векселем:

- a) товарный вексель - в основе денежного обязательства, оформленного векселем, лежит товарная сделка, коммерческий кредит, оказываемый продавцом покупателю при реализации товара;
- b) финансовый вексель - в основе денежного обязательства лежит финансовая операция (обычно ссуда), не связанная с куплей - продажей товаров (выдача кредитов, перечисление налогов в бюджет, бюджетное финансирование, заработная плата и т.д.). Разновидностью финансового векселя являются коммерческие бумаги: простые, обращающиеся векселя на предъявителя, не имеющие обеспечения, выпускаемые на срок от одного до 270 дней. (Банкнота - «банковская нота» до превращения в разновидность бумажных денег представляла собой простой финансовый вексель, выдаваемый банком до востребования.);
- c) дружеский вексель (разновидность финансового) - за которым не стоит никакой реальной сделки, никакого реального финансового обязательства, однако лица, которые участвуют в векселе, являются реальными. Такой вексель - своеобразная форма помощи лицу, испытывающему финансовые затруднения;
- d) бронзовый (фиктивный) вексель - за которым не стоит никакой реальной сделки или финансового обязательства, при этом хотя бы одно из лиц, участвующих в векселе, является вымышленным и имеет целью получить доход мошенническим путем.

Цель выдачи двух последних видов векселей, как правило, в получении кредита в банке под залог векселя либо использование фальшивого векселя для погашения долгов по реальным сделкам или финансовым обязательствам. В Республике Беларусь дружеские и бронзовые векселя запрещены к обороту.

Обязательные реквизиты переводного векселя утверждены ст.1 Закона Республики Беларусь от 13 декабря 1999 г. N 341-З «ОБ ОБРАЩЕНИИ ПЕРЕВОДНЫХ И ПРОСТЫХ ВЕКСЕЛЕЙ» в соответствии, с которым переводный вексель должен содержать:

- 1) наименование "вексель", включенное в текст документа и выраженное на том языке, на котором этот документ составлен;
- 2) простое и ничем не обусловленное предложение уплатить определенную сумму денег;
- 3) наименование того, кто должен платить (плательщика, трассата);
- 4) указание срока платежа;
- 5) указание места, в котором должен быть совершен платеж;
- 6) наименование лица, кому или приказу кого платеж должен быть произведен;
- 7) указание даты и места составления векселя;
- 8) подпись того, кто выдает вексель (векселедателя, трассанта).

Вексель субъекта хозяйствования может выпускаться всеми субъектами гражданского оборота как долговое обязательство при расчетах за поставленный товар, выполненные работы, оказанные услуги и должен содержать обязательные реквизиты, при отсутствии любого из которых он будет признан ничтожным (рис.4.1).

| Простой вексель | Переводной вексель |
|--|--|
| Вексельная метка -наименование «вексель», включенное в текст документа | Вексельная метка -наименование «вексель», включенное в текст документа |
| Простое и ничем не обусловленное обещание уплатить определенную сумму | Простое и ничем не обусловленное предложение (приказ) уплатить определенную сумму |
| (векселедатель одновременно является плательщиком) | Наименование плательщика (трассата) |
| Подпись векселедателя | Подпись векселедателя (трассанта) |

| | |
|--|--|
| Наименование того, кому или по приказу кого должен быть совершен платеж | Наименование того, кому или по приказу кого должен быть совершен платеж |
| Срок платежа (если срок платежа не указан, то вексель подлежит оплате по предъявлении) | Срок платежа (если срок платежа не указан, то вексель подлежит оплате по предъявлении) |
| Место, в котором должен быть совершен платеж | Место, в котором должен быть совершен платеж |
| Дата и место составления векселя (для определения дееспособности векселедержателя и выявления вексельного срока) | Дата и место составления векселя (для определения дееспособности векселедержателя и выявления вексельного срока) |

Рис. 4.1. Обязательные реквизиты векселей

4.3. Анализ операций с векселями.

Общий подход при определении цены векселя остается таким же, как и при определении других краткосрочных ценных бумаг (облигаций или сертификатов). Однако следует иметь в виду, что векселя котируются на основе дисконтной ставки (дисконтной доходности).

Доходность дисконтных векселей рассчитывается аналогично доходности краткосрочных облигаций:

$$R_{\text{КЛОГ}} = \frac{C_{\text{НОМ}} - P_0}{P_0} \cdot \frac{365}{T} \cdot 100\%$$

T – число дней до погашения.

$$R_{\text{ФАКТ}} = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \cdot \frac{365}{T^*} \cdot 100\%$$

T^* – число дней владения векселем.

Текущая стоимость дисконтного векселя:

$$P_{\text{ТЕК}} = \frac{C_{\text{НОМ}}}{1 + \frac{r \cdot T}{365}}$$

r – ставка дисконтирования, в долях единицы.

Процентные векселя:

Сумма процентов по векселю определяется как:

$$I = \frac{C_{\text{НОМ}} \cdot i_{\text{век}} \cdot T}{365 \cdot 100}$$

$i_{\text{век}}$ – процентная ставка векселя, в процентах;

T – срок обращения векселя, в днях.

Доходность к погашению для процентного векселя:

$$R_{\text{КЛОГ}} = \frac{C_{\text{НОМ}} + I - P_0}{P_0} \cdot \frac{365}{T} \cdot 100\%$$

Текущая стоимость процентного векселя:

$$P_{ТЕК} = \frac{C_{НОМ} + I}{1 + \frac{r \cdot T}{365}}$$

Вексель до своего погашения может быть учтен в банке или в другом кредитно-финансовом учреждении, при этом сумма, получаемая при учете векселя, определяется:

- для дисконтного векселя:

$$S = C_{НОМ} \left(1 - \frac{d \cdot t}{365 \cdot 100} \right)$$

d – учетная ставка банка, в процентах годовых;

t – число дней от момента учета векселя до его погашения.

- для процентного векселя:

$$S = (C_{НОМ} + I) \left(1 - \frac{d \cdot t}{365 \cdot 100} \right)$$

4.4. Депозитные и сберегательные сертификаты (ДСС). Особенности их обращения.

Депозитный сертификат — это сравнительно новый инструмент денежного рынка. Так, в США первый выпуск депозитных сертификатов осуществил Фёрст Нэшнл сити бэнк в 1961 г. В дальнейшем депозитные сертификаты получили в США широкое распространение. Минимальный размер депозитного сертификата составляет здесь 100 тыс. долл., но чаще они выпускаются достоинством 1 млн долл. Срок действия депозитного сертификата составляет от нескольких дней до года и более.

В мировой практике депозитные сертификаты приобретаются как финансовыми, так и нефинансовыми организациями и имеют обширный вторичный рынок. Они являются менее надежными инструментами, чем государственные облигации, поэтому должны иметь более высокий уровень доходности.

Депозитные и сберегательные сертификаты (ДСС) – это обращающиеся свидетельство банка о денежных вкладах. Появление данных сертификатов было связано с желанием вкладчиков повысить ликвидность вкладов, не теряя при этом доходности по ним. **Депозитный сертификат** — ценная бумага, удостоверяющая сумму вклада, внесенного в банк юридическим лицом, и его права на получение в этом банке или в его филиалах по истечении установленного срока суммы вклада и причитающихся по нему процентов. **Сберегательный сертификат** — ценная бумага, удостоверяющая сумму вклада, внесенного в банк гражданином, и его права на получение в этом банке или в его филиалах по истечении установленного срока суммы вклада и причитающихся по нему процентов.

По национальному законодательству, ДСС – письменное свидетельство банка о вкладе денежных средств, предоставляющее право вкладчика или его правопреемника на получение по истечению установленного срока сумму депозита и процента по нему.

В соответствии со ст.183. БАНКОВСКИЙ КОДЕКС РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ 25 октября 2000 г. N 441-3 договор банковского вклада (депозита) должен быть заключен в письменной форме.

Письменная форма договора банковского вклада (депозита) считается соблюденной, если он оформлен документально (депозитным договором, сберегательной книжкой, сберегательным или депозитным сертификатом, договором вклада счета и т.п.).

Несоблюдение письменной формы договора банковского вклада (депозита) влечет за собой его недействительность со дня заключения этого договора.

Основные свойства депозитных и сберегательных сертификатов:

1. долговая ценная бумага;
2. обращающаяся ценная бумага;

3. выпускается только банками. Выпуск и обращение регистрируется банковским законодательством.
4. ДСС является срочной ценной бумагой. Если сертификат просрочен, то банк обязан оплатить его по первому требованию держателя.
5. ДСС не может служить средством платежа.

Основные реквизиты:

- наименование;
- указание на причину выдачи вклада;
- дата внесения денежных средств;
- сумма вклада;
- процентная ставка; сумма процентных выплат;
- безусловное обязательство банка погасить сертификат;
- дата востребования суммы по сертификату;
- наименование и адрес банка-эмитента;
- условие выпуска обращения и оплаты;
- подписи двух лиц, уполномоченных банком на подписание такого рода документов, скрепленных печатью банка.

Особенности обращения ДСС:

в отличие от обращения других ценных бумаг обращение депозитных и сберегательных сертификатов осуществляется посредством цессии. Передачу прав по сертификату в Республике Беларусь регулирует гл.3 ПОСТАНОВЛЕНИЯ ПРАВЛЕНИЯ НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ 27 декабря 2006 г. N 219 ОБ УТВЕРЖДЕНИИ ИНСТРУКЦИИ ПО ВЫПУСКУ, ОБРАЩЕНИЮ И ПОГАШЕНИЮ ДЕПОЗИТНЫХ И СБЕРЕГАТЕЛЬНЫХ СЕРТИФИКАТОВ. Для передачи прав, удостоверенных сертификатом на предъявителя, другому лицу достаточно вручения сертификата этому лицу.

Права, удостоверенные именной сертификатом, передаются в порядке, установленном для уступки требования (цессии). При уступке требования (цессии) одна сторона - владелец сертификата (цедент) уступает, а другая сторона (цессионарий) приобретает права по сертификату.

