

О. А. Морозов

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ И ИНСТИТУТЫ

Учебное пособие

**Санкт-Петербург
2025**

Министерство науки и высшего образования Российской Федерации
ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
**«Санкт-Петербургский государственный университет
промышленных технологий и дизайна»
Высшая школа технологии и энергетики**

О. А. Морозов

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ И ИНСТИТУТЫ

Учебное пособие

Утверждено Редакционно-издательским советом ВШТЭ СПбГУПТД

Санкт-Петербург
2025

УДК 336.76
ББК 65.261
М 801

Рецензенты:

доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры менеджмента и инноваций
ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский государственный экономический университет»

М. Г. Трейман;

доктор экономических наук, доцент, заведующий кафедрой менеджмента и права
Высшей школы технологии и энергетики Санкт-Петербургского государственного
университета промышленных технологий и дизайна»

В. А. Бескровная

Морозов, О. А.

М 801 Финансовые рынки и институты: учебное пособие / О. А. Морозов. —
СПб.: ВШТЭ СПбГУПТД, 2025. — 103 с.
ISBN 978-5-91646-452-8

Учебное пособие соответствует программам и учебным планам дисциплины «Финансовые рынки и институты» для студентов, обучающихся по направлению подготовки 38.03.02 «Менеджмент».

В учебном пособии освещены теоретические основы функционирования финансовых рынков, методы оценки рисков и доходности при инвестировании, рассмотрены рынок ценных бумаг, типы инвесторов и основы портфельного управления.

Пособие предназначается для студентов всех форм обучения.

УДК 336.76
ББК 65.261

ISBN 978-5-91646-452-8

© ВШТЭ СПбГУПТД, 2025
© Морозов О. А., 2025

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	4
ГЛАВА 1. РОЛЬ И ФУНКЦИИ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ В ЭКОНОМИКЕ ..	5
1.1. Понятие и структура финансового рынка	5
1.2. Риск и доходность финансовых активов на рынке.....	16
1.3. Концепция временной стоимости денег и показатели для их оценки.....	22
1.4. Анализ финансовых рынков	30
ГЛАВА 2. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ И ОСНОВЫ ПОРТФЕЛЬНОГО УПРАВЛЕНИЯ	37
2.1. Основные понятия и классификация рынка ценных бумаг.....	37
2.2. Рынок акций.....	48
2.3. Рынок облигаций.....	60
2.4. Рынки коммерческих ценных бумаг и производных финансовых инструментов	69
2.5. Инвесторы и теория портфельных инвестиций	88
БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК.....	102

ВВЕДЕНИЕ

В текущий исторический момент и национальный, и мировой финансовые рынки переживают непростые времена. Наблюдается нестабильность в финансовом секторе российской экономики, которая выражается в колебаниях курсов валют, изменении процентных ставок, волатильности на фондовом рынке и других негативных явлениях.

Развитие финансового рынка является важной задачей для обеспечения экономического роста и стабильности. Основные направления этого развития заключаются в повышении защиты прав потребителей и инвесторов, поддержке цифровизации, расширении доступности финансовых услуг и создании условий для привлечения долгосрочных инвестиций в экономику. В целом развитие финансового рынка должно быть направлено на повышение его эффективности, надежности, доступности и устойчивости, а также на поддержку экономического роста и социальной справедливости.

Цель дисциплины: сформировать теоретические знания и практические навыки обучающегося в области проведения исследований конъюнктуры финансового рынка и изучения предложений финансовых услуг от финансовых институтов.

Задачи дисциплины:

- сформировать понимания роли финансовых рынков и институтов в экономике;
- рассмотреть структуры и механизма функционирования финансовых рынков и институтов;
- изучить схемы взаимодействия субъектов финансового рынка;
- рассмотреть тенденции развития финансовых рынков и институтов.

Пособие состоит из двух глав. Для лучшего усвоения материала в конце каждой главы сформулированы контрольные вопросы для самопроверки и обсуждения. В конце пособия приведен библиографический список.

В 1 главе учебного пособия раскрывается роль и функции финансовых рынков в экономике. Освещаются понятие, структура, классификация, модели и тенденции мирового финансового рынка. Рассматриваются риск и доходность финансовых активов на рынке, показатели текущей и будущей стоимости актива, концепция временной стоимости денег. Особое внимание уделяется основным идеям анализа финансовых рынков: фундаментальному и техническому анализу.

Во 2 главе представлен блок вопросов, занимающий самый большой раздел учебника – рынок ценных бумаг. Структурированы и рассмотрены основные понятия и классификация рынка ценных бумаг, в т. ч. рынки акций, облигаций, коммерческих ценных бумаг и производных финансовых инструментов. Освещены вопросы, связанные с определением роли и места инвесторов на финансовом рынке. Особое место уделяется основам теории портфеля и управления портфельными инвестициями.

ГЛАВА 1. РОЛЬ И ФУНКЦИИ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ В ЭКОНОМИКЕ

1.1. Понятие и структура финансового рынка

Финансовый рынок – рынок, на котором происходит перераспределение временно свободных денежных ресурсов через финансовых посредников на основе использования финансовых инструментов и предоставления финансовых услуг, объединенных в форме финансовых продуктов, являющихся товаром на финансовом рынке.

Через механизм финансового рынка определяются наиболее эффективные сферы приложения финансовых ресурсов. На этом рынке деньги выступают специфическим товаром.

Роль финансового рынка в экономике велика, без него невозможно накопление крупного капитала, с одной стороны, и его инвестирование в крупные проекты – с другой. Через механизмы конкуренции большого количества продавцов и покупателей на рынке формируется единая цена на финансовые активы и достигается информационная прозрачность.

Роль финансового рынка проявляется в его функциях. Основная функция финансового рынка состоит в обеспечении перетока средств от участников, для которых они в данный момент являются свободными, к участникам, испытывающим потребность в финансовых ресурсах.

В контексте экономики, словосочетания «финансовый рынок» и «финансовые рынки» часто используются как синонимы, но есть небольшая разница. Финансовый рынок в единственном числе – это общее понятие, описывающее систему экономических отношений, связанных с движением финансовых активов. Финансовые рынки во множественном числе – это более конкретное понятие, подразумевающее различные сектора или сегменты этого рынка, такие как *рынок ценных бумаг, валютный рынок, кредитный рынок* и т. д.

На рис. 1 представлено место финансовых рынков в модели экономического кругооборота.

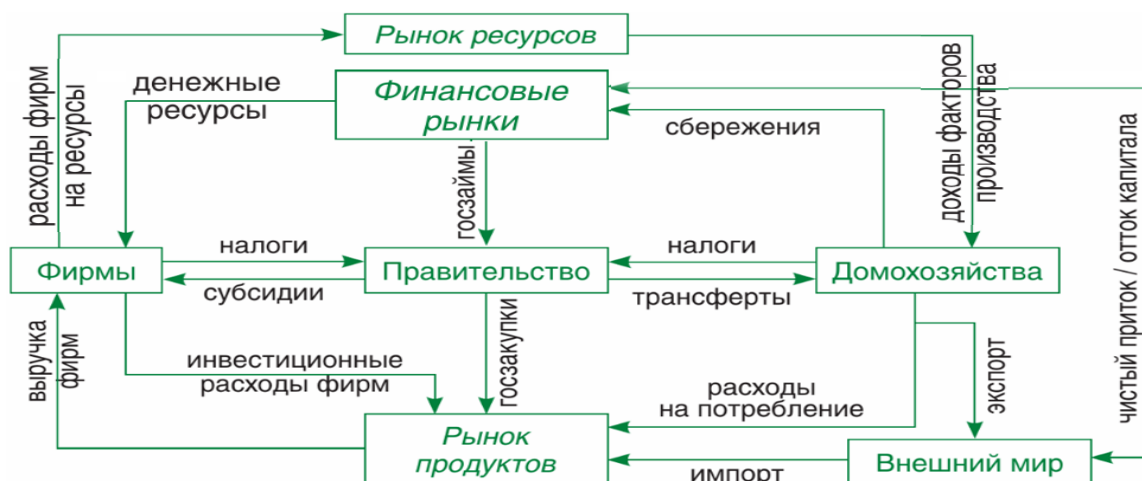


Рисунок 1 – Финансовые рынки в модели экономического кругооборота

Финансовый рынок также можно рассматривать и как совокупность рыночных институтов, где происходит торговля финансовыми активами между покупателями и продавцами. На рис. 2. представлены участники финансового рынка: заемщики, которые привлекают капитал, инвесторы, его размещающие и посредники, предоставляющие финансовые услуги, облегчая взаимодействие между заемщиками и инвесторами. Они предоставляют услуги по аккумуляции и распределению финансовых ресурсов, а также снижают риски и издержки, связанные с финансовыми операциями.

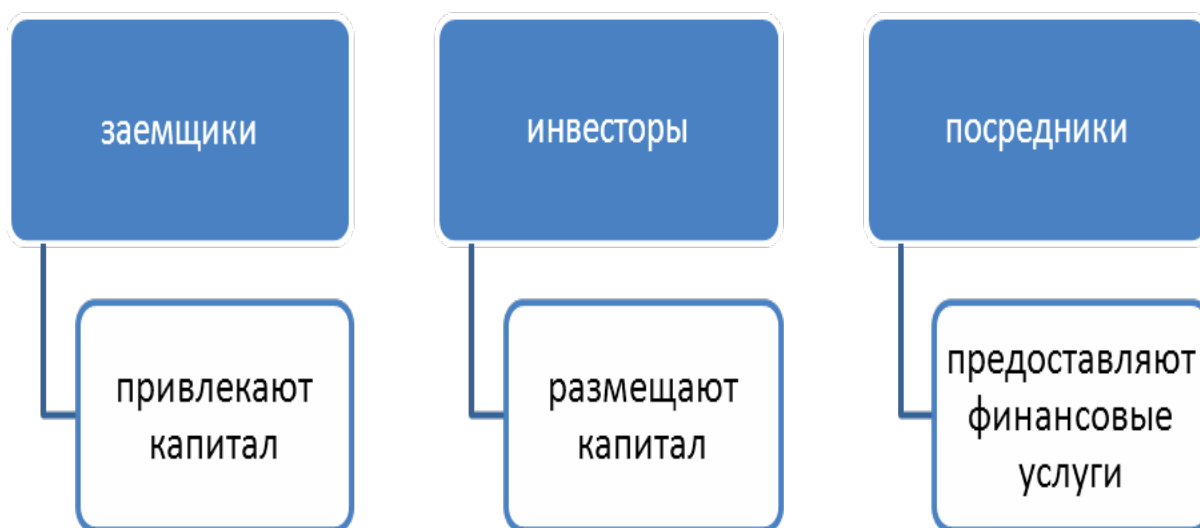


Рисунок 2 – Участники финансового рынка

Необходимо отметить, что посредники играют важную роль на финансовом рынке. Подразделяются они по типам, приведенным на рис. 3.



Рисунок 3 – Типы посредников на финансовом рынке

Финансовые посредники используют в своей деятельности финансовые инструменты. Например, банки используют депозиты как инструмент привлечения средств, а затем выдают кредиты, инвестиционные фонды приобретают ценные бумаги. Таким образом, финансовые инструменты являются объектом деятельности посредников, а посредники обеспечивают их оборот и функционирование на рынке.

На финансовом рынке обращаются финансовые инструменты. Понятие финансового инструмента дано в Международных стандартах финансовой отчетности, в соответствии с которыми этот инструмент представляет собой договор, в результате которого возникает финансовый актив у одной компании и финансовое обязательство или долевого инструмент – у другой.

Финансовые инструменты образуются в результате сделок между участниками рынка. Когда у одного участника сделки появляется финансовый актив, то у другого неизбежно возникает обязательство, которое служит для исполнения требований по финансовому активу. Таким образом, финансовый актив дает право требовать выплат по финансовым обязательствам, суммы финансовых активов равны суммам финансовых обязательств, а финансовые инструменты являются их формой выражения. В таблице 1 можно увидеть сегменты финансового рынка и соответствующие им финансовые инструменты.

Таблица 1 – Виды финансовых инструментов

Сегмент финансового рынка и виды ценных бумаг	Финансовые инструменты
Кредитный рынок	Банковский кредит, банковский вклад (депозит).
Рынок ценных бумаг ➤ Долевые ценные бумаги ➤ Долговые ценные бумаги ➤ Платежные ценные бумаги ➤ Товарораспорядительные ценные бумаги	Акция, инвестиционный пай, ипотечный сертификат Облигация, депозитный сертификат, сберегательный сертификат, вексель, закладная, залоговое свидетельство. Вексель, чек. Консолидированное свидетельство.
Валютный рынок	Сделка спот, валютный своп
Страховой рынок	Контракты на конкретные виды страховых услуг, договоры перестрахования, аварийная подписка.

Модель финансового рынка – это тип организации рынка в зависимости от значимости различных способов финансирования экономики и роли различных видов финансовых посредников. Существуют два основных способа финансирования экономики:

- **финансирование с помощью банковских кредитов** (основной способ финансирования в континентальной Европе);
- **финансирование через рынок ценных бумаг** (основной способ финансирования в США). В этом случае компания выпускает ценные бумаги и

продает их на рынке, привлекая капитал.

Поскольку в разных странах экономика и финансы развивались разными темпами и по различным схемам, в мире исторически сформировалось две основные модели финансовых рынков – банковская модель и модель, основанная на рынке ценных бумаг (иногда их еще называют инсайдерская и аутсайдерская модели, соответственно, немецкая и английская). Первая модель предполагает, что основные финансовые операции и распределение средств осуществляются через банковскую систему. Вторая модель, напротив, делает акцент на рынке ценных бумаг, где институциональные инвесторы, такие как страховые и инвестиционные фонды, играют ключевую роль.

В последующем появилась еще исламская модель рынка, которая особо подчеркивает преимущество этических ценностей перед материальными, экономическими благами. Основные черты исламского банкинга:

- запрет на взимание процентов;
- отсутствие рынка облигаций;
- запрет на инвестирование средств в бизнес, связанный с азартными играми, или стимулирующий недостойное поведение, например производство алкоголя;
- запрет на спекуляцию в любых формах, отсутствие рынка производных финансовых инструментов;
- возможность создавать доходы от долевого участия и аренды;
- обязательная помощь неимущим.

Понимание особенностей функционирования мирового финансового рынка и современных тенденций его развития позволяет определить оптимальные методы и инструменты антикризисного регулирования мировой экономики. Современный финансовый рынок характеризуется такими основными тенденциями, как глобализация, моноцентризм, секьюритизация и дезинтермедиация (рис. 4).



Рисунок 4 – Основные тенденции развития финансовых рынков

Процесс **глобализации** объективен, т. е. не зависит от желаний ее противников и сторонников. К признакам глобализации можно отнести создание глобальной финансовой системы, чье развитие неразрывно связано с расширением использования и усложнением IT-технологий, созданием глобальной системы обмена результатами интеллектуальной деятельности, и глобальной системы продвижения товаров и услуг.

Глобализация характеризуется расширением международных финансовых потоков и взаимозависимостью национальных рынков. За последнее десятилетие происходило усиление роли развивающихся стран в глобальных инвестициях.

Моноцентризм финансового рынка проявляется в слиянии ведущих биржевых группировок, создании биржевых холдинговых групп. В связи с развитием технологий, повышением издержек на организацию торговли и размыванием страновых барьеров произошло усиление конкуренции на мировом рынке, что привело к распространению процессов слияний и поглощений среди биржевых институтов.

Под **дезинтермедиацией** понимается снижение роли банковских посредников в перераспределении капиталов. Трансформация финансового рынка сделала более привлекательным для компаний привлечение ресурсов на рынке ценных бумаг, чем получение банковских кредитов. Как следствие, роль банков на рынке стала уменьшаться, уступая место различным сложным схемам финансирования бизнеса.

Секьюритизация – это процесс преобразования активов, которые не являются легко торгуемыми на рынке (например, ипотечные кредиты, автокредиты), в ценные бумаги, которые можно продать инвесторам. В результате секьюритизации банк или другая организация, владеющая этими активами, получает возможность привлечь финансирование, а инвесторы получают возможность инвестировать в пулы активов, приносящих стабильный денежный поток. Секьюритизация способствует самостоятельному выходу компании на рынок привлечения капитала.

Впервые секьюритизация стала применяться в начале 1970-х гг. в США как способ реализации ипотечной задолженности, но со временем эта тенденция постепенно охватила различные виды активов: от ссуд на автомобильную технику, дебиторских счетов по кредитным карточкам до кредитов под недвижимость коммерческого и производственного характера, муниципальных займов штатов, обеспеченных бюджетными поступлениями.

Секьюритизацию могут осуществлять не только банковские, но и небанковские институты. В процессе секьюритизации диверсифицируются источники финансирования, расширяется круг инвесторов, улучшается качество управления активами и пассивами, ликвидностью и рисками, обеспечивается финансовая независимость и гибкость originатора, а также выполняются нормативы достаточности собственного капитала, ликвидности и максимального кредитного риска, поскольку кредиты, отчуждаемые специальному юридическому лицу, в дальнейшем не учитываются на балансе originатора. Основные субъекты данного процесса и активы, подлежащие секьюритизации, приведены в табл. 2.

Таблица 2 – Субъекты секьюритизации и виды активов, подлежащих секьюритизации

Субъекты секьюритизации	Виды активов, подлежащих секьюритизации
Банки	Коммерческие кредиты, портфели долговых инструментов, ипотечные ссуды резидентам страны пребывания
Корпорации	Будущие поступления от торговой деятельности, недвижимость
Экспортные агентства	Будущие поступления от кредиторов экспортерам
Финансовые компании	Поступления по счетам кредитных карт клиентов, платежи по обеспеченным и не обеспеченным ссудам, кредитам малым и средним предприятиям, ссуды на покупку автомобилей
Страховые компании	Будущие страховые премии
Телекоммуникационные компании	Поступления за трансляции, рента за использование оборудования и плата по долгосрочным контрактам
Нефтяные компании	Будущие поступления от импортеров нефтепродуктов
Компании недвижимости	Таймшеры, лизинговые поступления, комиссии за обслуживание клиентов
Региональные администрации	Налоговые и прочие бюджетные поступления
Государство	Налоговые и бюджетные поступления, валютные поступления от внешних дебиторов

Со временем на финансовом рынке в виду стремлений его участников снизить риски и увеличить доход можно наблюдать процесс усложнения финансовых продуктов. Термин «финансовый инжиниринг» впервые появился в финансовой литературе в конце 1980-х гг. в США. Данное понятие означает комбинирование финансовых инструментов с различными параметрами риска и доходности для реализации инвестиционной стратегии бизнеса. Используется при структурированном финансировании, секьюритизации. Говоря иначе, это покупка и продажа нескольких активов таким образом, чтобы сформировать «финансовый продукт», удовлетворяющий определенным условиям. Это актуально во время становления экономики знаний, где ключевое место занимают инновации. Под инновациями в данном случае подразумеваются новые комбинации, стратегии, ориентированные на достижение интересов фирмы.

К целям финансового инжиниринга относят:

- создание оптимального уровня риска;
- извлечение прибыли на основе использования несовершенства рынка и присутствия незанятых сегментов.
- спекуляция и арбитраж.

Под арбитражом в данном случае надо понимать не разрешение спорных вопросов третейским судом, а операцию по покупке или продаже актива, направленную на получение прибыли за счет различия цен на данный актив на разных рынках.

На процесс финансового инжиниринга оказывают влияние интересы и

потребности эмитента, выпускающего новый продукт, и инвестора, заинтересованного в нем. Интересы каждой из сторон находятся под воздействием внутренних и внешних факторов, таких как, например, законодательное регулирование, стадия макроэкономического цикла, прогноз денежных потоков. На рис. 5 представлены факторы, оказывающие влияние на финансовый инжиниринг.



Рисунок 5 – Факторы, влияющие на финансовый инжиниринг

Любой рынок имеет разветвленную структуру, составные части которой различаются по определенным признакам, в том числе по виду продаваемого товара и предоставляемых услуг. На финансовом рынке осуществляется торговля финансовыми активами, оказываются финансовые услуги, все вместе – это финансовые продукты, которые являются товаром на данном рынке.

Структура финансового рынка по степени организованности и по срокам обращения включает:

- **Биржевые рынки:** характеризуются наличием централизованной торговой площадки (биржи), где заключаются сделки с заранее установленными правилами и процедурами.

- **Внебиржевые рынки:** сделки заключаются напрямую между участниками, без посредничества биржи, что дает большую гибкость, но и требует более высокого уровня доверия между сторонами, указывают эксперты в сфере финансов.

- **Денежные рынки:** обслуживают операции с краткосрочными финансовыми инструментами (до одного года), такими как векселя, депозитные сертификаты, краткосрочные облигации.

- **Рынки долгосрочных ресурсов:** обслуживают операции с долгосрочными финансовыми инструментами (более одного года), такими как акции, облигации, ипотечные кредиты (рис. 6).



Рисунок 6 – Структура финансового рынка по степени организованности и срокам обращения

По видам инструментов финансовые рынки классифицируются на: валютный рынок, рынок золота, страховой рынок и рынок капитала, который, в свою очередь, последний подразделяется на рынок ссудных капиталов и рынок ценных бумаг, которые также делятся еще на подвиды рынков (рис. 7).

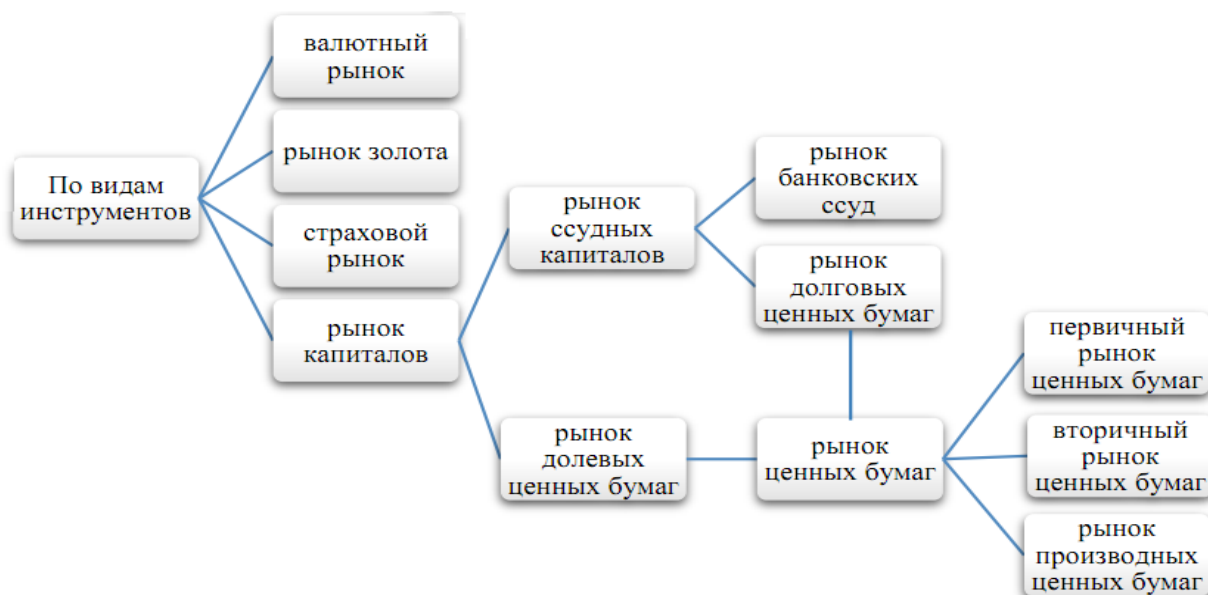


Рисунок 7 – Структура финансовых инструментов по видам инструментов

Функционирование указанных сегментов финансового рынка в конечном итоге приводит к «переливу капитала», перераспределению денежных средств между отраслями экономики. Сегментация финансового рынка, исходя из

видов продаваемых на каждом сегменте активов, не является единственной. Другим признаком, в соответствии с которым можно рассмотреть структуру финансового рынка, является срок существования обращающихся на рынке активов.

В зависимости от срока *обращения инструментов* финансовый рынок подразделяется на денежный рынок и рынок капиталов (рис. 8).

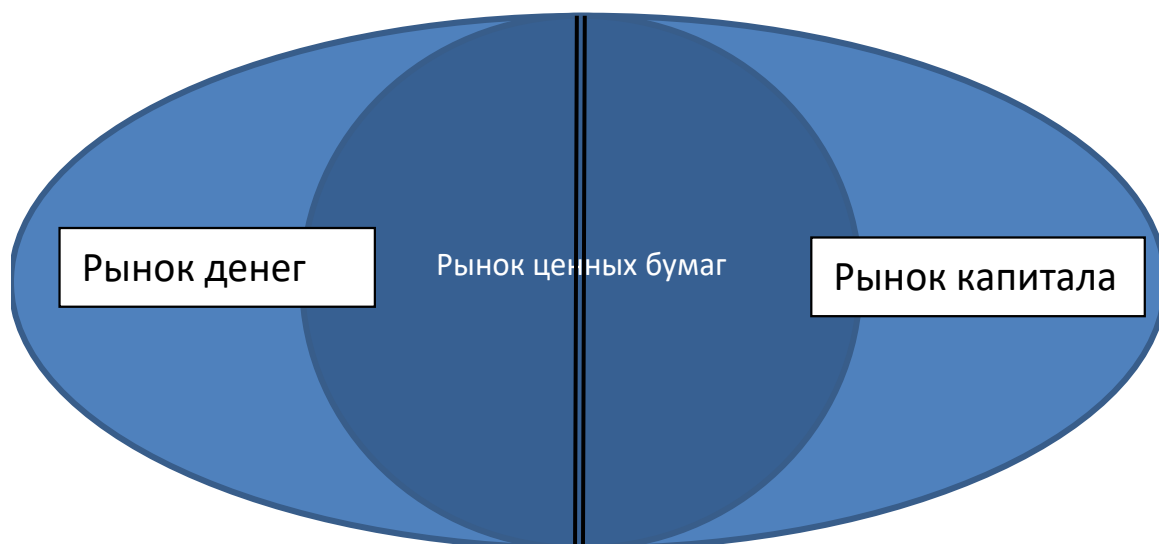


Рисунок 8 – Структура финансового рынка по срокам обращения

В каждом из этих сегментов обращаются ценные бумаги, поэтому можно считать, что рынок ценных бумаг лежит внутри финансового рынка и также состоит из рынка денег и капиталов.

Денежный рынок – рынок находящихся в обращении наличных денег и обеспечивающих аналогичные функции краткосрочных платежных средств (чеков и т. п.), а также краткосрочных (до 1 года) накоплений. Инструменты этого рынка – все финансовые активы сроком обращения до 1 года.

Денежный рынок подразделяется на:

- рынок розничных операций (денежные переводы, депозиты, депозитные и сберегательные сертификаты, пластиковые карты, краткосрочные кредиты предприятиям и населению);
- рынок межбанковских кредитов;
- рынок валюты;
- рынок векселей (коммерческих бумаг);
- рынок краткосрочных государственных ценных бумаг (сроком до 1 года).

Если денежный рынок отражает спрос и предложение на деньги, а также формирование равновесной «цены» денег, то *рынок капитала* – часть финансового рынка, на котором обращаются «длинные деньги», т. е. активы со сроком обращения более 1 года (рис. 9).



Рисунок 9 – Структура финансового рынка по подвидам

Рынок капитала может быть подразделен на рынки:

- банковских ссуд;
- облигаций;
- акций.

К примеру, средства для финансирования инвестпроектов, для реконструкции или нового строительства, для дальнейшего развития компания можно привлечь только на рынке капитала, а на рынке денег компании удовлетворяют потребность в «быстрых деньгах» для «латания дыр», либо проводя спекулятивные операции. Такими операциями могут стать покрытие кассовых разрывов, привлечение кредитов на другие цели, например, на 90 дней пополнение оборотного капитала, получение кредитов на сезонные виды работ.

Институты инфраструктуры финансового рынка – это организации, обеспечивающие функционирование финансовых рынков, включая торговлю, расчеты, хранение и информацию о финансовых активах. Они делятся на несколько основных категорий:

– К *торговой инфраструктуре* относятся биржи, другие структуры торговли валютами, ценными бумагами и производными финансовыми инструментами.

– *Платежная инфраструктура* представлена коммерческими платежными системами, платежной системой Банка России и системой передачи финансовых сообщений.

– *Учетная инфраструктура* включает репозитории, регистраторы, депозитарии, клиринговыми организациями, которые поддерживают торговлю финансовыми инструментами и расчеты по сделкам и хранению активов.

– *Информационная инфраструктура* представлена рейтинговыми агентствами, анализирующих деятельность и присваивающих рейтинг субъектам экономики, а также тут имеется бюро кредитных историй, аккумулирующее сведения о займах и исполнению обязательств по ним. На основе этих данных происходит анализ уровня долговой нагрузки заемщика. Кроме того, информационная инфраструктура включает ценовые центры, оказывающие услуги по определению стоимости финансовых инструментов для участников финансового рынка, а также так называемые администраторы, формирующие некоторые финансовые индикаторы.

Краткие выводы

Основным вопросом в современной экономике является вопрос о повышении эффективности бизнеса. Одним из важнейших факторов такого повышения является привлечение дешевых ресурсов, с одной стороны, и эффективного их размещения – с другой. Механизмом, позволяющим выполнять эту функцию, является финансовый рынок.

В роли основных посредников на финансовом рынке выступают коммерческие банки, биржи, сберегательные институты, компании коллективного инвестирования, которые, выполняя отдельные операции, помогают соединить владельцев и пользователей капитала.

На финансовом рынке обращаются финансовые инструменты, которые образуются на основе сделок между участниками рынка. Существуют 3 модели финансового рынка – банковская, небанковская и исламская, у каждой из них есть свои особенности.

Понимание особенностей функционирования мирового финансового рынка и современных тенденций его развития позволяет определить оптимальные методы и инструменты антикризисного регулирования мировой экономики. Современный финансовый рынок характеризуется такими основными тенденциями, как глобализация, моноцентризм, секьюритизация и дезинтермедиация.