Уступка требования (цессия) при передаче прав по именованному сертификату оформляется на оборотной стороне бланка сертификата или на дополнительных листах (приложениях) к сертификату.

Дополнительные листы (приложения) выдаются банком, осуществившим выпуск сертификата, владельцам именных сертификатов по их требованию. Причем следующий дополнительный лист (приложение) выдается владельцу сертификата при предъявлении им сертификата и всех имеющихся у него дополнительных листов (приложений) в случае, если предыдущий дополнительный лист (приложение) полностью заполнен. Очередному дополнительному листу (приложению) банком присваивается порядковый номер, следующий за последним пронумерованным дополнительным листом (приложением).

Особенности цессии:

- цессия – добровольное двустороннее соглашение;
- при заключении цессии согласие должника для передачи права требования долга не требуется;
- договор цессии совершается только в письменной форме;
- цедент отвечает перед цессионарием за недействительность требования, но не отвечает за неисполнение его должником.

4.5. Оценка стоимости и доходности депозитных и сберегательных сертификатов.

По своим основным характеристикам депозитные и сберегательные сертификаты (далее ДСС) близки к краткосрочным и среднесрочным облигациям. По окончании срока действия сертификата его владелец получает сумму вклада и процентов.

ДСС, как правило, размещаются по номинальной стоимости и соответственно доход по ним представлен процентными выплатами.

Общий процентный доход по ДСС определяется по формуле:

$$ПД_{ОБЩ} = \frac{C_{НОМ} \cdot i_{серт} \cdot T}{365 \cdot 100}$$

T – обычное число дней;

$i_{серт}$ – процентная ставка по сертификату процентных годовых

Если сертификат сохраняется до погашения от момента размещения, то его доходность равна объявленной процентной ставке.

В случае если сертификат продается между датами выпуска и погашения общий процентный доход будет распределен между покупателем и продавцом в соответствии с рыночной нормой доходности по аналогичным обязательствам.

$$ПД_{ПОК} = \frac{ПД_{ОБЩ}}{1 + \frac{r \cdot t_2}{365}}$$

r – рыночная ставка доходности на момент покупки сертификата, в долях единицы;
 t_2 – число дней от момента покупки до погашения сертификата.

$$ПД_{ПРОД} = ПД_{ОБЩ} - ПД_{ПОК}$$

Текущая стоимость ДСС определяется по формуле:

$$P_{ТЕК} = \frac{C_{НОМ} + ПД_{ОБЩ}}{1 + \frac{r \cdot t}{365}}$$

t – число дней от момента расчета текущей стоимости до погашения;

r – рыночная ставка доходности, в долях единицы.

ТЕМА 5. ПРОИЗВОДНЫЕ И ВТОРИЧНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ.

- 5.1. Понятие и основные виды производных ценных бумаг.
- 5.2. Варранты, понятие и сущность.
- 5.3. Фьючерсный контракт. Виды фьючерсов.
- 5.4. Опцион. Виды опционов.
- 5.5. Опционные стратегии.
- 5.6. Хеджирование: понятие и механизм.

5.1. Понятие и основные виды производных и вторичных ценных бумаг.

Производные ценные бумаги – это форма выражения имущественного права, которая возникает в связи с изменением цены первичного актива, лежащего в основе этой ценной бумаги. Другими словами, производные ценные бумаги – это ценные бумаги

«второго порядка», которые не создают каких-либо имущественных претензий к эмитенту, а дают право на приобретение определенного количества выпускаемых ценных бумаг. Актив, на который распространяется право покупки, продажи или обмена называется первичным активом.

Особенности производных ценных бумаг:

- возникновение производных ценных бумаг основано на том, что цены на первичные активы подвержены изменениям;
- цена производных ценных бумаг базируется, как правило, на вероятном изменении цены первичных активов;
- производные ценные бумаги имеют ограниченное время существования по сравнению с другими ценными бумагами (до 6 месяцев);
- операции с производными ценными бумагами позволяют получить доход при сравнительно небольшом объеме инвестиций;
- внешняя форма обращения производных ценных бумаг аналогична форме обращения других ценных бумаг.

Основные цели обращения производных ценных бумаг:

- снижение рисков, связанных с изменением цен на первичные активы;
- получение прибыли от изменения цен на первичные активы;
- ограничение хождения акций и других долевых ценных бумаг.

Основные виды производных ценных бумаг:

Фьючерсный контракт (фьючерс) – это контракт на покупку или продажу определенного количества ценностей в установленный срок по цене определяемой на момент заключения контракта;

Опцион (option – выбор) – это срочный контракт на покупку или продажу определенного количества ценностей в установленный срок по фиксированной цене, при котором одна из сторон может отказаться от своих обязательств, уплатив другой стороне премию.

Вторичные ценные бумаги – это ценные бумаги выпускаемые на основе первичных ценных бумаг, это ценные бумаги на сами ценные бумаги: варранты на ценные бумаги. Причины появления вторичных ценных бумаг можно разбить на две группы:

1. это наличие у владельцев основных ценных бумаг таких прав, которые могут иметь самостоятельную, отдельную от основной ценной бумаги форму существования, которая позволяет лучше и эффективнее как для владельцев основной бумаги, так и для лица, обязанного по ней, реализовать соответствующее имущественное (или иное) право;
2. это повышение качества существующих основных ценных бумаг путем выпуска на их основе ценных бумаг, более привлекательных для рынка, чем исходная бумага. Речь идет о повышении ликвидности основной ценной бумаги или, например, о снижении некоторых важных для определенных групп ее владельцев рисков, свойственных этой бумаге.

Вторичные ценные бумаги могут представлять собой:

- самостоятельно обращающиеся права;
- вторичные акции;
- вторичные облигации;
- вторичные закладные.

Обычно в мировой практике вторичные ценные бумаги получают самостоятельные названия, отличающие их от своих основных ценных бумаг и друг от друга.

5.1. Варранты, понятие и сущность.

Варрант (warrant) – ценная бумага, дающая право на приобретение актива (ценных бумаг) в будущем.

Разновидности варранта:

- 1) **двойное складское свидетельство** - документ, выдаваемый складом и подтверждающий право собственности на товар, находящийся на складе.

В соответствии с гл.3 ПОСТАНОВЛЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННОГО КОМИТЕТА ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ 4 мая 2001 г. N 39/П ОБ УТВЕРЖДЕНИИ ПОЛОЖЕНИЯ О ДВОЙНЫХ И ПРОСТЫХ СКЛАДСКИХ СВИДЕТЕЛЬСТВАХ двойное складское свидетельство состоит из двух частей - складского свидетельства и залогового свидетельства (варранта), которые могут быть отделены одно от другого.

В каждой части двойного складского свидетельства должны быть одинаково указаны следующие обязательные реквизиты:

- наименование и место нахождения товарного склада, принявшего товар на хранение;
 - текущий номер складского свидетельства по реестру складских свидетельств;
 - наименование юридического лица либо имя гражданина, от которого принят товар на хранение, а также местонахождение (место жительства) товаровладельца;
 - наименование и количество принятого на хранение товара - число единиц и (или) товарных мест и (или) мера (вес, объем) товара;
 - срок, на который товар принят на хранение, если такой срок устанавливается, либо указание на то, что товар принят на хранение до востребования;
 - размер вознаграждения за хранение либо тарифы, на основании которых оно исчисляется, и порядок оплаты хранения;
 - дата выдачи складского свидетельства.
- 2) **фондовый варрант** - документ, дающий его владельцу преимущественное право на покупку акций или облигаций какой-то компании в течение определенного срока по установленной цене. Это вторичная ценная бумага дающая право на покупку в будущем определенного числа акций или облигаций того же эмитента по фиксированной цене.

В зарубежной практике имеют право и обменные варранты.

Варранты являются одним из основных видов вторичных ценных бумаг, предоставляющих права на приобретение основных ценных бумаг.

Выпуск фондовых варрантов осуществляется под акции (или облигации), которые должны быть выпущены в обращение, но в течение всего срока существования этих фондовых варрантов отсутствуют на рынке и появляются лишь по мере обмена варрантов на акции (или облигации). Ценность фондового варранта для его владельца состоит в возможности получения дифференциального дохода в виде разницы между будущей ценой акций и ценой, зафиксированной в варранте.

Срок существования фондового варранта обычно 10—20 лет или не ограничен. Цена, фиксированная в варранте, обычно превышает текущий рыночный курс акции компании на 15—20 %. Она может быть неизменной в течение всего срока его существования или периодически повышаться, например каждые 5 лет, на заданный процент. Фондовый варрант продается и покупается на рынке как и любая другая ценная бумага. Его теоретическая цена (стоимость) определяется, с одной стороны, существующей на каждый момент времени разницей между рыночной ценой акции и ценой, фиксированной в варранте, которая называется его «внутренней» стоимостью, а с другой стороны, зависит от времени, остающегося до истечения срока действия варранта, или «временной» стоимости, в которой отражаются перспективы или ожидания относительно динамики рыночной цены акции данной компании в будущем. Фондовые

варранты могут погашаться компанией без обмена на акции, например путем выкупа у владельцев и т.п.

По своему экономическому содержанию фондовый варрант представляет собой опционный контракт (или просто опцион) на покупку соответствующей ценной бумаги. Основные отличия данного варранта от опциона на покупку состоят в следующем:

а) варрант есть ценная бумага, которая эмитируется (выпускается) компанией, а опцион есть срочный контракт, результат заключения опционной сделки;

б) количество варрантов ограничено размерами эмиссии соответствующей ценной бумаги, а количество заключенных опционных сделок определяется потребностями самого рынка;

в) варранты выпускаются на длительные сроки, а опционный контракт — это обычно краткосрочный контракт;

г) в случае выпуска варрантов величина капитала компании (собственного или заемного) увеличивается в ходе реализации варрантов, а заключение опционных сделок не имеет отношения к капиталу компании;

д) варранты выдаются своим первоначальным владельцам бесплатно, а владелец опциона уплачивает за него премию подписчику (продавцу) опциона.

5.3. Фьючерсный контракт. Виды фьючерсов.

Одной из главных особенностей фьючерса является его биржевой характер. Заключение сделки на срок означает, что исполнение продавцом и покупателем своих обязательств осуществляется в какой-то определенный момент в будущем. При этом продавец сохраняет свои обязательства до момента исполнения сделки. Покупатель же в этом случае имеет возможность либо получить купленный товар в день исполнения сделки, либо продать имеющийся у него контракт другому лицу. Таким образом, сама сделка на срок создает возможности для возникновения производной бумаги. Если такая сделка не связывает жестко продавца товара с конкретным покупателем, то это создает возможность покупателю передать свои обязательства принять купленный товар другому лицу. Таким образом, контракт, заключенный между продавцом и покупателем на поставку определенного количества определенного товара по оговоренной цене в установленный срок, сам становится объектом купли-продажи, становится ценной бумагой, которая получила название «фьючерсный контракт».

Такие контракты возникают далеко не с любыми ценными бумагами, не со всеми фондовыми инструментами. Для того чтобы «фьючерсный контракт» стал ценной бумагой необходимо, чтобы в основе контракта лежали высоколиквидные ценные бумаги или другой ликвидный товар или финансовый инструмент, который интересовал бы многих участников фондового рынка. Только в этом случае любой инвестор сможет купить или продать любой фьючерсный контракт.

Различия между фьючерсным контрактом и форвардным контрактом (контракт на срок, заключаемый на внебиржевом рынке) представлены в таблице 5.1.

Таблица 5.1.

Различия между фьючерсным и форвардным контрактами.

| Характеристики | Фьючерсный контракт | Форвардный контракт |
|------------------|---|---|
| Стороны договора | Конкретные партнеры обезличены, расчеты ведутся через расчетную палату бирж | Два конкретных контрагента (поставщик и покупатель) |
| Эмитент и гарант | Расчетная палата | — |

| Вид обязательств | Свободно заменяемые и переуступаемые | Непереуступаемые |
|---|---|-----------------------------------|
| Количество и качество первичного актива, время поставки | Стандартизированные | Установлены договором |
| Ликвидность контракта | физическая поставка обратная сделка | Платеж против поставки |
| Величина залога | По правилу торгов | Зависит от степени доверия сторон |
| Способ торгов | Открытое соглашение на двойном аукционе | Договорная процедура |

Виды фьючерсных контрактов в зависимости от первичного актива:

1. товарный фьючерс (фьючерс на реальные активы);
2. финансовые фьючерсы
3. фондовые фьючерсы (первичный актив – другие ценные бумаги);
4. валютные фьючерсы;
5. процентные фьючерсы (заключаются на определенное значение процентной ставки);
6. фьючерсный контракт на фондовый индекс.

Торговля фьючерсными контрактами начинается с подачи клиентом заявки представителю брокерской фирмы, в которой оговариваются либо пороговые значения цены фьючерсных контрактов, либо содержится приказ купить или продать фьючерсный контракт по текущей рыночной цене.

Брокерская компания заключает сделку на бирже, поэтому основой всех расчетов по фьючерсам является расчетная палата биржи. Она может выступать как продавец для покупателей, и как покупатель для продавцов. Расчетная палата обеспечивает финансовую устойчивость фьючерсного рынка и контроль за проведением сделок.

Функции расчетной палаты:

1. регистрация совершенных сделок;
2. определение и взимание залоговых сумм по заключенным фьючерсным контрактам;
3. ликвидация взаимопогашающихся контрактов и расчеты по ним;
4. организация и исполнение фьючерсных контрактов;
5. гарантия исполнения фьючерсных контрактов.

Расчетная палата является структурным подразделением биржи, однако она может быть самостоятельной организацией. Ее учредителем является биржа или группа бирж. Членами расчетной палаты являются брокерские фирмы соответствующих бирж.

Сделки с фьючерсными контрактами осуществляются с внесением обязательного гарантийного взноса обеими сторонами, называемого также обязательным депозитом или маржой. Взнос является способом гарантирования исполнения контракта. Взнос варьируется в пределах от 2 до 10 % суммы контракта и составляет значительно меньшую величину, чем при сделках с акциями и другими ценными бумагами. Величина взноса не связана со стоимостью актива, лежащего в основе появления контракта, а предназначена для возмещения потери стоимости контракта, происходящего в результате изменения рыночной цены актива. Размер взноса зависит от актива контракта.

Первоначальный гарантийный взнос вносится клиентом брокеру, и это дает основание брокеру купить или продать нужный контракт. В дальнейшем стоимость контракта может расти или падать в зависимости от изменения цены, лежащего в основе контракта актива. При этом особенностью фьючерсных контрактов является то, что ежедневно, в конце каждой торговой сессии осуществляется перерасчет между продавцом и покупателем контракта.

Расчетная палата регистрирует заключенные фьючерсные контракты как двустороннее обязательство: обязательство продавца поставить товар бирже и обязательство покупателя принять товар у биржи и оплатить его. При этом каждая из сторон вносит на специальный счет расчетной палаты залоговые суммы. В случае если владелец контракта хочет отказаться от выполнения своих обязательств он должен совершить противоположную операцию, т.е. если контракт был ранее куплен, он должен его продать или наоборот. При этом владелец контракта выплачивает или получает разницу в стоимости контрактов.

Биржевые торги по фьючерсным контрактам с поставкой на определенную дату прекращаются за несколько дней до даты поставки.

5.4. Опцион. Виды опционов.

Опцион (option – выбор) – это срочный контракт на покупку или продажу определенного количества ценностей в установленный срок по фиксированной цене, при котором одна из сторон может отказаться от своих обязательств, уплатив другой стороне премию. Премия по опциону выплачивается при заключении контракта.

Появление опционов связано со вторичным рынком ценных бумаг. В настоящее время они используются при совершении сделок с акциями, долговыми инструментами, фондовыми индексами, иностранной валютой, а также товарными и финансовыми фьючерсными контрактами.

Срок действия опционов, как показывает мировой опыт, составляет от 1 до 8 месяцев, а иногда доходит до 1 года.

Участник сделки, продающий (или выписывающий) опцион, называется поставщиком, андеррайтером или мейкером. При этом поставщик опциона сохраняет свои обязательства в течение всего срока действия опциона, так как именно он обязан поставлять или покупать финансовые активы, на которые заключена сделка. Держатель же опциона имеет право (а не обязательство) купить или продать указанные в опционе ценные бумаги. Поскольку опционы выпускаются на предъявителя, то держатель опциона легко может перепродать это право другому лицу. Таким образом, опционы становятся ценными бумагами и продаются на открытом рынке как и другие ценные бумаги.

Различают два основных вида опционов:

1. Call-option – это опцион на покупку, т.е. контракт дающий право одной из сторон купить определенный базисный актив;
2. Put-option – это опцион на продажу, т.е. контракт дающий право одной из сторон продать определенный базисный актив.

Права и обязательства сторон опционного контракта можно представить в виде таблицы.

Таблица 5.2.

Права и обязательства сторон опционного контракта.

| Стороны контракта | Call-option | | | Put-option | | |
|-------------------|--------------|-----------------------|-------------------|----------------------|---------------|-------------------|
| | Право купить | Обязательство продать | Плательщик премии | Обязательство купить | Право продать | Плательщик премии |
| Покупатель актива | + | – | + | + | – | – |
| Продавец актива | – | + | – | – | + | + |

В зависимости от срока исполнения опционы делятся на:

- опцион американского типа (может быть исполнен в любой момент времени до истечения его срока);

- опцион европейского типа (может быть исполнен только в установленный срок).

В зависимости от вида базисного актива опционы делятся на:

- реальные опционы (опционы на конкретные материальные ценности);
- финансовые опционы
 - валютные опционы;
 - процентные опционы;
 - фондовые опционы.

Функцию цены выполняет премия опциона, размер которой зависит от:

1. цены базисного актива (чем выше цена, тем выше премия);
2. срока исполнения опциона (чем дольше срок, тем выше премия);
3. степени изменчивости цены базисного актива.

Основные преимущества опциона:

- высокая рентабельность для покупателя опциона при благоприятном исходе;
- минимизация риска размером премии для покупателя опциона;
- возможность применения различных опционных стратегий.
-

5.5. Опционные стратегии.

Заключение опционных контрактов дает возможность использовать для минимизации риска и получения дохода различные комбинации опционов.

Опционные стратегии:

1. Простые опционные стратегии

Для характеристики данной стратегии условимся использовать следующие обозначения

$C_{\text{рын}}$ – рыночная цена базисного актива на момент исполнения опциона;

$C_{\text{исп}}$ – цена исполнения опциона;

P – размер премии.

Эффективность применения каждой простой опционной стратегии будет зависеть от соотношения $C_{\text{рын}}$ и $C_{\text{исп}}$.

1.1. покупка call-option

В данном случае возможно 2 ситуации:

- если $C_{\text{рын}} > C_{\text{исп}}$, то опцион исполнять выгодно и финансовый результат будет равен $\text{ФР} = C_{\text{рын}} - C_{\text{исп}} - P$.
- если $C_{\text{рын}} < C_{\text{исп}}$, то опцион исполнять не выгодно и финансовый результат будет равен $\text{ФР} = -P$.

В данном случае максимальный риск ограничен размером премии; максимальный доход теоретически не ограничен, но он ограничивается рыночной ситуацией; точка нулевого дохода $\text{ФР} = 0$ при $C_{\text{исп}} + P$. Данная стратегия применяется когда цены на базисный актив имеют тенденцию к росту.

1.2. покупка put-option

В данном случае возможно 2 ситуации:

- если $C_{\text{рын}} > C_{\text{исп}}$, то опцион исполнять не выгодно и финансовый результат будет равен $\text{ФР} = -P$.
- если $C_{\text{рын}} < C_{\text{исп}}$, то опцион исполнять выгодно и финансовый результат будет равен $\text{ФР} = C_{\text{исп}} - C_{\text{рын}} - P$.