Финансовый, как и любой другой рынок, имеет разветвленную структуру, составные части которой различаются по определенным признакам, в том числе по виду продаваемого товара и предоставляемых услуг. На финансовом рынке осуществляется торговля финансовыми активами, оказываются финансовые услуги, все вместе – это финансовые продукты, которые являются товаром на данном рынке. При этом более высокая доходность обычно сопряжена с более высокими рисками, и наоборот. Инвесторы должны понимать эту связь, чтобы принимать обоснованные решения о своих инвестициях, стремясь найти оптимальный баланс между риском и доходностью.

Контрольные вопросы

1. Что такое финансовый рынок, в чем заключается его механизм?
2. Какую роль играет финансовый рынок в современной экономике?
3. Как устроены основные модели финансовых рынков?
4. Какие финансовые активы обращаются на каждом сегменте рынка?
5. Что такое «денежный рынок» и «рынок капиталов», в чем их отличия?
6. Охарактеризуйте основные тенденции развития финансовых рынков.
7. Кто является основными участниками финансового рынка, каковы их роли и функции?
8. Какие факторы влияют на процесс финансового инжиниринга?

1.2. Риск и доходность финансовых активов на рынке

Финансовый рынок тесно взаимосвязан с денежно-кредитной или как ее еще называют иначе монетарной политикой, которая представляет собой комплекс государственных мер по управлению денежными потоками. Набор действий правительства на коррекцию макроэкономических показателей преследует цель обеспечения стабильности цен и низкой инфляции и позволяет регулировать состояние кредитного рынка и воздействовать на совокупный спрос и деловую активность в стране.

Экономика циклична и потому за периодом мягкой денежно-кредитной политики дешевых денег следует жесткая политика дорогих денег с соответствующим комплексом инструментов денежно-кредитного регулирования, который применяется соответственно при спаде или экономическом росте (табл. 3).

Таблица 3 – Концепции денежно-кредитной политики

Политика кредитной экспансии (дешевых денег)	Политика кредитной рестрикции (дорогих денег)
Комплекс инструментов денежно-кредитного регулирования для роста денежной массы в обращении	Комплекс инструментов денежно-кредитного регулирования для сокращения денежной массы в обращении
Применяется при спаде производства экономических кризисах или застое, росте безработицы	Применяется при экономическом росте для предотвращения кризисов перепроизводства и борьбы с инфляцией

В зависимости от политики экспансии, которая применяется при спаде производства и достигается постепенным снижением ключевой ставки, или политики рестрикции, используемая при экономическом росте и при которой повышается ключевая ставка, предпочтительными вариантами инвестирования

на финансовом рынке являются вложения в банковские вклады, валюту, недвижимость, ценные бумаги (акции и облигации), золото.

Основными характеристиками любого актива на финансовом рынке являются его способность приносить доход и вероятность неполучения этого дохода. Для инвестора эти два фактора являются определяющими в выборе актива.

Доход – абсолютная величина эффекта от инвестиции, прибыль, разница между полученными средствами и затратами.

Доходность – относительная величина, характеризующая отношение дохода от инвестиции к величине инвестиции. Иными словами, это возможность получения наращенной стоимости или роста вложенной суммы в будущем

Под надежностью обычно понимается степень безопасности вложений от различных рисков на рынке инвестиций. Но эта цель находится в противоречии с доходностью, то есть обычно чем надежнее инвестиционные вложения, тем они менее доходны, и наоборот.

Ликвидность же означает быструю и безубыточную возможность перевода финансовых вложений в денежную наличность. Эта цель, как правило, не находится во взаимосвязи с другими инвестиционными целями.

Риск – вероятность недополучения дохода или получения убытка по какой-либо операции. Риск, как правило, связан с возможностью потерь или недополучения прибыли. Любой рациональный инвестор или предприниматель учитывает риск, оценивая потенциальную доходность операции. Риск может быть вызван различными факторами, включая:

- **Инфляцию**, т. е. обесценивание денег, что снижает покупательную способность.
- **Валютные колебания**, т. е. изменения курсов валют, влияющие на стоимость международных операций.
- **Процентные ставки**, колебания которых влияют на стоимость заимствований и доходность инвестиций.
- **Конкуренцию** и в связи с ней неопределенность в отношении доли рынка и прибыльности.
- **Политическую нестабильность**, т. е. неопределенность в отношении государственной политики и регулирования.
- **Природные катастрофы**, т. е. стихийные бедствия, такие как наводнения, землетрясения и т. д.

Важно понимать, что риск нельзя полностью исключить, но им можно управлять и минимизировать, принимая соответствующие меры предосторожности и планируя возможные сценарии.

Риски можно классифицировать по различным признакам, таким как характер последствий, сфера возникновения, уровень возникновения и другим. Основные виды рисков включают чистые риски (с возможным негативным исходом) и спекулятивные риски (с возможным как негативным, так и позитивным исходом).

Более детальная классификация рисков может включать:

– **Рыночный риск (систематический риск):** это риск убытков из-за неблагоприятных изменений рыночных условий, таких как цены на активы, процентные ставки, валютные курсы и товарные цены.

– **Кредитный риск:** риск того, что заемщик не сможет выполнить свои обязательства по погашению кредита или других финансовых обязательств.

– **Процентный риск:** риск убытков из-за неблагоприятных изменений процентных ставок.

– **Валютный риск:** риск убытков из-за изменений курсов валют.

– **Отраслевой риск:** риск, связанный с особенностями конкретной отрасли экономики, например, изменениями в законодательстве, технологическими сдвигами или изменениями потребительского спроса, специфичными для данной отрасли.

– **Страновой риск:** риск, связанный с политической и экономической ситуацией в конкретной стране, включая изменения в законодательстве, политической стабильности.

По мере повышения рисков будет снижаться ликвидность того или иного актива и расти его доходность. Для инвестора данные свойства являются определяющими при выборе объекта инвестирования. Приведенная схема на рис. 10 построена в зависимости от степени удовлетворения претензий по ценным бумагам и величине выплаты дохода по ним.



Рисунок 10 – Зависимость риска, ликвидности и дохода по ценным бумагам

Так, на фондовом рынке, наименьшую доходность и риск имеют государственные ценные бумаги, облигации федерального займа, далее чуть большую доходность имеют гарантированные ценные бумаги – это акции и облигации акционерных обществ, по которым правительство гарантирует регулярную выплату доходов (дивидендов, процентов), если это по каким-либо причинам не сможет сделать само акционерное общество. Далее с чуть большей доходностью и большим риском идут корпоративные облигации,

затем их акции. Ну и самой большой доходностью, ликвидностью и риском среди представленных ценных бумаг имеют производные ценные бумаги или как их еще называют деривативы.

Риску подвержены все активы на финансовом рынке, однако степень этого риска разная. По некоторым активам доход гарантирован (например, облигации), и это значит, что риск по ним меньше, чем по тем активам, где доход является вероятностной величиной (например, акции). Однако это не значит, что у активов с гарантированным доходом отсутствует риск, ведь компания, выпустившая облигации, или банк, открывший вклад, с какой-то степенью вероятности может обанкротиться.

Все риски финансовых активов можно разделить на две группы: те, которыми можно управлять (несистематические) и те, которые не поддаются снижению (систематические) (рис. 11).

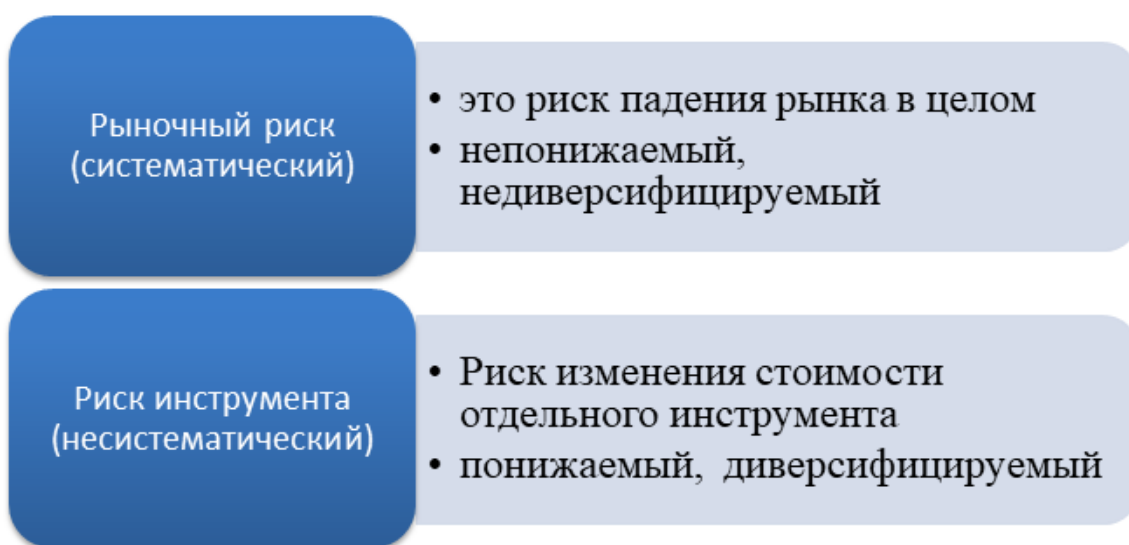


Рисунок 11 – Систематический и несистематический риски

Систематический риск не связан с вложениями в конкретный вид активов. Систематический риск – это риск падения рынка в целом. Систематический риск является постоянным, его нельзя диверсифицировать, т. е. систематическому риску подвергаются все владельцы финансовых активов. Например, в случае непредвиденных событий или повышения инфляции все финансовые активы на рынке изменяют свою цену (цена снижается либо повышается). Финансовые активы – это финансовые ресурсы экономического субъекта, которые представляют собой совокупность денежных средств и ценных бумаг, и находятся в собственности данного субъекта.

Применительно к российским государственным ценным бумагам можно выделить следующие *основные группы рисков*:

– *Политические* – риски, связанные с нестабильностью политической ситуации в стране, примерами которой могут быть предвыборные кампании, смена правительства, изменение политического и экономического курсов страны и т. д.

– *Общэкономические* – риски, касающиеся изменений состояния экономики в масштабах страны.

– *Специфические*, связанные с процессами, происходящими на самом рынке ценных бумаг, например, биржевая игра может вызвать резкие колебания доходности.

– *Портфельные* – риски ухудшения качества портфеля ценных бумаг в связи с колебаниями доходности и курсовой стоимости совокупности входящих в портфель ценных бумаг.

– *Технические* – риски, связанные со сбоями и несовершенством операционно-технического обеспечения рынка ценных бумаг.

В общем случае, владеть активом с низким уровнем риска считается более комфортным, так как это означает меньшую вероятность финансовых потерь или значительных колебаний стоимости актива. Но комфорт от владения активом зависит от индивидуальных предпочтений и целей инвестора. Приемлемый уровень риска для инвестора определяется его индивидуальными финансовыми целями, горизонтом инвестирования и терпимостью к риску. В целом инвесторы с долгосрочными целями и высокой терпимостью к риску могут позволить себе более агрессивные стратегии с высокой долей акций, в то время как консервативные инвесторы с краткосрочными целями предпочитают более низкорисковые инструменты, такие как облигации или банковские депозиты.

В табл. 4 приведена характеристика различных инвестиционных активов.

Таблица 4 – Характеристики инвестиционных активов

Инструмент	Защита от инфляции	Защита от девальвации	Пассивный доход	Низкий риск	Спекулятивная прибыль
Золото	✓	✓	□	□	✓
Акции	✓	✓	✓	□	✓
Первичная недвижимость	✓	□	—	✓	✓
Вторичная недвижимость	✓	□	✓	✓	✓
Вклад	✓	□	✓	✓	□
Облигации федерального займа	✓	□	✓	✓	✓
Доллар	□	✓	□	□	✓

В случае инвестирования в актив с низким риском, такой как банковский вклад, он дает возможность зафиксировать доходность только на очень небольшой срок. Рынок облигаций представляет собой составную часть рынка капиталов, на котором осуществляются средне- и долгосрочные заимствования. В основном облигации – это самый оптимальный инструмент для большинства инвесторов, потому что он позволяет зафиксировать очень высокую ставку доходности к погашению на очень длительный срок. Инвестирование же в

волатильные активы, такие как акции, может вызывать стресс у инвесторов из-за частых колебаний цен. Это может приводить к беспокойству и желанию предпринять какие-либо действия при каждом скачке, даже если это не всегда рационально с точки зрения долгосрочной стратегии.

Интересный вариант альтернативы вкладам являются инвестиции в недвижимость, но только у них очень высокий порог входа. Текущая ситуация на рынке недвижимости такова, что высокие цены не позволяют зайти на него инвесторам, а возможность коррекции на данном рынке позволит найти подходящую недвижимость, в которую можно будет эффективно проинвестировать деньги.

Если рассматривать золото, то оно со временем дорожает, причем даже по отношению к любой валюте. На него особенный спрос наблюдается при инфляции и во время конфликтов. Котировки на золото как долларовый актив формируются на иностранных биржах, а рублевая стоимость пересчитывается по текущему валютному курсу. Рублевая доходность золота увеличивается за счет девальвации, поскольку при ослаблении рубля золото автоматически растет в цене, даже если в долларах его цена не изменилась.

Краткие выводы

Финансовый рынок тесно связан с денежно-кредитной политикой государства. Знания о принципах его работы, используемых финансовых инструментах, а также о факторах, влияющих на стоимость ценных бумаг, являются основой для принятия обоснованных инвестиционных решений. Различные инвестиционные стратегии в период разных типов денежно-кредитной политики – это абсолютно естественный процесс и профессиональным участникам финансового рынка надо уметь пользоваться теми преимуществами которые она предоставляет. Инвестиционные риски – это вероятность не получения прибыли от вложенных денег в те или иные активы или их потери.

По мере снижения рисков будет возрастать ликвидность актива и снижаться ее доходность. С показателем надежности актива тесно связан показатель риска. Эти два понятия являются противоположными: чем актив надежнее, тем он менее рискованный.

Классификация рисков может включать рыночный риск (систематический риск), риск инструмента (несистематический). Детальная классификация включает риски кредитный, процентный, валютный, отраслевой, страновой. Применительно к российским государственным ценным бумагам выделяются политические, общеэкономические, специфические, портфельные и технические риски.

Для защиты от инфляции, девальвации, обеспечения пассивного дохода и минимизации рисков, а также для спекулятивного преумножения капитала можно рассмотреть следующие инвестиционные активы: золото и другие драгоценные металлы, акции, первичную и вторичную недвижимость, банковские вклады, облигации федерального займа, доллар и другие валюты,

каждый из которых обладают спецификой, которая отличает их от других видов активов. Это связано с их ролью в формировании капитала, распределении рисков и достижении финансовых целей.

Контрольные вопросы:

1. Что такое доход и доходность инвестиции, как они определяются?
2. Какими показателями характеризуется риски и как они рассчитываются?
3. Как соотносятся риски и доходность по активам?
4. Какие существуют виды инвестиционных рисков?
5. Что такое приемлемый уровень риска для инвестора?
6. Охарактеризуйте различные виды инвестиционных активов на рынке.