В данном случае максимальный риск равен премии; максимальный доход теоретический $\text{ФР} = C_{\text{исп}} - P$, если $C_{\text{рын}}$ стремится к 0; точка нулевого дохода $\text{ФР} = 0$ при

$C_{\text{рын}} = C_{\text{исп}} - П$. Данная стратегия применяется когда цены на рынке имеют тенденцию к снижению.

1.3. продажа call-option

В данном случае возможно 2 ситуации:

- если $C_{\text{рын}} > C_{\text{исп}}$, то опцион исполнять выгодно и финансовый результат будет равен $ФР = C_{\text{исп}} - C_{\text{рын}} + П$.
- если $C_{\text{рын}} < C_{\text{исп}}$, то опцион исполнять не выгодно и финансовый результат будет равен $ФР = + П$.

В данном случае максимальный доход равен величине премии; максимальный риск теоретически неограничен; точка нулевого дохода $ФР = 0$ при $C_{\text{рын}} = C_{\text{исп}} + П$. Данная стратегия применяется если цены на рынке имеют тенденцию к снижению.

Различают два вида продажи call-option:

- «непокрытая» продажа call-option (продавец опциона не владеет первичным активом);
- «покрытая» продажа call-option (продавец опциона владеет первичным активом и ожидает, что $C_{\text{рын}}$ останется постоянной или слегка понизится).

1.4. продажа put-option

В данном случае возможно 2 ситуации:

- если $C_{\text{рын}} > C_{\text{исп}}$, то опцион исполнять не выгодно и финансовый результат будет равен $ФР = + П$.
- если $C_{\text{рын}} < C_{\text{исп}}$, то опцион исполнять выгодно и финансовый результат будет равен $ФР = C_{\text{рын}} - C_{\text{исп}} + П$.

В данном случае максимальный доход равен величине премии; максимальный риск равен $C_{\text{исп}} - П$; точка нулевого дохода $ФР = 0$ при $C_{\text{рын}} = C_{\text{исп}} - П$. Данная стратегия применяется если цены на рынке имеют тенденцию к росту.

2. Стратегии «спрэд» – представляет собой одновременное открытие двух противоположных позиций на один и тот же вид опциона с одним и тем же первичным активом.

3. Синтетические опционные стратегии

3.1. одновременное открытие противоположных позиций на разные виды опционов с одним и тем же первичным активом;

3.2. одновременное открытие позиции на физическом рынке первичного актива и на опционном рынке этого же актива.

4. Комбинационные стратегии – представляют собой одновременное открытие двух одинаковых позиций на разные виды опционов с одним и тем же первичным активом.

5.6. Хеджирование: понятие и механизм.

Хеджирование (hedging) можно понимать в широком и узком смысле слова.

В широком смысле слова – это снижение риска ценовых потерь на физическом (реальном) рынке по отношению к фьючерсному или опционному рынку. В таком понимании хеджирование противопоставляется биржевой спекуляции. Биржевая спекуляция – это операция, которая имеет своей целью получение прибыли от разницы цен на различные биржевые активы в размере прямо-пропорциональном уровню риска.

В узком смысле слова – хеджирование заключается в том, что участник рынка в определенный момент времени занимает прямо-противоположные позиции на физическом рынке и рынке производных ценных бумаг.

Участник рынка осуществляющий хеджирование называется хеджиром. В том случае если для снижения ценовых рисков хеджир покупает производные ценные бумаги, то операция называется хеджирование покупкой, наоборот – хеджирование продажей.

Пример:

Производственная фирма испытывает периодическую потребность в российских рублях. На текущий момент времени фирма имеет определенную сумму российских рублей, которую она не может использовать в обороте. Фирма желает снизить риск возможного повышения курса российского рубля с помощью фьючерсного контракта.

Таблица 5.3.

| | Цена за 1 российский рубль, руб. | | |
|-------------------------------------|----------------------------------|-----------------|-----------|
| | Текущий момент | Через 3 месяца | Результат |
| Валютный рынок | 79,5 продажа | 80,3 покупка | -0,8 |
| Фьючерсный рынок через 6 месяцев | 81 покупка | 81,8 продажа | +0,8 |
| Общий результат | — | — | 0 |

ТЕМА 6. ФОНДОВАЯ БИРЖА, КАК ЭЛЕМЕНТ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ.

- 6.1. Сущность и задачи фондовой биржи.
- 6.2. Организационно – правовые формы фондовой биржи.
- 6.3. Порядок допуска ценных бумаг на биржу.
- 6.4. Механизм биржевых операций.

6.1. Сущность и задачи фондовой биржи.

Рынок ценных бумаг, можно подразделить по месту оборота ценных бумаг. В этом случае выделяется биржевой и внебиржевой рынок. Первичная эмиссия ценных бумаг осуществляется в основном по каналам внебиржевого рынка. Вторичная продажа ценных бумаг может происходить как на биржевом, так и внебиржевом рынке.

На биржевом (или организованном) рынке в развитых странах реализуется относительно небольшая часть всех ценных бумаг. Однако влияние этой части рынка на процессы, происходящие на всем фондовом рынке, значительно больше. На биржевом рынке продаются наиболее качественные ценные бумаги. Цены и тенденции их изменения, складывающиеся на организованном рынке, во многом определяют уровень и движение курсов ценных бумаг во внебиржевом обороте.

Организованный рынок ценных бумаг представлен сетью фондовых бирж. Биржа представляет собой организационно оформленный рынок, где в соответствии с установленными правилами совершаются сделки с определенными видами товаров.

В настоящее время в мире действует около 200 фондовых бирж. В США насчитывается 13 таких бирж, крупнейшей из которых не только в США, но и в мире является Нью-Йоркская фондовая биржа. Ее оборот составляет около 50% всего оборота фондовых бирж зарубежного мира. В Великобритании насчитывается 22 фондовые биржи. Лондонская фондовая биржа является одним из ведущих мировых финансовых центров. Более половины обращающихся на ней ценных бумаг — иностранного происхождения. Во Франции имеется 8 фондовых бирж (Париж,

Лион, Марсель, Лилль, Нанси, Бордо, Нант, Тулуза). Крупнейшая из них — Парижская фондовая биржа. В Японии имеется 9 фондовых бирж. Из них Токийская фондовая биржа занимает по обороту третье место в мире после Нью-Йоркской и Лондонской. В Канаде 5 фондовых бирж (Монреаль, Торонто, Ванкувер, Калгари, Виннипег).

В каждой из названных стран действует своя национальная система бирж, характеризующаяся исторически сложившимися особенностями, которые определяют функционирование биржевой системы в целом, а также место конкретной биржи в ней.

Единая Белорусская валютно-фондовая биржа была образована в форме открытого акционерного общества на базе государственного учреждения «Межбанковская валютная биржа». ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» наделена правом торговли финансовыми активами, в том числе валютными ценностями и ценными бумагами за исключением ИПЧ «Имущество».

В соответствии с гл.5 ЗАКОНА РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ от 12 марта 1992 г. N 1512-ХІІ «О ЦЕННЫХ БУМАГАХ И ФОНДОВЫХ БИРЖАХ»:

1. Фондовая биржа - это организация с правом юридического лица, созданная для обеспечения профессиональным участникам рынка ценных бумаг необходимых условий для торговли ценными бумагами, определения их курса (рыночной цены) и его публикации для ознакомления всех заинтересованных лиц, регулирования деятельности участников рынка ценных бумаг.
2. Фондовая биржа должна быть образована в форме открытого акционерного общества;
3. Биржа может быть учреждена юридическими и (или) физическими лицами;
4. Условия учреждения биржи состоят в том, чтобы:
 - а) акционерное общество было зарегистрировано в соответствии с действующим законодательством и получило лицензию на право выполнения своих функций в центральном органе, осуществляющем контроль и надзор за рынком ценных бумаг;
 - б) устав и правила биржи предусматривали, чтобы членство в ней было доступно для любого профессионального участника рынка ценных бумаг, обеспечивали соблюдение принципов справедливой конкуренции между участниками рынка, защиту инвесторов от возможных манипуляций и недобросовестности со стороны членов и служащих биржи;
 - в) члены биржи приняли утвержденные центральным органом, осуществляющим контроль и надзор за рынком ценных бумаг, единые требования к квалификации членов биржи, заключению и оформлению сделок, правилам учета и отчетности.

Задачи фондовой биржи:

1. **предоставление места для торговли**, иначе говоря, централизовать место, где может происходить как продажа ценных бумаг их первым владельцам, так и вторичная их перепродажа. При этом принципиальным отличием бирж как организованного оптового рынка ценных бумаг является установление обязательного требования ко всем участникам торгов вести себя в соответствии с твердыми правилами. В этом смысле фондовая биржа представляет собой организацию со своими исторически сложившимися правилами ведения торгов. Обязательным остается соблюдение установленных правил торговли и системы ее регулирования, а также готовность всех участников торгов эти правила соблюдать. Кроме того, биржа должна располагать обученным высококвалифицированным персоналом, способным как провести сам биржевой торг, так и обеспечить эффективный надзор за исполнением сделок, заключенных на бирже. установление равновесной биржевой цены - биржа собирает большое количество как продавцов, так и покупателей, предоставляя им рыночное место, где они могут встречаться не только для обсуждения и согласования условий торговли, но и для выявления приемлемой стоимости (цены) конкретных ценных бумаг. Кроме того, биржа добивается доверия к достоверности достигнутых в процессе биржевого торга цен.

2. **аккумуляирование временно свободные денежные средства и перераспределять их** т.к. привлекая покупателей ценных бумаг, биржа дает возможность

эмитентам взамен своих финансовых обязательств получить нужные им средства для инвестиций, т.е. способствует мобилизации новых средств, с одной стороны, а с другой — расширению круга собственников.

3. **обеспечение гласности и открытости биржевых торгов** – биржа не гарантирует того, что вложенные в ценные бумаги средства обязательно принесут доход. Как дивиденды, так и курсовая стоимость акций, могут расти и падать, но фондовая биржа гарантирует лишь то, что участники торгов могут иметь достаточную и достоверную информацию для формирования собственных суждений о доходности принадлежащих им ценных бумаг. Биржа должна обеспечить доступность информации, способной оказать влияние на рыночный курс ценных бумаг для всех участников биржевой торговли в одно и то же время. Они должны обладать одинаковой информацией, т.е. все должны находиться в одном положении. Биржа также должна комментировать любые решения правительства, которые могут повлиять на курсы ценных бумаг, которые котируются на ней.