1.3. Концепция временной стоимости денег и показатели для их оценки

В наше время сформировалось два основных стиля или подхода к инвестированию: активный и пассивный. Они отличаются и по сути, и по задачам, у них есть как свои преимущества, так и недостатки (табл. 5).

Таблица 5 – Активный и пассивный стили инвестирования в сравнении

Параметры сравнения	Активное инвестирование	Пассивное инвестирование
Суть	Активный инвестор стремится превзойти рыночную доходность, активно покупая и продавая ценные бумаги на основе анализа рынка и своих прогнозов.	Пассивный инвестор покупает и удерживает активы, следуя за определенным рыночным индексом, не пытаясь обыграть рынок.
Задачи	Изучение компаний, отслеживание новостного фона, выбор моментов для сделок, управление рисками.	Выбор и покупка инструментов, отслеживание баланса портфеля, ребалансировка (при необходимости).
Плюсы	Потенциально более высокая доходность, гибкость, возможность подстраиваться под меняющиеся рыночные условия.	Меньше времени и знаний требуется, низкие транзакционные издержки, более низкие риски, подходит для новичков.
Минусы	Требует больше времени, знаний и опыта, высокие транзакционные издержки (комиссии, налоги), повышенные риски.	Меньше возможностей для получения сверхприбыли, ограниченная гибкость, отсутствие возможности быстро реагировать на изменения на рынке.

Если пассивное инвестирование ориентировано на долгосрочное удержание активов и следование за рыночным индексом, то активное

предполагает непосредственное участие инвестора в управлении своим портфелем и принятии решений о покупке и продаже актива, меняя состав своих портфелей, пытаясь опередить рынок и зафиксировав более высокую прибыль. Это может включать в себя:

- Анализ отдельных компаний и секторов.
- Оценку будущих перспектив компаний.
- Активную торговлю, чтобы извлечь выгоду из краткосрочных колебаний цен.

Активное инвестирование требует больше времени, усилий и знаний, чем пассивное, но может принести и более высокую доходность. Но оно также сопряжено с более высокими рисками, так как инвестор может ошибиться в своих прогнозах или торговых решениях.

В России существует тренд на долгосрочные инвестиции и государство создает все условия для того, чтобы наши граждане формировали долгосрочные инвестиционные портфели. Одним из довольно выгодных инструментов пассивного инвестирования является индивидуальный инвестиционный счет (ИИС) со льготным налоговым режимом. Если ИИС открыт до 31.12.2023 г., то он позволит получить налоговый вычет одного из двух типов – на взнос или на инвестиционный доход. С 2024 года при открытии ИИС появился третий типа вычета, который позволит осуществлять вычеты обоих типов, при этом государство стимулирует долгосрочные инвестиции в этот инструмент.

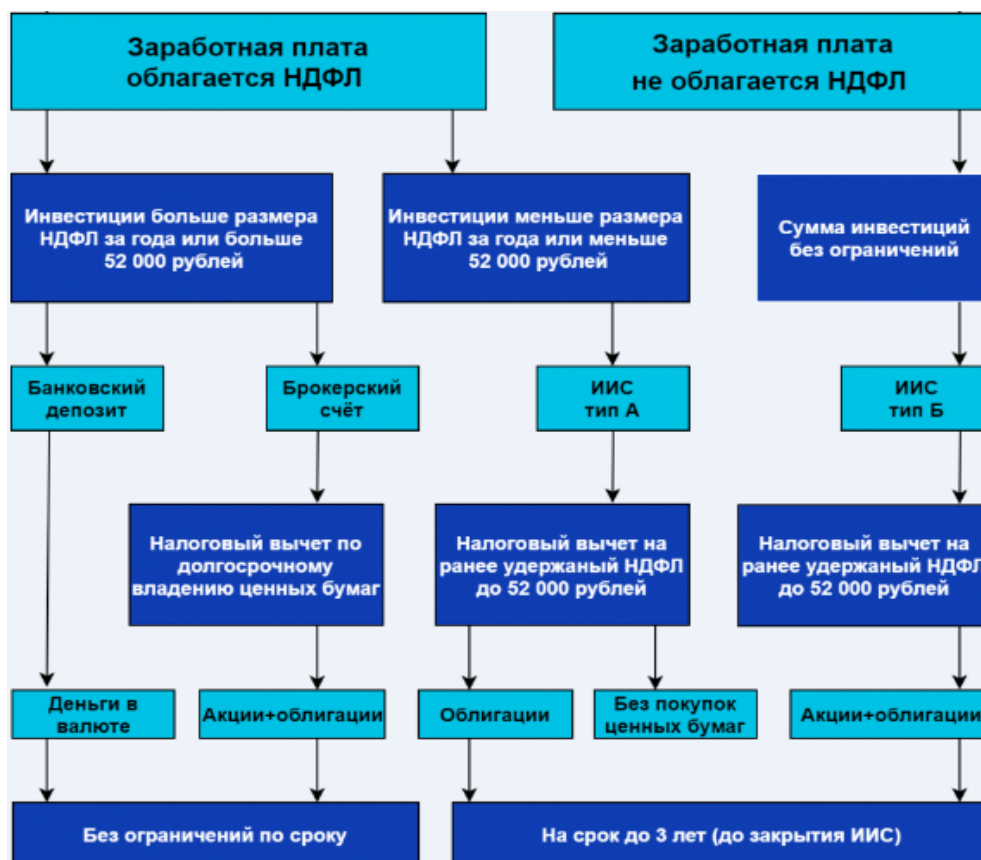


Рисунок 12 – Выбор вычета индивидуального инвестиционного счета

Поскольку новый ИИС-3 запущен для долгосрочных инвестиций,

минимальный срок владения увеличен с трех до пяти лет. И этот срок будет постепенно увеличиваться в зависимости от того, когда открыт индивидуальный инвестиционный счет: в 2024-2026 гг. – 5 лет, с 2027 г. ежегодно срок увеличивается на 1 год, в 2031 г. и позднее составляет 10 лет.

Стратегия для инвестирования создается без особых усилий, если использовать предварительные математические расчеты, и при условии, что стратегия будет работать на протяжении выбранного периода. Представленная на рис. 12 схема объясняет план действий шаг за шагом в вопросе выбора типа индивидуального инвестиционного счета.

В практических финансовых операциях суммы денег вне зависимости от их наличия или происхождения, так или иначе, но обязательно связываются с периодами времени. Для этого в контрактах фиксируются соответствующие сроки, даты, периодичность выплат. Иначе говоря, вне времени нет денег.

Фактор времени, особенно в долгосрочных операциях, играет не меньшую роль, а иногда даже и большую, чем размеры денежных сумм. Никогда по-настоящему не понять суть финансов, если не усвоить концепцию стоимости денег во времени.

Необходимость учета временного фактора вытекает из сущности финансирования, кредитования и инвестирования и выражается в принципе неравнозначности денег, относящихся к разным моментам времени, или в другой формулировке – концепции стоимости денег во времени, логическая схема которой представлена на рис. 13.



Рисунок 13 – Логическая схема концепции временной стоимости денег

Причинами неравнозначности денег во времени являются в основном три фактора – инфляция, риск и склонность к ликвидности. Принципы расчета временной стоимости денег имеют множество применений – от составления графиков выплаты кредитов и до решений инвестиционного характера, оценки стоимости бизнеса. Деньги могут изменять свою стоимость во времени с разной интенсивностью. В некоторых странах, скажем так, со стабильной экономикой

достаточной доходностью считается 3–5 % в год, а в странах, где высоки риски вложения средств, доходность, которую требуют инвесторы, резко возрастает.

Для обозначения доходности вложенных средств используется множество определений, которые практически не отличаются, но используются в различных ситуациях:

- процентная ставка;
- ставка доходности;
- норма доходности;
- внутренняя норма доходности;
- требуемая норма доходности;
- рыночная доходность;
- альтернативная доходность;
- доходность к погашению.

Процентная ставка – это цена использования заемных средств, выраженная в процентах от суммы кредита или займа. Она показывает, сколько нужно заплатить кредитору за пользование его деньгами. Процентная ставка может применяться к кредитам, вкладам, облигациям и другим финансовым инструментам.

Ставка доходности – это показатель, выраженный в процентах, который показывает прибыльность инвестиций или доход, полученный от вложенных средств за определенный период. Она позволяет оценить эффективность вложений и сравнить различные инвестиционные возможности.

Норма доходности – это показатель, характеризующий эффективность инвестиций, выраженный в процентах. Он показывает, сколько прибыли или убытка приносит инвестиция за определенный период времени. Существует несколько видов норм доходности, наиболее распространенные из которых: внутренняя норма доходности (IRR), рассчитываемая с помощью метода последовательных итераций, и требуемая норма доходности.

Внутренняя норма доходности (ВНД) или Internal Rate of Return (IRR) – это ставка дисконтирования, при которой чистая приведенная стоимость (NPV) всех будущих денежных потоков от инвестиций равна нулю. Иными словами, это та доходность, которую инвестор может ожидать от проекта, при условии, что все доходы реинвестируются по той же ставке.

Требуемая норма доходности (ТНД) – это минимальная доходность, которую инвестор ожидает получить от инвестиций, чтобы компенсировать риск, связанный с вложением средств. Она является важным показателем при принятии инвестиционных решений и оценке стоимости активов.

Рыночная доходность – это доход, который инвестор получает от вложений в ценные бумаги, выраженный в процентах от первоначальной стоимости. Она отражает эффективность инвестиций и может быть рассчитана для различных активов, включая акции, облигации и другие инструменты.

Альтернативная доходность (альтернативная стоимость) – это упущенная выгода при выборе одного варианта из нескольких возможных. Иными словами, это то, что вы могли бы получить, если бы выбрали другой вариант использования ресурсов.

Доходность к погашению (YTM) – это ожидаемая годовая доходность облигации, если ее держать до даты погашения. Она учитывает все купонные выплаты, а также разницу между ценой покупки и ценой погашения (номиналом). Это наиболее полный показатель потенциальной прибыли инвестора от облигации.

В теории используются совершенно разные понятия для обозначения стоимости денег во времени.

Для текущей стоимости используются понятия:

- сегодняшняя стоимость (Present Value);
- дисконтированная стоимость;
- дисконтированная стоимость аннуитета;
- рыночная стоимость;
- справедливая цена.

Сегодняшняя стоимость и дисконтированная стоимость – это два взаимосвязанных, но разных понятия. Сегодняшняя стоимость (или приведенная стоимость, или текущая стоимость) – это стоимость будущей суммы денег в текущий момент времени. Дисконтированная стоимость – это процесс определения сегодняшней стоимости будущих денежных потоков, учитывая временную стоимость денег. Другими словами, дисконтированная стоимость – это результат применения дисконтирования к будущим денежным потокам, чтобы определить их сегодняшнюю ценность.

Дисконтированная стоимость аннуитета – это текущая стоимость серии будущих равных платежей, которые производятся через определенные промежутки времени. Иными словами, это сумма, которую нужно вложить сегодня, чтобы получить эти будущие выплаты.

Рыночная цена и справедливая цена, хотя и связаны, но имеют разные значения. Рыночная цена – это цена, по которой актив или товар продается на рынке на данный момент. Справедливая цена – это оценка стоимости актива, товара или обязательства в ходе обычной сделки между участниками рынка на дату оценки, которая может быть выше или ниже рыночной, в зависимости от конкретной ситуации и сторон сделки на дату оценки.

Соотношение текущей (Present Value – PV) и будущей стоимости денег (Future Value – FV) отражает временную стоимость денег и представлено на рис. 14.

При оценке временной ценности денег используются два подхода, позволяющие учитывать эффект изменения стоимости денежных средств с течением времени, однако в разных направлениях:

- *дисконтирование* – процесс определения суммы средств, которую инвестор согласен вложить сегодня, исходя из получения фиксированной суммы средств в будущем;
- *компаундинг, наращение* – обратный процесс, т. е. процесс инвестирования «сегодняшних» денег на определенный срок с определенной доходностью (рис. 14).

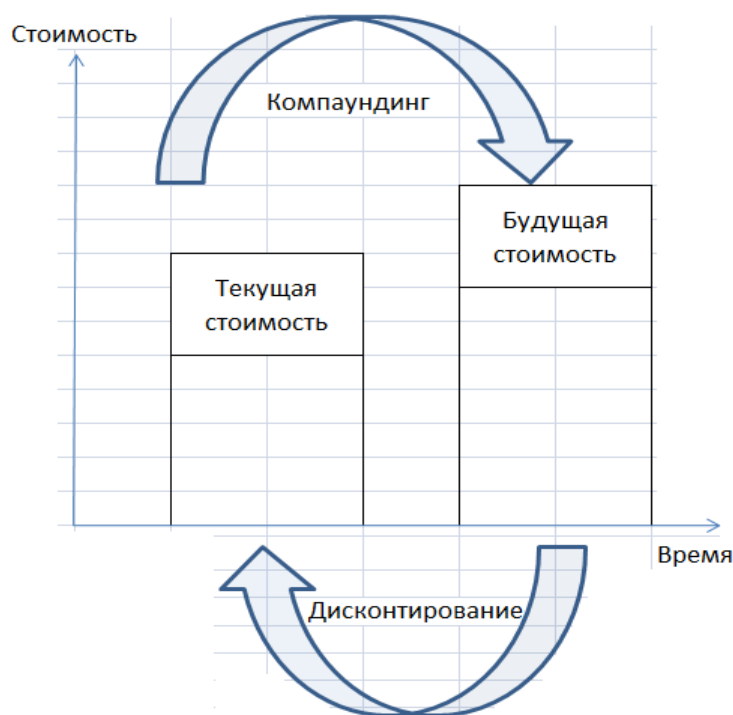


Рисунок 14 – Соотношение текущей и будущей стоимости денег

Существуют разные инвестиционные предложения, и у инвесторов должно быть представление, как все-таки их оценивать. Каждый из них может собрать бесконечное множество портфелей, поэтому требуется инструмент для их оценки. На практике для оценки активов, дающим спекулятивный доход, используют несколько показателей, но, пожалуй, самый известный и популярный среди них – коэффициент Шарпа – это метрика, которую используют для измерения доходности инвестиций или портфеля инвестиций относительно уровня риска, связанного с этими инвестициями. Эта метрика была разработана нобелевским лауреатом Уильямом Шарпом, она представляет собой фундаментальный показатель, используемый для оценки доходности инвестиций с поправкой на риск. Он обеспечивает количественную меру того, насколько хорошо актив компенсирует инвесторам уровень риска, который они берут на себя. С помощью этого инструмента можно оценить эффективность вложений.

Рыночный риск финансового актива, или систематический риск, часто измеряется с помощью другого коэффициента, называемым Бета-коэффициентом, который показывает, как доходность актива колеблется в ответ на изменения рыночной доходности. Он помогает инвесторам понять, как актив будет реагировать на общие рыночные колебания.

Таким образом, и коэффициент Шарпа и бета-коэффициент могут использоваться вместе для оценки инвестиций. Если Бета-коэффициент помогает понять, насколько рискованным является актив, то коэффициент Шарпа показывает, насколько хорошо этот риск компенсируется доходностью. Например, если выбрать актив с высоким бета-коэффициентом, и если он также

имеет высокий коэффициент Шарпа, то это укажет на то, что высокая волатильность актива оправдана высокой доходностью (табл. 6).

Таблица 6 – Сравнительная характеристика коэффициента Шарпа и Бета-коэффициента

Параметры сравнения	Коэффициент Шарпа (Sharpe Ratio)	Бета-коэффициент (Beta)
Определение	Коэффициент Шарпа показывает, насколько хорошо инвестиции компенсируют принятый риск, то есть сколько доходности вы получаете за единицу риска.	Бета-коэффициент измеряет чувствительность актива к изменениям рыночной доходности.
Формула	(Средняя доходность портфеля – Безрисковая ставка) / Стандартное отклонение доходности портфеля.	Рассчитывается как ковариация между доходностью актива и доходностью рынка, деленная на дисперсию доходности рынка.
Что означает	Более высокий коэффициент Шарпа указывает на лучшую эффективность инвестиций, так как это означает, что портфель обеспечивает большую доходность при заданном уровне риска.	Бета = 1: Актив движется в унисон с рынком. Бета > 1: Актив более волатилен, чем рынок (его цена колеблется сильнее). Бета < 1: Актив менее волатилен, чем рынок (его цена колеблется слабее).
Пример	Если у вас есть два портфеля с одинаковой доходностью, портфель с более высоким коэффициентом Шарпа будет предпочтительнее, так как он предполагает меньший риск.	Если бета-коэффициент акции равен 1,2, это означает, что при росте рынка на 1 % акция, как правило, вырастет на 1,2 %.

Важно при этом помнить, что оба показателя являются лишь инструментами для оценки инвестиций и не должны использоваться в качестве единственного критерия при принятии решений. Важно учитывать другие факторы, такие как финансовое состояние эмитента, перспективы отрасли и макроэкономические условия.

Кроме двух представленных коэффициентов, существуют и другие. Формула Фишера – важный инструмент инвесторов, желающих оценить истинную доходность вложений с учетом инфляции. Этот инструмент помогает инвесторам планировать, защищая свои вложения от обесценивания. В упрощенном виде, реальная доходность может быть приближенно рассчитана как:

$$\text{Реальная доходность} = \text{Номинальная доходность} - \text{Инфляция},$$

где

- **Номинальная доходность** – это общая доходность без учета инфляции.
- **Реальная доходность** – это доходность, скорректированная на инфляцию, отражающая покупательную способность прибыли.

- **Уровень инфляции** – процентное изменение общего уровня цен за определенный период.

Основная же формула Фишера связывает номинальную и реальную процентные ставки с инфляцией и выглядит так:

$$(1 + i) = (1 + r)(1 + \pi),$$

где i – номинальная ставка; r – реальная ставка; π – темп инфляции.

Краткие выводы

Для инвесторов существуют две стратегии инвестирования – пассивная и активная, требующие гибкости, адаптации к текущим изменениям, постоянного наблюдения и активного анализа, поиска новых идей, сложных стратегий. Обе этих стратегии объединяет потенциально высокая доходность, но для того чтобы ее получить, надо обладать определенными конкурентными преимуществами. Для достижения успеха деятельности на финансовом рынке следует иметь системные знания о различных видах инвестиционных активов и их своевременной актуализации.

В финансовом анализе используется термин «временная ценность денег», означающий, что одинаковая сумма денежных средств в разный временной период оценивается по-разному. На это влияют в том числе фактор инфляции и риски. В результате такого влияния сумма денег в текущий момент имеет ценность выше, чем через определенный период в будущем.

Дисконтирование и наращение – это два взаимосвязанных процесса, связанных с оценкой стоимости денег во времени. Дисконтирование – это приведение будущей стоимости денег к текущей, а наращение – это увеличение текущей стоимости денег до будущей.

Коэффициент Шарпа и бета-коэффициент – это два важных показателя, используемых для оценки инвестиций. Коэффициент Шарпа показывает, сколько доходности приходится на единицу риска (волатильности), в то время как бета-коэффициент измеряет чувствительность актива к изменениям на рынке.

В расчетах важно учитывать инфляцию, потому что номинальная доходность показывает только общий рост инвестиций. Реальная же доходность демонстрирует, сколько прибыли остается после инфляции и насколько эффективно работают вложенные средства. В этом смысле формула Фишера – это эффективный способ понять, как инфляция влияет на доходность инвестиций. Она помогает инвестору видеть реальную картину и планировать инвестиции с учетом изменений покупательной способности. В условиях нестабильной инфляции понимание реальной доходности позволяет сохранить капитал и уверенно двигаться к финансовым целям.

Контрольные вопросы

1. Какие существуют подходы к инвестированию.
2. Что собой представляет индивидуальный инвестиционный счет?
3. Охарактеризуйте концепцию временной стоимости денег.
4. Как текущая стоимость актива может быть использована для принятия инвестиционных решений?
5. Как рассчитывается будущая стоимость инвестиции при заданных ставке доходности и периоде времени?
6. Как инфляция влияет на текущую и будущую стоимость активов?
7. Как коэффициент Шарпа помогает оценить инвестиционный риск и доходность?
8. Как коэффициент Бета измеряет чувствительность актива к изменениям рынка?
9. Как взаимосвязаны номинальная процентная ставка, реальная процентная ставка и инфляция в формуле Фишера?

1.4. Анализ финансовых рынков

Парадигмы анализа финансового рынка – это различные подходы и концепции, используемые для изучения и понимания функционирования финансовых рынков. Эти парадигмы помогают инвесторам, аналитикам и регуляторам принимать обоснованные решения, оценивать риски и возможности, а также прогнозировать будущие тренды.

Основные парадигмы анализа финансовых рынков включают фундаментальный и технический анализ. Если фундаментальный анализ оценивает реальную стоимость активов, исходя из экономических, финансовых и отраслевых факторов, то технический анализ изучает историю цен и объемов торгов, чтобы выявить закономерности и предсказать будущие их движения (рис. 15).



Рисунок 15 – Основные идеи или парадигмы анализа финансового рынка

Фундаментальный анализ (или макроанализ) преимущественно используется инвесторами, долгосрочными трейдерами и корпоративными менеджерами. В рамках макроанализа исследуются факторы, влияющие на цену акции в долгосрочной перспективе: финансовая отчетность компании, отраслевые показатели, глобальная экономическая и политическая обстановка. Цель – определить, стоят ли акции своих денег. В рамках анализа рассматриваются факторы:

- Бизнес-модель компании, ее продукты и услуги, целевой рынок и конкурентные преимущества.

- Финансовая отчетность – отчет о прибылях и убытках (PnL), отчет о движении денежных средств (Cash Flow). Определяются тенденции к росту доходов, прибыльности и стабильности денежных потоков.

- Управленческая команда, ее опыт и послужной список. Признаки эффективного лидерства и сильной корпоративной культуры.

- Отраслевой и конкурентный анализ, конкурентные преимущества и потенциальные угрозы компании.

- Долги и финансовое состояние, коэффициент покрытия и состояние ликвидности. Общее финансовое состояние и способность выполнять обязательства (ликвидных активов на счету должно быть больше, чем текущих обязательств).

- Перспективы – потенциал роста компании, рыночные возможности и потенциальные риски.

- Динамика цен на акции – оценивается долгосрочная тенденция акций компании к росту или падению (как правило, берутся промежутки от 3 до 5 лет).

- Вальвация акций – высокая цена акции еще не означает, что актив – удачное решение для вложения. Фундаментальный анализ изучает отношение цены к прибыли (P/E) и другие отчеты. Важно определить, переоценены или недооценены акции компании, справедлива ли их рыночная цена.

Макроанализ занимает много времени и умственных усилий. Отчеты как правило «нефильтрованные» и могут занимать сотни страниц. Многие брокеры «разжевывают» фундаментальные показатели для своих клиентов.

Отрицательные стороны фундаментального анализа

- Существует проблема недостоверности данных официальных отчетов компаний, которые используются аналитиками в своих расчетах.

- Запаздывание и несопоставимость. Фундаментальный анализ компании основывается на данных отчетности за прошлый период, что может существенно отличаться от «сегодняшнего» состояния дел в компании. Кроме этого, возникает проблема сопоставимости показателей. Например, в показателе P/E цена может быть взята сегодняшняя, а прибыль – прошлогодняя.

- Фундаментальный анализ не отвечает на вопрос «когда?». Даже если расчет справедливой цены был сделан верно, время достижения ценой этого уровня сложно предсказать. А время в инвестициях – один из основных факторов.

– Временные затраты. Качественное проведение фундаментального анализа подразумевает сбор и обработку достаточно большого объема информации, знание специфики отрасли, а это требует временных затрат.

Положительные стороны фундаментального анализа

– Фундаментальный анализ позволяет легко объяснить любые движения рынка. Людям нравится рассуждать о политике и экономике, рассматривать различные сценарии развития будущего, поэтому рекомендации «фундаменталистов» пользуются спросом и многие начинают свой торговый день именно с просмотра рекомендаций фундаментальных аналитиков, например, с целью определения недооцененных акций.

– Фундаментальный анализ дает возможность прогнозировать долгосрочные тенденции, используя теорию циклов, которая непосредственно связана с реальной экономикой. Таким образом, фундаментальный анализ позволяет более достоверно прогнозировать тенденции.

– Фундаментальный анализ дает понимание сущности процессов, происходящих в реальном бизнесе.

Таким образом, при помощи этого вида анализа оценивается влияние фундаментальных факторов на рынки. В результате фундаментального анализа инвестор отвечает на один вопрос: что покупать?

Технический анализ – система методов прогнозирования рыночной цены актива, основанная на анализе временных рядов предыдущей динамики цен, объемов торговли и других рыночных показателей. Он определяет направление динамики рынка и дает ответ на вопрос: когда покупать? То есть позволяет определить точку входа в позицию. Первостепенное значение имеет то, что такое движение или динамика рынка имеет место, а что именно ее вызвало – второстепенный момент. В отличие от фундаментального анализа, где ставка делается на внешние факторы – экономические, политические и другие, теханализ берет в расчет сугубо визуальное отображение цены, т. е. он стремится предугадать будущее движения цены, основываясь на прошлых.

Отрицательные стороны технического анализа

– Вероятностный характер. Технический анализ не дает однозначных определений направления движения цены, и, соответственно, он не может дать гарантию того, что цена будет двигаться в предсказанном направлении.

– Многообразие разнонаправленных индикаторов. Технический анализ – это набор инструментов для анализа графиков. А так как инструментов очень много, они могут давать разнонаправленные сигналы (одни на покупку, другие – на продажу).

– Для понимания технического анализа нужно изучить огромное количество графиков, выявить закономерности, а для этого нужно большое терпение и усидчивость.

Положительные стороны технического анализа

– Наглядность. Технический анализ позволяет сразу на графике увидеть тенденции, без предварительного проведения большого количества вычислений. Кроме этого, многие вычисления автоматизируются, и аналитик видит результаты сразу.

– Массовость применения. Поскольку большинство трейдеров, так или иначе, применяют технический анализ, то открытие позиции в общем направлении может принести прибыль.

– Методы технического анализа не зависят от временных интервалов, поэтому могут применяться как при исследовании рыночной ситуации, скажем, на минутных графиках, так и для определения долгосрочных тенденций, развивающихся годами.

Фигуры технического анализа в трейдинге – это последовательность геометрических фигур, которые соединяются линиями и формируют графические модели цены. Если трейдер выявляет фигуру технического анализа на графике, то он понимает, в каком направлении с большей вероятностью продолжится движение. Тем самым она предоставляет возможность комфортного входа в сделку. Сигнал на покупку или продажу возникает по окончании формирования фигуры, когда цена выходит за ее пределы. Как правило, именно в этот момент совершается сделка.

Фигур технического анализа очень много, но их в целом можно разделить на три категории:

- разворотные фигуры;
- фигуры продолжения тренда;
- двусторонние фигуры.

Разворотные фигуры

Речь идет о фигурах, которые разворачивают тренд, восходящий или нисходящий. Основные типы фигур – это:

- двойная вершина;
- двойное дно;
- голова и плечи;
- зеркальная голова и плечи;
- восходящий клин;
- нисходящий клин (рис. 16).

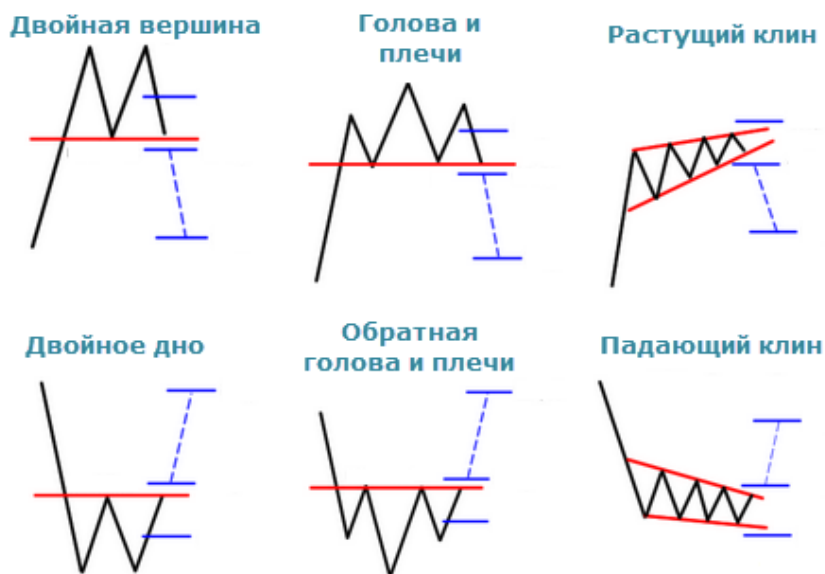


Рисунок 16 – Примеры разворотных фигур

Фигуры продолжения тренда

Эти фигуры указывают на то, что тренд может продолжиться. Они также называются фигурами консолидации, поскольку в этих фигурах, таких как прямоугольники, цена отдыхает перед дальнейшим движением.

Отличие разворотных клинов от клинов продолжения тренда заключается в том, где именно эти клины расположены. Бывает клин падающий, бычий прямоугольник, бычий флаг, растущий клин, медвежий прямоугольник, медвежий флаг (рис. 17).