4. **обеспечение гарантий исполнения сделок** заключенных в биржевом зале - биржа гарантирует надежность ценных бумаг, которые котируются на ней, т.к. к обращению на бирже допускаются только те ценные бумаги, которые прошли проверку, а значит, соответствуют предъявляемым требованиям. Кроме того, на бирже имеется возможность подтверждения условий покупки или продажи ценной бумаги. Как только участники торгов (член биржи, брокеры — представители продавца и покупателя) согласовали условия сделки, последние тут же регистрируются, и каждый участник торгов по этой сделке получает соответствующее подтверждение от биржи. Поэтому не может быть никаких споров о том, какое конкретное соглашение было достигнуто по поводу той или иной сделки. Биржа берет на себя обязанности посредника при осуществлении расчетов. Под этим подразумевается, что биржа принимает на себя ответственность за выполнение всех подтвержденных сделок, т.е. что покупки будут оплачены, а все проданные акции будут доставлены для передачи новому покупателю или по его указанию другому лицу. Тем самым, биржа дает всем покупателям и продавцам гарантию, что их операции будут полностью завершены. Кроме того, гарантия исполнения сделок достигается за счет постоянного совершенствования системы клиринга и расчетов. Гарантия исполнения сделок обеспечивается контролем за системой, обслуживающей биржу (уменьшение риска системы в связи с ее повреждением или риска цепного невыполнения финансовых условий). Биржа должна обеспечивать постоянный контроль за состоянием своих внутренних систем коммуникаций, чтобы гарантировать их надежность, и осуществлять надзор за соблюдением финансовой дисциплины ее членов — участников торгов, чтобы банкротство одного члена (участника) не повлекло за собой банкротства другого.

В зарубежной практике принято разрабатывать специальный свод деловых правил для биржи. В них излагаются основы взаимоотношений с клиентами. В свод включаются вопросы, относящиеся к рекламе, — что разрешено и что не разрешено; извещение о подтверждении — минимальный перечень деталей, о которых необходимо сообщить; телефонные разговоры — когда они разрешены и когда нет, и возможные темы разговоров; типы инвестиционных консультаций — доверительные, частные, профессиональные; услуги по оценке — какая минимальная информация должна быть предоставлена; качество консультаций — не вводящие в заблуждение обзоры; качество персонала, который в состоянии давать инвестиционные консультации, - лицензирование частных лиц и фирм, квалификационные экзамены; защита денег клиента — специальные правила и отдельные банковские счета; многое другое.

6.2. Организационно – правовые формы фондовой биржи.

В соответствии с Уставом **ОТКРЫТОГО АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА «БЕЛОРУССКАЯ ВАЛЮТНО-ФОНДОВАЯ БИРЖА»:**

1. Биржа является юридическим лицом, имеет в собственности обособленное имущество, несет самостоятельную ответственность по своим обязательствам, может от своего имени приобретать и осуществлять имущественные и личные неимущественные права и исполнять обязанности, быть истцом и ответчиком в суде, имеет самостоятельный баланс, счета в банках, в том числе валютные, печати, штампы, фирменные бланки, товарный знак.

2. Биржа является юридическим лицом с момента ее государственной регистрации.

3. Биржа осуществляет свою деятельность в соответствии с Указом Президента Республики Беларусь от 28 апреля 2006 г. N 277 "О некоторых вопросах регулирования рынка ценных бумаг", иным законодательством Республики Беларусь и Уставом.

4. Деятельность Биржи не преследует целей получения прибыли в качестве основной цели своей деятельности.

5. Биржа имеет права и несет обязанности в соответствии с законодательством Республики Беларусь и настоящим Уставом.

6. Биржа вправе от своего имени заключать договоры и совершать иные юридически значимые действия в соответствии с законодательством.

7. Биржа не вправе выступать гарантом, поручителем третьих лиц - юридических лиц негосударственной формы собственности (в том числе доли (акции) в уставных фондах которых находятся в государственной собственности) и физических лиц (в том числе индивидуальных предпринимателей) по исполнению этими лицами своих обязательств по возврату кредитов, предоставленных банками и небанковскими кредитно-финансовыми организациями, за исключением кредитов, выдаваемых на строительство жилых помещений.

8. Биржа в установленном законодательством порядке вправе создавать унитарные предприятия, филиалы и представительства, быть учредителем (участником) других хозяйственных обществ и товариществ.

Целями деятельности биржи являются организация проведения операций на валютном рынке и рынке ценных бумаг и их производными, обеспечение необходимых условий для торговли иностранной валютой, ценными бумагами, определения их курса, осуществления регулярных операций на финансовом рынке.

В соответствии с гл.5 ст.26;27;28;29;30 ЗАКОНА РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ от 12 марта 1992 г. N 1512-XII «О ЦЕННЫХ БУМАГАХ И ФОНДОВЫХ БИРЖАХ»:

1. Фондовая биржа самостоятельно вырабатывает и утверждает порядок совершения сделок в торговом зале, расчетов и учета по сделкам, различные правила и другие документы, связанные с деятельностью биржи. Центральный орган, осуществляющий контроль и надзор за рынком ценных бумаг, вправе отменить или рекомендовать изменить любые внутренние документы биржи, если они противоречат настоящему Закону, нарушают принцип равенства участников рынка ценных бумаг или создают угрозу инвестору.

2. Фондовая биржа может осуществлять деятельность, связанную с обеспечением дополнительных услуг участникам рынка ценных бумаг, таких, как хранение, учет и расчеты по ценным бумагам, создание информационных служб, сетей, изданий и других. Деятельность фондовой биржи не преследует целей получения прибыли.

3. Центральный орган, осуществляющий контроль и надзор за рынком ценных бумаг, вправе приостановить деятельность биржи или наложить штраф, если деятельность биржи вступает в противоречие с действующим законодательством.

4. Фондовая биржа формулирует и публикует правила допуска и котировки ценных бумаг на ее торгах. На торги могут быть допущены ценные бумаги только тех эмитентов, которые в установленном настоящим Законом порядке опубликовали годовой баланс (за исключением эмитентов, созданных на базе ранее действовавших предприятий).

5. Фондовая биржа не вправе быть стороной сделки на собственных торгах, кроме случаев первичного размещения через биржу или купли-продажи ее собственных акций.

б. Фондовая биржа не имеет права заниматься деятельностью, не связанной с выполнением ее основных функций.

Деятельность биржи прекращается, если:

а) общее собрание принимает решение о прекращении деятельности биржи без правопреемника;

б) центральный орган, осуществляющий контроль и надзор за рынком ценных бумаг, отзывает выданную лицензию на деятельность биржи.

Членами фондовой биржи могут быть ее акционеры, являющиеся профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

Операции на фондовой бирже могут осуществляться только ее членами. Члены фондовой биржи имеют равные права.

Членами фондовой биржи не имеют права быть органы государственной власти и управления, прокуратуры и суда, их должностные лица и специалисты, а также органы общественных объединений, преследующие политические цели, и их штатные должностные лица.

Банковские учреждения не могут совершать сделки на бирже, используя средства вкладчиков.

Требования к членам биржи и служащим биржи:

1. Физическое лицо, обладающее долевым участием в уставном фонде члена биржи, не может быть руководителем или сотрудником другого члена биржи, а также служащим самой биржи.

2. Служащие биржи, руководители и сотрудники членов биржи не могут занимать руководящие должности у эмитента ценных бумаг, котирующихся на бирже, не могут состоять с ним в трудовых правоотношениях и иметь долевое участие в уставном фонде эмитента.

3. Служащие биржи не могут использовать или передавать информацию о ценных бумагах, эмитентах или сделках на бирже, за исключением регулярно публикуемой; выступать от имени биржи или выразить ее мнение вне пределов своих полномочий.

Государственные биржевые инспекторы:

1. Центральным органом, осуществляющим контроль и надзор за рынком ценных бумаг, назначаются государственные биржевые инспекторы как представители инспекции на бирже. Они уполномочены осуществлять контроль за соблюдением в ходе биржевой деятельности законодательства, касающегося биржи, и имеют право присутствовать на совещаниях биржевых органов.

2. Центральный орган, осуществляющий контроль и надзор за рынком ценных бумаг, может принять решение о приостановке операций на фондовой бирже, а также котировке отдельных ценных бумаг в случаях, когда имеет место нарушение правил работы биржи.

В зарубежной практике существует разное отношение к категории членов фондовой биржи. В одних странах предпочтение отдается физическим лицам (США), в других — юридическим (Япония, Канада), в третьих (их большинство) не делается различия между физическими и юридическими лицами. В большинстве государств в деятельности бирж разрешается принимать участие иностранным физическим и юридическим лицам, удовлетворяющим предъявляемым требованиям. В то же время в отдельных странах (Канада и Франция) иностранные лица не могут быть членами биржи или их участие в уставном фонде бирж ограничивается. В зарубежной практике можно встретить биржи, которые не ограничивают число ее членов.

В зарубежной практике, выделяют разные категории членов фондовой биржи. Например, фирмы — члены Лондонской фондовой биржи разбиваются на три категории: **Первая наиболее важная.** К ней относятся члены биржи, которые могут являться либо дилерами, либо брокерами, либо дилерами и брокерами одновременно. **Вторую категорию** членов Лондонской фондовой биржи составляют междилерские брокеры. Это фирмы, которые

оказывают посреднические услуги тем организаторам рынка, которые хотели бы взаимодействовать друг с другом анонимно. Использование междилерских брокеров позволяет организаторам рынка скрывать от конкурентов свои текущие позиции по ценным бумагам. **Третью категорию** членов представляют денежные брокеры. Основная их функция — заимствование ценных бумаг для организаторов рынка. Требования, предъявляемые к членам биржи, устанавливаются как государственным законодательством, так и самими биржами. При этом в законах обычно устанавливаются лишь общие требования к членству на бирже, а внутрибиржевые нормативные документы предъявляют дополнительные требования.