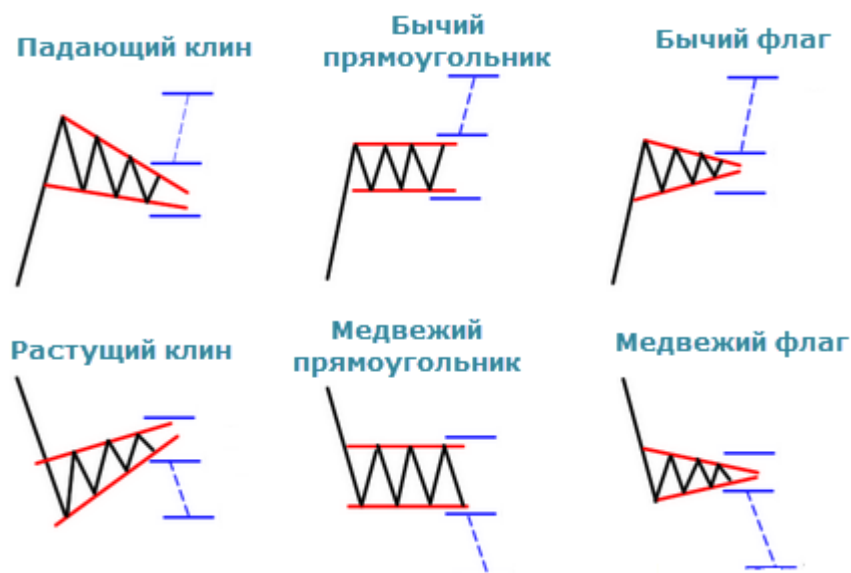


Рисунок 17 – Примеры фигур продолжения тренда

Двусторонние фигуры

К ним относят коварные фигуры восходящего, нисходящего и симметричного треугольника, пробой которых может быть в обе стороны (рис. 18).



Рисунок 18 – Примеры двусторонних фигур

В российской практике фундаментальный и технический анализ имеют свои особенности, хотя оба метода широко применяются для принятия инвестиционных решений. Фундаментальный анализ, ориентированный на оценку стоимости компании на основе ее финансовых показателей и перспектив, в России часто сталкивается с проблемами из-за недостаточной

прозрачности отчетности компаний и волатильности макроэкономической среды. Технический анализ, в свою очередь, популярен среди трейдеров, но его эффективность может снижаться из-за сильного влияния крупных игроков на российский рынок. Многие инвесторы и трейдеры в России предпочитают совмещать фундаментальный и технический анализ для более полного понимания ситуации на рынке. Фундаментальный анализ помогает им оценить потенциал компании, а технический анализ – определить наиболее выгодные моменты для покупки или продажи. Такой комбинированный подход позволяет снизить риски и повысить эффективность инвестиций.

Краткие выводы

Анализ финансовых рынков – весьма специфичный и «неблагодарный» вид деятельности. Ведь действительно можно на основе анализа спрогнозировать прекрасное будущее для какой-либо компании, но кризис, случившийся в другой стране по независящим ни от кого причинам, может полностью изменить картину. Тем не менее, аналитики финансового рынка достаточно многочисленны и их услуги востребованы. На финансовых рынках существует два основных метода анализа – фундаментальный и технический – и аналитики финансовых рынков используют эти методы для оценки стоимости активов, прогнозирования движения цен и принятия инвестиционных решений.

Фундаментальный анализ – метод оценки ценных бумаг, принадлежащих компании. Используется в основном долгосрочными инвесторами и чаще всего предполагает долгосрочное инвестирование. С помощью этого вида анализа можно рассмотреть, изучая бухгалтерские и финансовые отчеты организации. Таким образом получится определить выгоду при покупке бумаг. Целесообразно покупать те бумаги, реальная стоимость которых превышает текущую.

Технический анализ – это прогнозирование изменения цен в ближайшем будущем. Прогноз составляется на основе того, как цены менялись в прошлом при аналогичных обстоятельствах. Он не может быть абсолютно точным, как и прогноз погоды. Однако важные статистические данные, например, информация об объеме торгов, способны сделать технический анализ максимально приближенным к реальности. Существуют фигуры технического анализа, на основании которых трейдеры делают входы и выходы с рынка, которые в целом можно разделить на 3 категории: разворотные, фигуры продолжения тренда и двусторонние.

Для долгосрочных инвестиций больше подойдет фундаментальный анализ, а для кратковременных сделок – технический.

И фундаментальный, и технический анализ имеют свои сильные и слабые стороны применительно к российскому рынку. Эффективность каждого метода зависит от конкретной инвестиционной стратегии, опыта инвестора и способности адаптироваться к особенностям российского рынка.

Контрольные вопросы

1. Какие основные подходы используются для анализа финансовых рынков?
2. Что такое фундаментальный анализ и технический анализ?
3. Какие основные принципы и методы лежат в основе каждого из этих подходов?
4. Какие сильные и слабые стороны у фундаментального и технического анализа?
5. В чем заключается специфика анализа финансовых рынков в России?

ГЛАВА 2. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ И ОСНОВЫ ПОРТФЕЛЬНОГО УПРАВЛЕНИЯ

2.1. Основные понятия и классификация рынка ценных бумаг

Ценные бумаги – сложное и многообразное экономическое явление. Одни из них появились очень давно, в XII–XIII вв., например векселя, а другие – совсем недавно: депозитные и сберегательные сертификаты банка – это детище второй половины XX века, а клиринговые сертификаты участия – появились уже в третьем тысячелетии. Экономическое содержание и даже «внешняя» форма ценных бумаг разных видов очень отличаются друг от друга. Когда-то это были действительно «бумаги», порой очень красивые по внешнему виду, которые банкиры носили в своих кожаных портфелях (отсюда и термин – «портфель ценных бумаг»). Однако с появлением новых технологий, в частности, компьютерных, ценная бумага стала все чаще «сбрасывать» свою «бумажную» форму.

Ценные бумаги – это документы, удостоверяющие имущественные права их владельцев, составленные по установленной форме. Они подтверждают, что их владелец имеет право на определенное имущество или денежные средства. Передача прав, связанных с ценной бумагой, обычно осуществляется вместе с передачей самого документа.

Следует отметить, что ценная бумага может быть документом, но не всегда. Она может существовать как в виде бумажного сертификата (документарная ценная бумага), так и в форме записи по счетам (бездокументарная ценная бумага). Юридически ценная бумага одновременно является и документом, удостоверяющим определенные имущественные права, и объектом вещных прав.

Ценные бумаги могут предоставлять и неимущественные права. Например, акция предоставляет право голоса на общем собрании акционеров, а также право получать информацию о деятельности акционерного общества и т. д. Для того чтобы какой-либо финансовый инструмент стал ценной бумагой, необходимо чтобы его в качестве ценной бумаги признало государство и сам рынок. В противном случае этот финансовый инструмент является суррогатом ценной бумаги.

Классический суррогат ценной бумаги – это финансовый инструмент, похожий на ценную бумагу и выполняющий функции ценной бумаги, но не признанный государством и деловой традицией в качестве таковой. Примером суррогатов ценных бумаг могут быть «билеты МММ», широко распространенные в середине 90-х гг. XX века.

Суррогатами ценных бумаг сегодня считаются производные от ценных бумаг инструменты, называемые деривативами, чья стоимость зависит от стоимости других базовых активов, таких как акции, облигации, валюты и т. д. Они, как правило, могут предлагать более высокий доход по сравнению с базовыми ценными бумагами, но при этом сопряжены с повышенным риском.

Существует несколько классификаций ценных бумаг в зависимости от их признаков.

По форме выпуска ценные бумаги подразделяются на:

- эмиссионные;
- неэмиссионные.

Понятие и виды эмиссионных бумаг в России закреплены законом.

Эмиссионная ценная бумага – это любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав;
- размещается выпусками;
- имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

Эмиссионными являются следующие виды ценных бумаг:

- акции;
- облигации;
- российские депозитарные расписки;
- опционы эмитента.

Все остальные ценные бумаги не являются эмиссионными и регулируются отдельными законами.

Перечень ценных бумаг, разрешенных к выпуску в Российской Федерации, не является закрытым. Законодательство предусматривает возможность выпуска новых видов ценных бумаг, если они соответствуют определенным требованиям и признаны таковыми в установленном законом порядке.

По форме существования ценные бумаги бывают:

- документарные;
- бездокументарные.

Документарные ценные бумаги имеют вещественную форму в виде сертификата этой ценной бумаги (отдельного документа).

Бездокументарные ценные бумаги существуют в виде записей на счетах.

В документарной форме выпускается, например, вексель, депозитный (сберегательный) сертификат.

Действующим российским законодательством предусмотрены обязательные реквизиты и требования к форме документарной ценной бумаги в зависимости от ее вида, отсутствие или несоответствие которых приводит к тому, что ценная бумага перестает быть таковой, сохраняя при этом письменное доказательство. Документарные ценные бумаги могут обращаться физически, а могут быть переданы на хранение лицу, осуществляющему профессиональную деятельность по хранению ценных бумаг. В этом случае, переход прав на документарную ценную бумагу осуществляется в соответствии с нормами законодательства, регулирующими переход прав на бездокументарные ценные бумаги.

В России большинство эмиссионных ценных бумаг выпускается в бездокументарной форме, за исключением случаев, предусмотренных федеральными законами. Это означает, что права, удостоверяемые ценной бумагой, не закреплены в материальном документе, а отражаются в

электронном виде в системе учета.

По виду прав ценные бумаги можно разделить на:

- долговые;
- долевые;
- товарораспорядительные.

К *долговым бумагам* относят облигации, векселя, чеки, депозитные и сберегательные сертификаты и другие бумаги, которые характеризуются возвратностью капитала.

К *долевым ценным бумагам* относятся акции, а также ценные бумаги, не являющиеся эмиссионными: инвестиционные паи, ипотечные сертификаты участия, клиринговые сертификаты участия.

К *товарораспорядительным ценным бумагам* относятся коносаменты и складские свидетельства.

По способу реализации прав:

- предъявительские (ценные бумаги на предъявителя);
- именные;
- ордерные.

Для передачи прав по *ценной бумаге на предъявителя* другому лицу достаточно простого вручения бумаги этому лицу. Ценные бумаги на предъявителя выпускаются только в документарной (бумажной) форме, наименование (имя) владельца на ней не указывается. В России на предъявителя могут выпускаться облигации, государственные и муниципальные ценные бумаги, чеки, складские свидетельства, коносаменты, сберегательные сертификаты.

По *именным эмиссионным ценным бумагам* обязательно ведется реестр владельцев. Права по именной ценной бумаге могут быть переданы другому лицу в порядке обыкновенной цессии – общегражданской уступки права требования. В России именными ценными бумагами могут быть облигации, государственные и муниципальные ценные бумаги. Акции в России выпускаются только именными. Только именными могут быть инвестиционные паи.

Права по *ордерной ценной бумаге* передаются путем совершения на ней передаточной надписи – индоссамента. К ордерным ценным бумагам относятся векселя, чеки, двойные складские свидетельства, коносаменты, закладные.

Ордерные ценные бумаги могут существовать как в документарной, так и в бездокументарной форме. Вексель, например, может быть оформлен как в виде документа (тратта), так и в виде записи на счете у брокера (электронный вексель).

По статусу эмитента ценные бумаги делятся на:

- государственные;
- муниципальные;
- частные (корпоративные).

Государственные ценные бумаги – основная форма существования государственного долга.

Корпоративные (частные) ценные бумаги – ценные бумаги, выпускаемые юридическими лицами.

В России эмитентами корпоративных ценных бумаг могут быть только юридические лица, за исключением одной ценной бумаги – векселя, которую может выписать и физическое лицо (правда, в данном случае термин «эмиссия» неуместен, так как вексель не является эмиссионной ценной бумагой).

По форме получаемого дохода:

- процентные;
- дисконтные.

Процентные ценные бумаги предусматривают выплату дохода в процентах от номинальной стоимости

Процентные облигации, например, часто называют *купонными*, поскольку в прошлом такие облигации имели купоны, которые отрезались при выплате процентного дохода. Именно к этому действию относится выражение, ставшее нарицательным – «стрижка купонов».

Дисконтные ценные бумаги не предусматривают выплату дохода в процентах сверх номинала.

Доход владельца дисконтных бумаг образуется за счет *дисконта* – скидки с номинала ценной бумаги. Такие ценные бумаги продаются по цене ниже номинала, а погашаются – по номинальной стоимости.

В зависимости от срока существования:

- бессрочные;
- срочные.

Бессрочные ценные бумаги выпускаются на весь срок существования лица, обязанного по ним, и не связаны с каким-то временным периодом.

Срочные ценные бумаги имеют установленный срок существования или порядок установления этого срока или до момента погашения, дата которого никак не обозначена при выпуске ценной бумаги.

К бессрочным бумагам относятся в первую очередь акции. Однако, например, в Великобритании до недавнего времени существовали государственные облигации, которые не имели срока погашения. Отдельной группой бессрочных бумаг являются отзывные ценные бумаги – бумаги, срок обращения которых ничем не регламентирован, т. е. они существуют до момента погашения, дата которого никак не обозначается при выпуске ценных бумаг, а установлен лишь порядок их погашения (выкупа).

Срочные бумаги делятся на:

- краткосрочные (< 1 года);
- среднесрочные (1–10 лет);
- долгосрочные (10–30 лет).

В зависимости от очередности удовлетворения требований кредиторов в случае банкротства эмитента

- старшие;
- младшие.

Старшие и младшие ценные бумаги – это понятия, относящиеся к приоритету при погашении задолженности и распределении активов в случае

банкротства. Старшие ценные бумаги имеют более высокий приоритет и получают выплаты первыми. Младшие ценные бумаги имеют более низкий приоритет и получают выплаты после старших, в случае если после выплат старшим остается достаточно средств.

Когда ликвидность и доходность ценных бумаг снижается, то уменьшается при этом и их инвестиционные качества. Существует также обратная зависимость между инвестиционным качеством ценных бумаг и их рискованностью. Чем выше инвестиционное качество, тем ниже риск, и наоборот. Высокое инвестиционное качество обычно означает низкий уровень риска, так как такие бумаги считаются более надежными и стабильными. Бумаги с низким инвестиционным качеством обычно сопряжены с более высокими рисками.

По видам ценных бумаг

В Гражданском кодексе РФ перечисляются конкретные виды документов, которые относятся к ценным бумагам:

- государственная облигация;
- облигация;
- вексель;
- чек;
- депозитный сертификат;
- сберегательный сертификат;
- банковская сберегательная книжка на предъявителя;
- коносамент;
- акция;
- приватизационные ценные бумаги;
- двойное складское свидетельство;
- складское свидетельство как часть двойного свидетельства;
- залоговое свидетельство (варрант) как часть двойного свидетельства;
- простое складское свидетельство;
- закладная;
- другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке отнесены к числу ценных бумаг.

Перечень видов ценных бумаг является открытым, поскольку Гражданский кодекс РФ указывает, что законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке к числу ценных бумаг могут быть отнесены также и другие документы.

Ценные бумаги обращаются на рынке ценных бумаг, который является частью финансового рынка.

Рынок ценных бумаг – сегмент финансового рынка, на котором осуществляется эмиссия и обращение ценных бумаг, то есть специальных документов, которые имеют собственную стоимость и могут самостоятельно обращаться на рынке.

Понятие фондовый рынок используется как синоним понятия «рынок ценных бумаг» и включает в себя все обращающиеся на нем инструменты.

Рынок ценных бумаг выполняет ряд функций, важнейшими из которых

являются следующие.