6.3. Порядок допуска ценных бумаг на биржу.

Ценные бумаги могут быть допущены на биржу только в случаях полного соответствия установленным требованиям. Согласно ПРАВИЛАМ ЛИСТИНГА ЦЕННЫХ БУМАГ В ОАО "БЕЛОРУССКАЯ ВАЛЮТНО-ФОНДОВАЯ БИРЖА" 28 апреля 2003 г. № фондовая биржа самостоятельно устанавливает процедуру включения в список ценных бумаг, допущенных к обращению на бирже, процедуры листинга и делистинга.

Листинг - совокупность процедур по включению ценных бумаг в котировальный лист биржи и осуществлению контроля за соответствием эмитента и его ценных бумаг условиям и требованиям Правил;

Делистинг - исключение ценных бумаг из котировальных листов биржи;

Котировальный лист биржи - список ценных бумаг определенного вида и выпуска, допущенных к обращению на бирже с прохождением листинга;

Преимущества листинга:

- дает больший объем информации и повышение престижа организации у инвесторов, так как помимо собственной оценки качества акций инвестором имеется оценка этих качеств и фондовой биржей;
- отличная видимость рынка; акционеры и потенциальные инвесторы могут легко следить за сделками и котировками, так как финансовая пресса дает подробный отчет о биржевой торговле акциями, тогда как внебиржевой рынок освещается гораздо меньше;
- облегчается возможность залога акций, так как при прочих равных условиях кредиторы более охотно примут в залог списочные акции, чем другие, понимая, что их легче продать, если это будет необходимо из-за несостоятельности заемщика;
- большое внимание со стороны инвесторов, так как публикация данных о рынке списочных акций позволяет инвесторам и финансовым экспертам составить полное представление о рыночном «поведении» каждого списочного выпуска акций, что привлекает к этим акциям новых покупателей.

У листинга есть и ряд недостатков:

- дополнительный контроль за деятельностью компании, так как при включении в список на бирже она принимает на себя дополнительные обязательства по информированию о дивидендах, выпуску акций и др. Эти ограничения включаются в соглашение о листинге в интересах внешних акционеров;
- дополнительные расходы, такие как плата за прохождение листинга, ежегодная плата за поддержание листинга, оплата аудиторских услуг;
- возможность возникновения отрицательного отношения у потенциальных инвесторов в случае низкой «активности» акций, что могло бы оказаться менее заметным в случае продажи акций на внебиржевом рынке.

Комиссия по листингу — только первый барьер, который должны преодолеть ценные бумаги, прежде чем поступить на биржу. Другой барьер — котировальная комиссия. Ее задача — определение курса ценной бумаги при ее первой реализации. В процессе котировки первичная цена может изменяться (увеличиваться и уменьшаться).

Котировальная комиссия выясняет также, обладает ли предлагаемая к котировке ценная бумага необходимой ликвидностью, т.е. будет ли она пользоваться спросом.

Биржа концентрирует спрос и предложение на покупку и продажу ценных бумаг, определяет соотношение между текущим спросом и предложением, в результате чего выявляется цена как выражение равновесия временного и относительного, но достаточного для осуществления той или иной сделки.

Цена, по которой заключаются сделки и ценные бумаги переходят из рук в руки, называется курсом. Биржевой курс используется как ориентир при заключении сделок как в биржевом, так и во внебиржевом оборотах.

При установлении биржевого курса необходимо следовать определенным правилам:

- 1) его уровень должен обеспечивать наибольшее количество сделок;
- 2) удовлетворение заявок, содержащих максимальные цены при покупке и минимальные при продаже;
- 3) заявки, в которых указываются цены, приближающиеся к максимальным при покупке и минимальным при продаже, могут реализовываться частично;
- 4) заявки с указанием цены ниже искомого курса при покупке или выше при продаже не реализуются.

Анализируя данные регистрации сделок и заявки инвесторов, котировальная комиссия определяет верхний и нижний пределы цен по видам ценных бумаг.

С целью защиты интересов инвесторов фондовая биржа может исключить ценные бумаги акционерного общества из котировочного листа.

Делистинг означает исключение из биржевого списка и осуществляется в следующих случаях:

- эмитент объявлен банкротом или его финансовое состояние признано неудовлетворительным;
- публичное размещение ценных бумаг достигает неприемлемо малых масштабов или имеется иное их несоответствие минимальным требованиям листинга;
- компании-эмитенты в письменном виде подают заявление об исключении их ценных бумаг из числа котирующихся;
- ценные бумаги эмитента отозваны для обмена на новые или погашения при их дроблении, а также при слиянии с другой фирмой и т.д.;

Следует отметить, что чем больше правила листинга одной биржи соответствуют правилам листинга другой, тем шире возможности торговли ценными бумагами. Бумаги, принятые к котировке на одной бирже, могут продаваться и на другой бирже, находящейся в другой стране.

6.4. Механизм биржевых операций.

Механизм биржевых операций — это определенные формализованные и регламентированные действия по совершению данных операций. Этот механизм предполагает наличие субъектов (участников биржевых торгов) и объектов биржевых операций (ценные бумаги) и непосредственно процесс осуществления биржевой деятельности.

Порядок допуска к участию в торгах и исключения из числа участников торгов определяется правилами, установленными фондовой биржей самостоятельно. Неравноправное положение участников торгов на фондовой бирже, а также передача права на участие в торгах на фондовой бирже третьим лицам не допускается.

Под объектом биржевой сделки следует понимать имущество определенного рода и качества, допущенное к обращению на бирже в порядке, установленном биржевым законодательством и внутренними документами биржи.

Государственные ценные бумаги допускаются к биржевым торгам на основании официальных условий их выпуска. Ценные бумаги, не включенные в список обращаемых на фондовой бирже, могут быть объектом сделок на бирже в порядке, предусмотренном ее внутренними документами.

Ценные бумаги, допущенные к биржевым торгам, котируются. **Котировка** — это механизм выявления цены в процессе биржевых торгов в течение каждого дня работы биржи и публикация цен в биржевом бюллетене (котировальном листе). Не все ценные бумаги, допущенные к торгам, котируются.

Биржевые сделки — это взаимосогласованные действия участников торгов, направленные на установление, прекращение или изменение их прав и обязанностей в отношении биржевых

товаров, совершаемые в помещении биржи в установленные часы ее работы. Эти сделки заключаются на ценные бумаги, допущенные к котировке и обращению на бирже.

Порядок совершения сделок определяется правилами, установленными на бирже. Согласно этим правилам, сделки заключаются уполномоченными на совершение биржевых операций лицами и регистрируются.

Процесс заключения биржевой сделки включает в себя:

- 1) введение заявок в систему биржевой торговли;
- 2) заключение сделки;
- 3) сверку параметров сделки;
- 4) взаиморасчеты (клиринг);
- 5) исполнение сделки, т. е. осуществление денежного платежа и встречной передачи ценных бумаг.

Основными типами сделок являются:

- 1) сделки с предъявлением товара;
- 2) индивидуальные форвардные сделки;
- 3) фьючерсные стандартные;
- 4) опционные сделки.

1. Сделки в отношении реального товара — **простые биржевые сделки** — это сделки, связанные с взаимной передачей прав и обязанностей в отношении реального товара. Данные сделки не предполагают наличия товара в месте проведения торгов: достаточно указания на возможность немедленного исполнения обязанности по передаче такого товара как существующего, а не будущего.

2. **Форвардные сделки** — сделки, связанные с взаимной передачей прав и обязанностей в отношении реального товара с отсроченным сроком его поставки. Специфика форвардных сделок состоит в отсрочке их исполнения. Предметом такой сделки может быть и будущий товар.

3. **Фьючерсные сделки** — сделки, связанные с взаимной передачей прав и обязанностей в отношении стандартных контрактов на поставку биржевого товара. Предметом фьючерсных сделок является уже не товар, а стандартный контракт на поставку биржевого товара. Этот контракт предполагает отчуждение (уступку) права продать или купить какой-либо товар, обремененный в форму особого товара, именуемого контрактом.

4. **Опционные сделки** — это сделки, связанные с уступкой прав на будущую передачу прав и обязанностей в отношении биржевого товара или контракта на поставку биржевого товара.

По степени условности выделяют твердые и условные сделки.

Твердые принято называть сделки, обязательства по которым не подлежат изменению. Сделки обязательны к исполнению в установленный в договоре срок и по твердой цене. Они стандартизированы по форме. Преимущество, твердых сделок в том, что они заключаются на различные виды и объемы фондовых ценностей, а также в сроки, в соответствии с реальными потребностями контрагентов. Поэтому твердые сделки приемлемы тогда, когда известно движение денежной наличности.

В условных сделках участники приобретают возможность за плату изменить обязательства по отношению к одной из сторон сделки. Пример такой сделки — опцион. Покупателю опциона предоставлено право отказаться от исполнения сделки в обмен на уплату премии, продавцу этого права не дано.

По времени исполнения различают:

Кассовые — это сделки немедленного исполнения, расчеты по которым производят сразу после их заключения. Предметом кассовых сделок всегда выступает фондовый актив, который на момент заключения договора физически существует и находится в собственности продавца.

Срочные — это сделки, которые имеют фиксированные сроки расчета, заключения и установления цены. Для данных сделок характерно наличие значительного промежутка времени между заключением и исполнением сделки. Чем дольше срок между датой заключения сделки и датой ее исполнения, тем большему риску подвергаются участники сделки, так как чем дольше срок, тем больше вероятность неисполнения сделки.

ТЕМА 7. ОСНОВЫ ПОРТФЕЛЬНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ.

- 7.1. Понятие и цели формирования портфеля ценных бумаг.
- 7.2. Виды портфелей ценных бумаг.
- 7.3. Диверсификация как основной принцип портфельного инвестирования.
- 7.4. Модель САРМ и β -коэффициент в портфельном инвестировании.
- 7.5. Оптимизация портфеля ценных бумаг.
- 7.6. Управление портфелем ценных бумаг.