- *финансовое посредничество* – перераспределение денежных ресурсов, свободный, хотя и регулируемый, перелив капитала в наиболее эффективные сферы хозяйствования, отрасли и предприятия;

- *централизация капитала* (соединение двух или более индивидуальных капиталов в один общий капитал). Эту функцию в первую очередь выполняет рынок акций;

- *повышение степени концентрации капитала и производства* (увеличение капитала путем накопления, то есть капитализации чистой прибыли). Владельцы акций, как правило, не претендуют на получение сверхприбыли, они довольствуются дивидендом, величина которого близка величине рыночного процента. Если акционерное общество способно выплачивать акционерам такой дивиденд, то «излишки» чистой прибыли можно капитализировать.

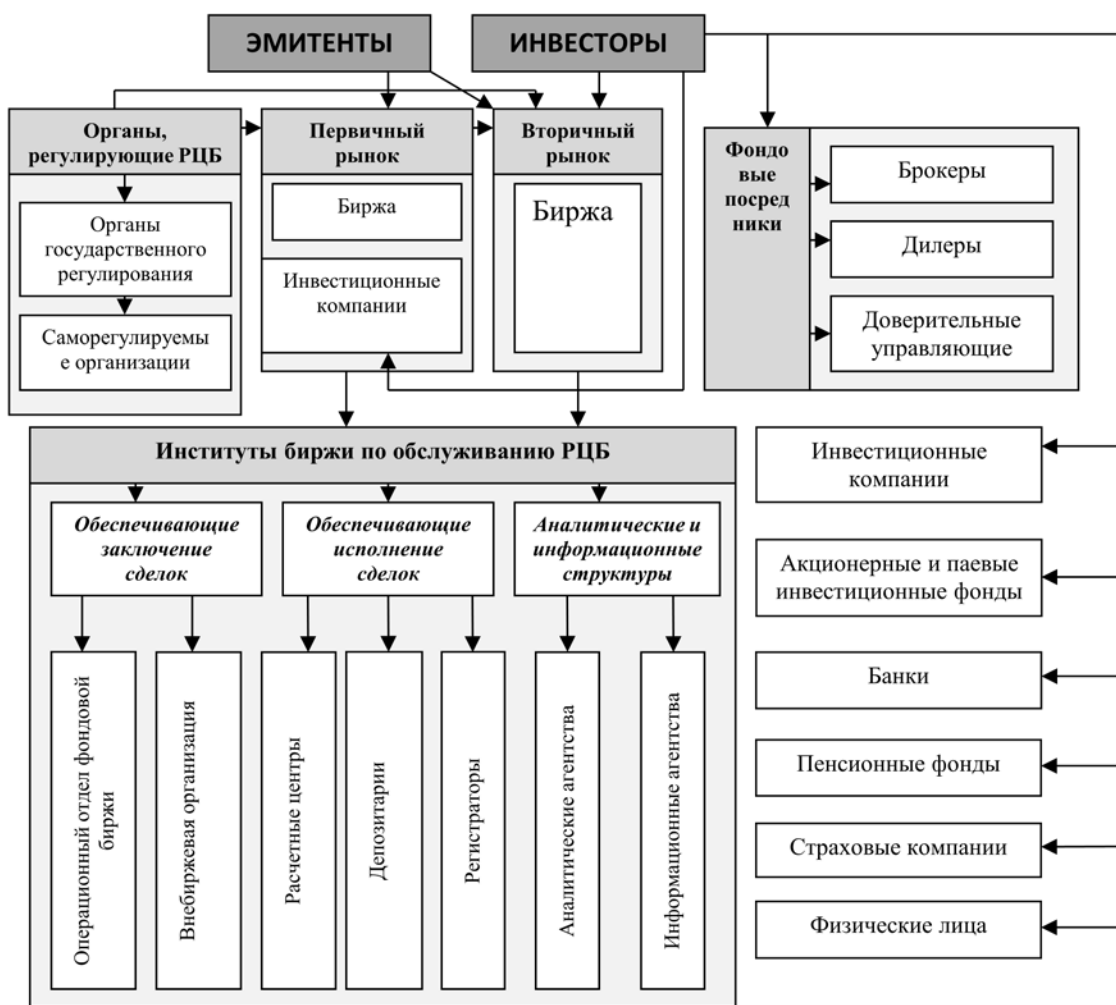


Рисунок 19 – Структура рынка ценных бумаг

Для того чтобы понять, как функционирует рынок ценных бумаг, необходимо рассмотреть его участников. Основными группами участников рынка ценных бумаг являются эмитенты, инвесторы, профессиональные участники рынка ценных бумаг (рис. 19).

Профессиональные участники рынка ценных бумаг – это юридические лица, выполняющие функции финансовых посредников, непосредственно осуществляющие операции и предоставляющие услуги по перераспределению капитала, а также по хранению и учету прав на ценные бумаги (например, банки, брокерско-дилерские компании, управляющие компании, регистраторы, депозитарии).

Инвесторы – юридические и физические лица, которые покупают ценные бумаги от своего имени и за свой счет, на свой страх и риск.

Эмитенты – юридические лица, которые выпускают ценные бумаги от своего имени и несут обязательства по ним перед инвесторами. Эмитентами являются, например, акционерные общества, Министерство финансов РФ, коммерческие банки и т. д.

Инфраструктура рынка ценных бумаг – это совокупность участников рынка ценных бумаг и применяемых ими технологий, функций и процедур, обеспечивающих нормальное функционирование рынка ценных бумаг.

Инфраструктура обеспечивает нормальное функционирование рынка ценных бумаг и состоит не только из профессиональных участников, но и большого количества организаций, обеспечивающих вспомогательные, регулирующие, контрольные функции.

Рынок ценных бумаг можно классифицировать по ряду признаков. Классификация важна для участников рынка ценных бумаг с точки зрения правильного выбора своего сегмента и своей ниши на рынке для обеспечения конкурентоспособности.

Рынок ценных бумаг, подразделяемый по географическому признаку

На **национальном фондовом рынке** происходит перераспределение внутренних денежных капиталов между субъектами экономической деятельности.

Региональные рынки ценных бумаг могут формироваться внутри национального государства (например, рынок ценных бумаг Уральского, Сибирского и других регионов), а также в рамках регионов, объединяющих несколько национальных рынков, например рынок ценных бумаг стран Юго-Восточной Азии.

Основным признаком **международного рынка** является пересечение национальным капиталом государственной границы, перелив капитала из одной страны в другую. Например, когда Россия выпускает еврооблигации, а их покупают инвесторы из разных стран, то капитал из этих стран привлекается в Россию (в данном случае, в бюджет РФ). Когда акции какой-либо российской компании были размещены на Нью-Йоркской фондовой бирже, их купили американские инвесторы, это означало, что американский капитал был привлечен в российскую компанию.

Мировой рынок ценных бумаг – это совокупность национальных фондовых рынков в их взаимосвязи и взаимозависимости.

По месту обращения ценных бумаг рынок классифицируется на:

- биржевой;
- внебиржевой.

Биржевой рынок – это организованный рынок, на котором обращаются специально отобранные ценные бумаги, операции проводят лучшие, наиболее финансово устойчивые профессиональные посредники. Фондовая биржа – ядро рынка ценных бумаг.

Внебиржевой рынок может быть организованным и неорганизованным (стихийным). В последнее время наблюдается тенденция сближения биржевого и внебиржевого организованного рынка ценных бумаг.

Не всегда большее количество фондовых бирж в стране означает более развитый рынок ценных бумаг. В то время как наличие нескольких бирж может указывать на более широкое участие и развитие рынка, фактический уровень его развития зависит от множества факторов, таких как ликвидность, глубина рынка, прозрачность, регулирование и уровень вовлеченности инвесторов. Наличие нескольких бирж может свидетельствовать лишь о большей конкуренции и разнообразии, что потенциально может привести к повышению эффективности ценообразования и увеличению ликвидности.

По отношению ценных бумаг к процедуре их выпуска в обращение можно выделить рынки:

- первичный;
- вторичный.

На **первичном рынке** компании выпускают новые акции и облигации для привлечения капитала. Это начальная стадия обращения ценных бумаг.

На **вторичном рынке** инвесторы покупают и продают друг у друга уже выпущенные ценные бумаги. Этот рынок обеспечивает ликвидность и позволяет инвесторам оперативно выходить из инвестиций или менять свои портфели.

В стабильных рыночных экономиках большинство операций с ценными бумагами происходит на вторичном рынке. Это связано с тем, что после первичного размещения, ценные бумаги активно торгуются между инвесторами, и объемы этих торгов значительно больше, чем объем первичного размещения новых бумаг.

По срокам обращения ценные бумаги действительно делятся на два основных рынка: денежный рынок и рынок капиталов. **Денежный рынок** включает инструменты со сроком обращения до одного года, в то время как **рынок капиталов** – инструменты со сроком обращения более одного года.

Интересно, что вопрос об отнесении ценных бумаг к краткосрочным или долгосрочным в разных государствах и в зависимости от экономической ситуации решается по-разному. Так, в Великобритании краткосрочными считаются ценные бумаги, до погашения которых осталось менее двух лет. А в России в середине 1990-х гг. срок один год считался уже очень большим.

По видам ценных бумаг можно выделить:

- рынок акций;
- рынок облигаций;
- рынок государственных и муниципальных ценных бумаг;
- вексельный рынок и т. д.

Каждый из этих сегментов имеет свои особенности, свой круг

инвесторов, свои закономерности формирования и развития.

По срочности сделок рынок ценных бумаг делится на кассовый и срочный рынок.

На **кассовом (spot) рынке** сделки исполняются немедленно или в ближайшие дни после их заключения. Раньше на Московской бирже на кассовом рынке сделки исполнялись в день совершения сделки, а с сентября 2013 г. – по формуле «Т + 2». Эта формула означает, что сделка, заключенная в день Т, будет исполнена через два рабочих дня.

На **срочном (форвардном) рынке** исполнение сделок с ценными бумагами осуществляется не в момент заключения сделки, а в определенный момент в будущем, т. е. срочные сделки – это сделки, заключенные на срок. Примером срочного рынка является рынок производных финансовых инструментов, в том числе и тех, базовым активом которых являются ценные бумаги.

Срочный рынок и ликвидность ценных бумаг тесно связаны между собой, поскольку ликвидность является одним из ключевых факторов, определяющих привлекательность и эффективность торговли на срочном рынке. Ликвидность ценных бумаг на срочном рынке означает, что инвесторы могут быстро и по справедливой цене купить или продать контракты на базовые активы.

Следует добавить, что ликвидность конкретной ценной бумаги не зависит напрямую от общей ликвидности рынка ценных бумаг. Хотя рынок в целом может быть очень ликвидным, это не гарантирует, что все ценные бумаги на этом рынке будут также легко продаваться.

В зависимости от применяемых торговых технологий рынок подразделяется на:

- традиционный;
- компьютеризированный.

Традиционный рынок – публичные торги с голоса, когда торговцы заключают сделки непосредственно друг с другом путем выкрикивания своих пожеланий. Традиционных рынков осталось в мире совсем немного. Кроме того, часть сделок на них заключается при помощи компьютерных технологий, то есть, традиционными на 100 % их назвать нельзя.

Компьютеризированный рынок – это автоматизированная торговля в отсутствии физического места торговли. Такие рынки появились в конце XX века и активно развиваются. В России рынок ценных бумаг построен по компьютеризированному принципу, то есть голосовых торгов не проводится, все сделки осуществляются в электронном торговом терминале.

По способу организации торговли рынки можно классифицировать на аукционный и дилерский.

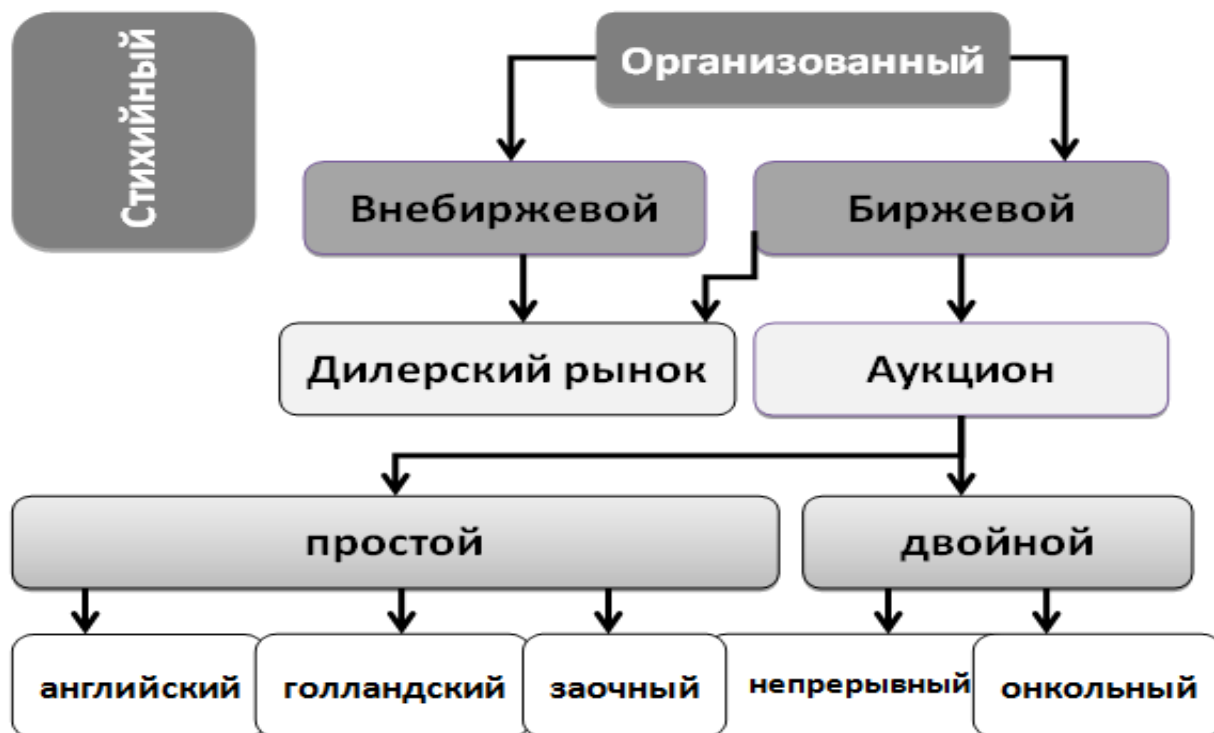


Рисунок 20 – Способы организации торговли на рынке ценных бумаг

На рис. 20 схематично представлены способы организации торговли на рынке ценных бумаг.

Дилерские рынки используются как на бирже, так и вне биржевых торгов. Дилер устанавливает цены покупки и продажи актива, которые являются твердыми и не подлежат обсуждению со стороны покупателя.

На **аукционных рынках** цены могут меняться и определяются в ходе аукциона.