7.1. Понятие и цели формирования портфеля ценных бумаг

Портфель ценных бумаг — это определенным образом подобранная совокупность отдельных видов ценных бумаг для достижения поставленной цели. Соотношение конкретных видов ценных бумаг в портфеле определяет структуру портфеля.

Основная идея портфельного инвестирования – это придание совокупности ценных бумаг таких свойств и характеристик, которые недоступны каждой из них по отдельности.

Основные характеристики, учитываемые при формировании портфеля ценных бумаг это риск и доходность.

Основные цели портфельного инвестирования:

- 1) сохранение капитала – доходность портфеля не ниже чем инфляция;
- 2) прирост капитала;
- 3) получение текущего дохода.

При переходной экономике формирование портфеля ценных бумаг может преследовать и другие цели:

- 1) приобретение ценных бумаг, которые по условиям обращения могут заменять денежные средства;
- 2) регулирование ликвидности финансово-кредитных учреждений;
- 3) участие в перераспределении собственности;

Основными принципами формирования портфеля ценных бумаг являются::

- 1) доходность;
- 2) рост капитала;
- 3) безопасность;
- 4) ликвидность.

Процесс формирования портфеля ценных бумаг состоит из следующих этапов:

- 1. Определение целей создания портфеля и приоритетов инвестора.** Первый этап включает в себя: выбор типа портфеля и определение его характера; оценку уровня портфельного инвестиционного риска; оценку минимальной прибыли, оценку допустимы для инвестора отклонений от ожидаемой прибыли и т. д.
- 2. Создание портфеля, выбор тактики управления портфелем.** Второй этап включает в себя: моделирование структуры портфеля; оптимизацию структуры портфеля.
- 3. Постоянное изучение и анализ факторов,** которые могут вызвать изменения в структуре портфеля (мониторинг).
- 4. Оценка портфеля,** т. е. определение дохода и риска портфеля и сравнение этих показателей с аналогичными показателями по всему рынку ценных бумаг.

Все этапы процесса формирования портфеля тесно связаны между собой. **Главная задача инвестора** при формировании портфеля ценных бумаг заключается в нахождении

оптимального соотношения между риском, доходом и ликвидностью, которое позволило бы выбрать оптимальную структуру портфеля.

7.2. Виды портфелей ценных бумаг.

С учетом инвестиционных качеств и характеристик ценных бумаг можно сформировать различные портфели ценных бумаг, в каждом из которых будет иметь место своего рода баланс между существующим риском и ожидаемой доходностью в определенный период времени. Соотношение этих факторов определяют вид портфеля ценных бумаг.

В зависимости от целей инвестора различают три вида портфелей ценных бумаг:

1) *Портфель роста* целью формирования является рост капитальной стоимости портфеля вместе с получением текущих доходов. Формируется данный портфель в основном из акций, по которым ожидается рост рыночной стоимости. В зависимости от ожидаемых темпов роста рыночной стоимости различают три подвида портфеля роста:

- 1.1) портфель агрессивного роста (нацелен на максимальный прирост капитала)
- 1.2) портфель консервативного роста (состоит из акций крупных, хорошо известных компаний)
- 1.3) портфель среднего роста (входят акции, нацеленные на максимальный прирост капитала и акции с низкой доходностью).

2) *Портфель дохода* ориентирован прежде всего на получение высокого текущего дохода. В данный портфель включаются акции с высоким уровнем дивидендов и процентные долевые ценные бумаги. Различают два подвида портфеля дохода:

- 2.1) портфель регулярного дохода (формируется из высоконадежных ценных бумаг и нацелен на получение среднего дохода при небольшом уровне риска)
- 2.2) портфель доходных ценных бумаг (состоит из высокодоходных ценных бумаг, которые позволяют максимизировать доход при среднем уровне риска).

3) *Портфели роста и дохода* формируются главным образом для избежания возможных потерь, как от снижения рыночной стоимости ценных бумаг, так и от низкого уровня дивидендов и процентных выплат. Выделяют два подвида данных портфелей:

- 3.1) портфель двойного назначения (ориентирован на максимальный прирост рыночной стоимости ценных бумаг и высокий уровень текущих выплат по ним)
- 3.2) сбалансированный портфель (предполагает сбалансированность не только дохода, но и риска).

По составу портфели ценных бумаг бывают:

1. Фиксированные портфели сохраняют свою структуру в течение установленного срока, продолжительность которого определяется сроком погашения входящих в него ценных бумаг.
2. Меняющиеся или управляемые портфели имеют подвижную структуру ценных бумаг, которая постоянно обновляется с целью получения максимального экономического эффекта.

По возможности изменять первоначальный объем денежных средств, вложенных в портфель, выделяют следующие портфели ценных бумаг:

1. Пополняемый портфель позволяет увеличивать денежное выражение портфеля относительно первоначального за счет внешних источников, а не за счет доходов от первоначально вложенных средств.

2. Отзывной - допускается возможность изъятия части денежных средств, первоначально вложенных в портфель.
3. Постоянный - первоначально вложенный объем денежных средств сохраняется на протяжении всего периода существования портфеля.

По виду ценных бумаг различают портфели:

1. Однопрофильные портфели включают в себя ценные бумаги одного вида (например, акции).
2. Многопрофильные — состоят из нескольких видов ценных бумаг, секций: из обычных акций и привилегированных акций, облигационной секции.

По срокам действия ценных бумаг выделяют:

1. срочные (краткосрочные, среднесрочные, долгосрочные) - инвестор формирует срочный портфель с целью не просто извлечь доход, а получить его в течение заранее установленного периода времени.
2. бессрочные временные ограничения не устанавливаются.

По территориальному признаку различают:

1. портфели иностранных ценных бумаг;
2. портфели отечественных ценных бумаг;
3. региональные портфели.

По отраслевой принадлежности портфели ценных бумаг бывают:

1. *Комплексный* портфель — это портфель, состоящий из ценных бумаг, выпущенных предприятиями различных отраслей, связанных технологически.
2. *Специализированные* портфели формируются из ценных бумаг предприятий какой-либо одной отрасли.

По характеру портфели ценных бумаг делят на:

1. *Консервативный (уравновешенный)* — это портфель ценных бумаг, формирующийся из хорошо известных ценных бумаг с четко определенными положительными характеристиками и наименьшим уровнем риска, гарантирующих возврат вложенных средств, хотя и приносящих небольшой доход, цель создания которого состоит в сохранении капитала.
2. *Агрессивный* — это портфель, который формируется из наиболее рискованных, но и самых доходных ценных бумаг. Цель инвестирования в этом случае — получение дохода.
3. *Бессистемный* портфель формируется по воле случая, без всякой системы.

7.3. Диверсификация как основной принцип портфельного инвестирования.

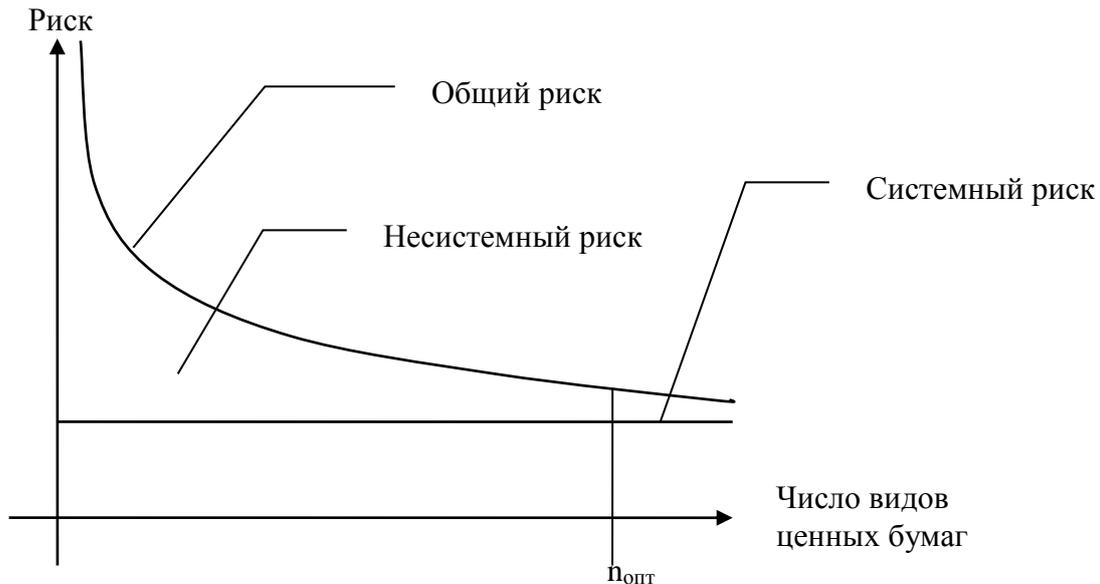
Одним из методов минимизации потерь является диверсификация. Диверсификация – это распределение средств между различными активами и видами деятельности. По отношению к рынку ценных бумаг диверсификация – это распределение средств инвестора между различными видами ценных бумаг при формировании портфеля.

На рынке ценных бумаг различают два вида диверсификации:

- 1) простая (основанная на бессистемном вложении средств в различные ценные бумаги);
- 2) диверсификация Markowitz (в портфель ценных бумаг должны включаться ценные бумаги с отрицательной корреляции доходности).

Общий риск на рынке ценных бумаг состоит из двух частей: 1) системный риск – присущий всему рынку в целом, обусловлен общими для всех участников рынка факторами, по-другому называется не диверсифицируемый; 2) не систематический (диверсифицируемый) риск – определяется специфическими для каждого участника факторами.

Зависимость общего риска портфеля от числа видов ценных бумаг в нем может быть представлена графически следующим образом.



Данная зависимость будет иметь место лишь в хорошо диверсифицированном портфеле.

$n_{\text{опт}}$ — оптимальное число видов ценных бумаг в портфеле, теоретически на сегодняшний день это число не возможно; эмпирически это лишь число от 15 до 20.

Следствие:

1) диверсификация, построенная по всем правилам имеет определенные границы, переходя которые инвестор сталкивается с эффектом излишней диверсификации, т.е. снижение дохода при увеличении видов ценных бумаг в портфеле. Такое снижение дохода может быть обусловлено увеличением затрат на анализ рынка и поиск ценных бумаг, увеличение удельных трансакционных издержек при покупке ценных бумаг мелкими партиями, снижение качества управления портфелем.

2) В хорошо диверсифицированном портфеле достаточно учитывать лишь систематический риск, т.к. несистематический сводится к минимуму.

7.4. Модель CAPM и β -коэффициент в портфельном инвестировании.

Мерой системного риска на развитых фондовых рынках выступает β -коэффициент — это коэффициент, который учитывает степень изменения доходности по определенному активу в соотношении с изменением среднерыночной доходности.

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_M)}{\sigma_{R_M}^2}$$

β_i — β -коэффициент по i -ой ценной бумаге;

R_i — доходность по i -му активу;

R_M — среднерыночная доходность;

$\sigma_{R_M}^2$ — дисперсия среднерыночной доходности за наблюдаемый период;

$\text{Cov}(R_i, R_M)$ — ковариация по i -му активу и среднерыночной доходности за наблюдаемый период.

$$\sigma_{R_M}^2 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (R_{Mt} - \overline{R_M})^2$$

$\overline{R_M}$ – среднее значение среднерыночной доходности за наблюдаемый период;
 R_{Mt} – среднерыночная доходность в интервале t;
 t – номер интервала в наблюдаемом периоде;
 n – число интервалов в наблюдаемом периоде.

$$\text{cov}(R_i, R_M) = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (R_{Mt} - \overline{R_M})(R_{it} - \overline{R_i})$$

$\overline{R_i}$ – среднее значение доходности по i-му активу в наблюдаемом периоде;
 R_{it} – доходность по i-му активу в интервале t.

В странах с развитым фондовым рынком статистика по β -коэффициентам ценных бумаг наиболее известных компаний публикуется в специальных изданиях.

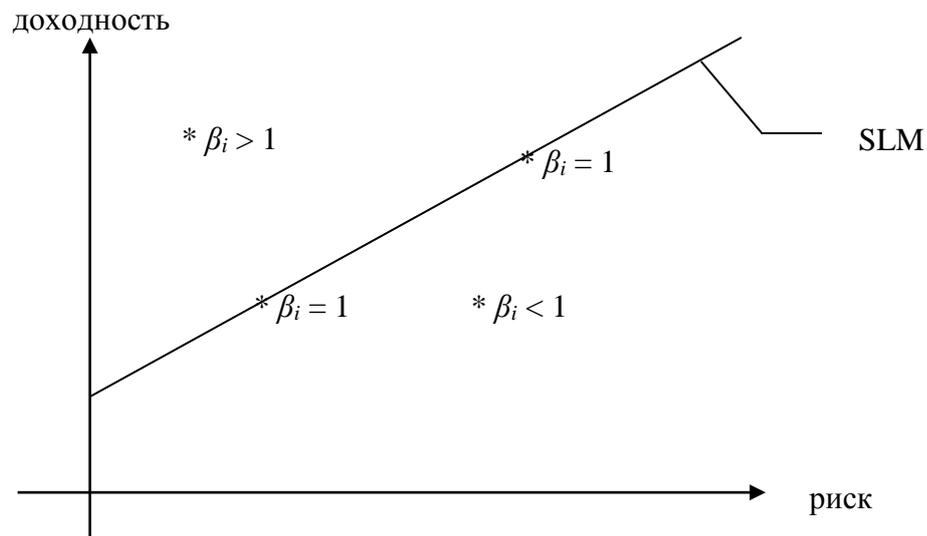
Если $\beta_i > 1$, то риск вложения в данный актив выше среднерыночного. Если $\beta_i < 1$, то риск вложения в данный актив ниже среднерыночного. Если $\beta_i = 0$, то риск минимален. Если $\beta_i = 1$, то риск равен среднерыночному.

Модель CAPM (Capital asset pricing model) – модель определения ожидаемой доходности фондовых активов:

$$r_i = r_o + \beta_i (R_M - r_o)$$

r_i – ожидаемая доходность по i-му активу;
 β_i – β -коэффициент по i-му активу;
 r_o – безрисковая ставка;
 R_M – средняя доходность на рынке.

На основе модели CAPM можно построить так называемую линию рынка ценных бумаг (SLM)



7.5. Оптимизация портфеля ценных бумаг.

Основной проблемой, которая решается при формировании портфеля ценных бумаг является распределение инвестором необходимой суммы денег по различным альтернативным вложениям.

Основные характеристики: риск и доходность.

Классическая портфельная теория построена, прежде всего, на поиске места портфеля ценных бумаг в системе координат “риск-доходность”.

Доходность портфеля определяется на основе доходности его отдельных элементов с учетом их доли.

$$R_n = \sum_{i=1}^m R_i \times d_i \quad , \quad \sum_{i=1}^m d_i = 1$$

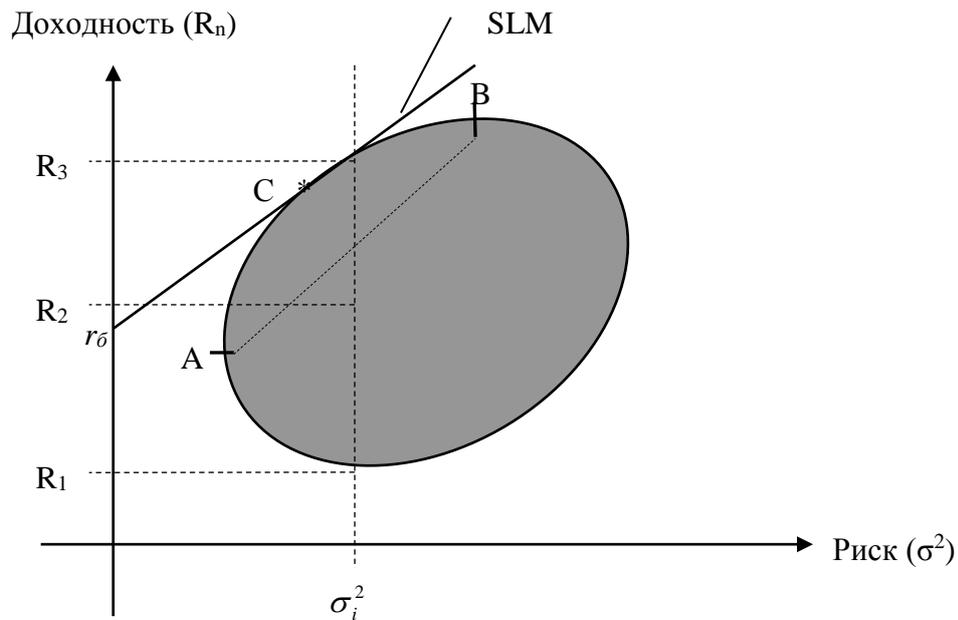
R_i – доходность i -той ценной бумаги;

d_i – доля i -й ценной бумаги в портфеле;

R_n – доходность портфеля.

Риск в классической портфельной теории оценивается с помощью показателя дисперсии.

После расчета всех необходимых параметров строится множество допустимых портфелей. Кривая АВ – множество эффективных портфелей. Выбор оптимального портфеля ценных бумаг осуществляется путем построения линии рынка ценных бумаг. В точке С находится оптимальный портфель.



7.6. Управление портфелем ценных бумаг.

Управление портфелем ценных бумаг можно определить как формирование, анализ и регулирование совокупности ценных бумаг для достижения поставленных целей при сохранении необходимого уровня ликвидности и минимизации расходов по управлению. Главными параметрами при управлении портфелем являются его ожидаемая доходность и риск. Риск можно значительно уменьшить квалифицированной и эффективной работой в области управления, с применением в этих целях различных методов.

Одним из наиболее значимых элементов управления портфелем является мониторинг. Его основные объекты:

- конъюнктура фондового рынка и тенденции его развития;

- состояние отдельных секторов фондового рынка;
- финансовые показатели эмитентов ценных бумаг;
- инвестиционное качество ценных бумаг.

Инвестор может выбрать либо отказ от рискованной ситуации, т. е. уклонение от риска, либо участие в рискованной ситуации, т. е. удержание риска. Его решение зависит от стратегии, применяемой в данный период. С точки зрения вовлеченности инвестора в рискованную ситуацию методы управления рисками следует разделить на две группы:

- 1) методы уклонения от риска (Risk Avoidance);
- 2) методы удержания риска (Risk Assumption).

Каждая из выделенных групп включает в себя определенный набор методов управления рисками, которые в свою очередь тоже структурированы

Инвестор может воспользоваться одним из методов уклонения от риска. Он может отказаться от ценных бумаг, содержащих определенный риск, или выбрать новые виды ценных бумаг, которые не связаны с катастрофическими рисками. Если инвестор все-таки осознанно решил участвовать в рискованных сделках, или когда риска избежать невозможно, или он возникает внезапно, ему необходимо применять большой набор методов удержания риска, к которым относятся методы:

- 1) предотвращения убытков;
- 2) распределения риска;
- 3) принятия риска;
- 4) передачи риска.

Различают два основных способа управления портфелем:

1) *Активный* – предполагает постоянное отслеживание объектов мониторинга и соответствующее изменение структуры портфеля. Этапы управления:

- Отбор ценных бумаг;
- Расчет параметров нового портфеля, с учетом ожидаемого движения ценных бумаг;
- Сравнение эффективности существующего и нового портфеля ценных бумаг;
- Формирование нового портфеля ценных бумаг.

2) *Пассивный* – основан на создании хорошо диверсифицированных портфелей ценных бумаг, рассчитанных на длительную перспективу. Формирование его зависит от стабильности фондового рынка.

Одной из разновидностей пассивного управления портфелем является метод индексного фонда, согласно которому ценные бумаги различных эмитентов включают в портфель в той же пропорции, в которой они учитываются при расчете фондового индекса.