Простой аукцион – характеризуется тем, что есть только один продавец и много покупателей:

- *аукцион продавца («английский»)* – аукцион, основывающийся на установлении минимальной цены в качестве отправной, базисной для дальнейших торгов, в процессе которых запрашиваемая цена постепенно увеличивается. Итоговая цена формируется в ходе торга как последняя максимальная цена, предложенная покупателями. Он предполагает наличие на рынке ограниченного количества продавцов и относительно большой спрос со стороны покупателей, которые конкурируют между собой;

- *аукцион покупателя («голландский»)* – аукцион, в ходе которого в начале объявляется самая высокая цена на продаваемый товар, а затем ставки снижаются до той, на которую согласится первый покупатель, которому и продается товар. Он предполагает, что на рынке существует достаточно много продавцов при ограниченном числе покупателей. Аукцион проходит путем последовательного снижения продавцом цен на акции;

- *заочный (закрытый) аукцион* – аукцион, в ходе которого продавец объявляет о продаже определенного числа ценных бумаг в течении

ограниченного периода времени; покупатели подают заявки на приобретение данного актива, предлагая соответствующие цены. Используется в РФ при приватизации предприятий и при первичном размещении гособлигаций.

Двойной аукцион – одновременный встречный поток заявок на покупку и на продажу ценных бумаг. В этом случае присутствует конкуренция как со стороны продавцов, так и со стороны покупателей:

- **залповый (онкольный) аукцион** применяется при недостаточно ликвидном рынке, когда сделки совершаются нерегулярно. Особенность проведения – определение цены аукциона единой для всех участников сделки;

- **непрерывный аукцион** предполагает постоянное поступление к аукционисту (в настоящее время в компьютерную торговую систему) заявок на покупку и продажу финансовых инструментов и заключение сделок при совпадении условий по принципу: цена и время поступления.

В России при проведении биржевых торгов используются различные виды аукционов (например, при размещении государственных ценных бумаг – голландский аукцион, а для вторичного рынка акций – двойной непрерывный и онкольный аукцион).

На рынке ценных бумаг роль гаранта при размещении новых выпусков акций или облигаций выполняет андеррайтер. Он также обеспечивает поддержку цены на эти ценные бумаги после их выпуска. Фактически, андеррайтер берет на себя обязательство выкупить у компании-эмитента (того, кто выпускает ценные бумаги) нераспроданные бумаги.

Функции андеррайтера:

- подготовка эмиссии ценных бумаг;
- совершение сделок по размещению выпуска ценных бумаг;
- поддержка цен на размещенные ценные бумаги;
- дальнейшая аналитическая и исследовательская их поддержка.

Краткие выводы

Рынок ценных бумаг – это часть финансового рынка, где осуществляется покупка и продажа ценных бумаг, таких как акции, облигации и паи биржевых фондов, с целью привлечения и перераспределения капитала. Он способствует формированию справедливого ценообразования финансовых инструментов и эффективному движению инвестиций, т. е. главной задачей рынка ценных бумаг является обеспечение перераспределения финансовых ресурсов от тех, у кого они есть, к тем, кто в них нуждается, для финансирования инвестиций и экономического развития. Это способствует эффективному движению капитала и оптимизации рисков в финансовой системе.

Участники рынка ценных бумаг включают эмитентов, инвесторов и профессиональных участников, таких как брокеры, дилеры, доверительные управляющие, инвестиционные советники, регистраторы и депозитарии. Посредником, помогающим эмитенту продать акции или облигации по более высокой цене, является андеррайтер. Существуют довольно разветвленная классификация рынка ценных бумаг по различным признакам, а также разнообразные способы организации торговли на рынке.

Контрольные вопросы

1. Что такое ценные бумаги, и какова их экономическая сущность?
2. Каковы различия в понимании ценных бумаг как юридической и экономической категории?
3. Как классифицируются ценные бумаги по разным признакам?
4. Чем суррогаты ценных бумаг отличаются от ценных бумаг, и для чего они выпускаются?
5. Что такое рынок ценных бумаг и чем он отличается от других сегментов финансового рынка?
6. Как классифицируются рынки ценных бумаг по различным признакам?

2.2. Рынок акций

Акция — один из ключевых инструментов, позволяющих компаниям не только привлекать капитал, но и устанавливать прочные связи с инвесторами. В текущих условиях, где конкуренция становится все более интенсивной, внедрение этого инструмента может сыграть решающую роль в достижении финансовых целей и укреплении позиций на рынке.

В России законодательно понятие акции закреплено в ст. 2 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Акция (от лат. *Action* — действие) — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации.

Акции присущи следующие **фундаментальные свойства**:

- акция — это *титул собственности* на имущество акционерного общества;
- у акции *нет конечного срока погашения*, акция (в классическом случае) — это негасимая ценная бумага (в отличие от, например, облигаций);
- *ограниченная ответственность*. Инвестор не может потерять больше, нежели он вложил в акцию. Инвестор не отвечает по обязательствам общества в целом;
- *неделимость акции* (неделимость прав, которые она представляет). Два лица, совместно владеющие одnogолосой акцией всегда, в любом случае, будут представлять только один голос на собрании акционеров. Иначе говоря, если акция принадлежит нескольким лицам, то все они признаются единым держателем акции.

Акция закрепляет за держателем три вида прав:

- на участие в получении прибыли (дивидендов);
- на участие в управлении (право голоса);
- на долю имущества при ликвидации (ликвидационная стоимость).

Акция может предоставлять ее владельцу дополнительные права (это может быть установлено законом или записано в уставе компании). Например, право получать информацию о компании, право требовать выкупа у него акций компании, если акционер не присутствовал на голосовании или голосовал против некоторых решений – эти права определены законом и защищают права инвесторов.

Владение *пакетами акций* также может предоставлять владельцу дополнительные права, но и накладывает на него некоторые обязанности. Например, владение пакетом акций 1 % от капитала дает инвестору право ознакомиться с полным списком акционеров, а владение 30 % акций – обязанность предложить всем остальным акционерам выкупить их акции.

Если в уставе акционерного общества нет положения об объявленных акциях, то общество не может увеличить свой уставный капитал путем размещения дополнительных акций. Объявленные акции, согласно законодательству, являются своего рода «разрешением» на увеличение уставного капитала за счет выпуска новых акций.

Классификация акций представлены на рис. 21. Красным цветом выделены те, которые могут существовать в российской практике.



Рисунок 21 – Классификация акций

В зависимости от формы:

- документарные;
 - **бездокументарные.** В России могут выпускаться только бездокументарные акции.

В зависимости от характера распоряжения:

- *Именные.* В России акции могут быть только именными.
- *На предъявителя.* Такие акции преобладают во Франции, Швейцарии и Германии (свободно обращаются, не зарегистрированы у эмитента на конкретного держателя).

В зависимости от способа отражения долей, представленных акцией:

- *Номинальные.* В России номинал акции должен быть зафиксирован в уставе. Номинал акции фиксируется при первом выпуске.
- *Безноминальные.* В целом ряде стран (в том числе в США) разрешен выпуск акций без указания номинала.

В зависимости от целостности прав:

- *Целые.* Одна целая акция предоставляет владельцу один голос. Законодательством предусмотрена возможность выпуска только целых акций, для того, чтобы соблюсти равенство прав акционеров.

- *Дробные.* Дробная акция предоставляет акционеру – ее владельцу права, предоставляемые акцией соответствующей категории (типа), в объеме, соответствующем части целой акции, которую она составляет. Существует термин – сплит акций – это такая корпоративная практика, при которой компания увеличивает количество своих акций, находящихся в обращении, путем дробления каждой существующей акции на несколько новых. Например, при сплите 2:1, каждая акция делится на две новые, каждая из которых будет иметь половину стоимости исходной акции. Это повышает ликвидность акции и приводит к росту спроса на акции и, возможно, к росту их стоимости в долгосрочной перспективе. Процедура, обратная дроблению акций (сплиту), когда несколько акций объединяются в одну, называется консолидация акций.

В зависимости от объема предоставляемых прав:

- *Обыкновенные* – предоставляют все права, разрешенные законом для акций. Они дают право голоса на собраниях акционеров и право на получение дивидендов, размер которых зависит от прибыли компании. Владельцы обыкновенных акций могут влиять на управление компанией. Корпорации выпускают обыкновенные акции в первую очередь для привлечения финансирования. Это позволяет им получить средства для развития бизнеса, расширения деятельности, инвестиций в новые проекты или погашения задолженности, не прибегая к банковским кредитам или другим долговым обязательствам, для продажи своим сотрудникам с целью повышения их мотивации и лояльности. Кроме того, выпуск акций способствует увеличению капитализации компании и повышению ее узнаваемости на рынке.

- *Привилегированные* – как правило, не дают права голоса, но обеспечивают приоритет при выплате дивидендов, а также могут предусматривать фиксированный размер дивидендов. Они часто выпускаются с правом отзыва и возврата на условиях компании.

Они предоставляют дополнительные привилегии:

- фиксированные дивиденды;
- первоочередное право получения дивидендов;

- первоочередное право получения фиксированной ликвидационной стоимости при ликвидации компании.

Однако взамен этих привилегий акция теряет право на управление компанией – право голоса. Для акционеров, особенно владельцев маленьких пакетов акций, иногда более важными бывают привилегии на выплату фиксированных дивидендов, чем права. В то же время лишение какой-либо привилегии должно обозначать возврат права.

Существуют также дополнительные виды акций:

- *Бездокumentарные акции*, не имеющие материального носителя, их учет ведется в электронном виде.
- *Размещенные акции*, находящиеся в обращении.
- *Объявленные акции*, планируемые выпустить.
- *Акции первого эшелона (голубые фишки)*, являющиеся наиболее ликвидными и надежными акциями крупных компаний.
- *Акции второго и третьего эшелона*, которые менее ликвидны и более рискованные.
- *Кумулятивные акции*, позволяющие накапливать дивиденды, если они не были выплачены в срок.
- *Конвертируемые*, способные к обмену на другие акции.
- *Казначейские*, выкупленные компанией-эмитентом и находящиеся на ее балансе.



Рисунок 22 – Структура активов и пассивов компании

На рис. 22 представлена структура активов и пассивов компании. Если активы компании (т. е. имущество) имеет, как правило, физическую форму (деньги, здания, сырье, товары) или оформленное право требовать долг

(дебиторская задолженность), то пассивы компании – это ее капитал, они представляют обязательства перед кем-то и отвечают на вопрос «чье?».

Капитал делится на две части:

- **собственный** – является собственностью всех акционеров. Общество не обязано возвращать его акционерам или распределять между ними прибыль. Однако считать его бесплатным нельзя, поскольку акционеры, в случае неэффективного руководства, могут сменить его.

- **заемный** – представляет задолженность общества перед кредиторами (кредиторскую задолженность).

В акционерном обществе уставный капитал формируется из номиналов размещенных (проданных) акций. *Уставный капитал* – сумма номинальных стоимостей размещенных акций. В момент создания компании все акции размещаются по номиналу. Однако с развитием ее деятельности, акции увеличиваются в стоимости и могут продаваться по более высокой цене. Поскольку в уставный капитал при продаже можно зачислить только номинал акции, сумма превышения зачисляется в добавочный капитал. Также в добавочный капитал включаются суммы переоценки основных средств.

Добавочный капитал (эмиссионный доход) – разница между продажной ценой акции и ее номиналом.

Прибыль может быть использована на потребление (т. е. выплаты дивидендов) и накопление (т.е. остаться в распоряжении предприятия).

Каждое акционерное общество в России обязано создать резервный фонд. Он формируется в размере, предусмотренном уставом общества, но не менее 5 % от его уставного капитала.

Резервный капитал (фонд) предназначен для покрытия убытков, а также для погашения облигаций общества и выкупа акций общества в случае отсутствия иных средств.

Стоимость акции может быть представлена в различных видах, каждый из которых имеет свое значение для инвесторов и эмитентов. Основные виды стоимости акции: номинальная, эмиссионная, рыночная, балансовая и ликвидационная.

Виды стоимости акции

- **Номинальная (N)** – нарицательная (лицевая) стоимость акций – это стоимость доли в уставном капитале акционерного общества, стоимость титула капитала.

Она имеет значение:

- 1) при организации акционерного общества акции распределяются между учредителями только по номиналу;

- 2) при выплате дивидендов, так как дивиденды могут начисляться в процентах к номиналу.

- **Эмиссионная (P)** – цена размещения (первой продажи) акции на фондовом рынке.

Если акционерное общество осуществляет дополнительный выпуск акций, и они продаются по цене, превышающей номинал, то в уставный капитал относится только номинальная стоимость. Разница между ценой

продажи и номиналом называется эмиссионным доходом и относится на добавочный капитал.

Эмиссионный доход = эмиссионная цена – номинал.

– **Курсовая (PV) (рыночная, текущая)** – цена акции на вторичном рынке.

Причем в данном случае существует несколько видов рыночной цены:

- цена спроса и предложения (нереализованные сделки);
- цена открытия (цена первой сделки);
- средневзвешенная цена (средняя от цен сделок за один биржевой день с учетом количества акций в каждой сделке);
- максимальная цена сделок;
- минимальная цена сделок;
- цена закрытия (цена, которая определяется на основе специальной формулы, устанавливаемой биржей, на основе сделок в течение последнего часа торгов на бирже).

В устоявшейся практике за рыночную цену принимается только *цена сделок*, то есть реализованного спроса и предложения. Кроме этого, чаще всего эталонным показателем рыночной цены является *цена закрытия*.

– **Балансовая (B, книжная)** – стоимость чистых активов акционерного общества в расчете на акцию.

– **Ликвидационная (L, выкупная цена для привилегированных акций)** – стоимость акции на момент ликвидации бизнеса.

Ликвидационная цена показывает инвестору, что он может получить, если компания прекратит свою деятельность, и ее активы будут проданы. Для владельцев привилегированных акций она фиксируется в уставе компании, для владельцев обыкновенных – определяется исходя из остатков после расчетов со всеми кредиторами и владельцами привилегированных акций. Однако в случае, если общество является банкротом, ликвидационная цена в обоих случаях может быть нулевой.

– **Внутренняя стоимость акции** – это оценка ее истинной стоимости, определяемая в рамках фундаментального анализа, основанная на финансовых показателях компании, а не на текущей рыночной цене.

– **Учетная стоимость акции**, представляет собой стоимость, отраженную в бухгалтерском учете компании на одну обыкновенную акцию.

В общем случае используется три **основных подхода для оценки акции**.

– **Затратный подход**. Он базируется на том постулате, что в основе любой акции лежит какая-то стоимость актива, на который произведены определенные затраты. Если это компания, то стоимость ее собственного имущества и будет представлять стоимость акции. Соответственно, покупатель не будет платить сумму больше, чем стоит остаток этих активов.

– **Сравнительный подход**. Он основан на предположении, что компании одной отрасли должны быть схожи по основным относительным параметрам (рентабельность бизнеса, срок окупаемости вложений, уровень долговой нагрузки), которые можно сравнить.

– **Доходный подход.** Исходит из принципа, что инвесторов больше всего интересует не сегодняшняя стоимость акций, а те будущие результаты, которые может принести компания. Иными словами, вкладывая средства в потенциально растущий бизнес, инвестор может получить гораздо большую прибыль, чем спекулянт на сегодняшнем росте цен. А если компания показывает негативный прогноз развития, то она неинтересна для долгосрочных инвесторов.

Существуют и другие модели оценки стоимости акций, которые используют измененные допущения, однако все они строятся на основе одного подхода – дисконтирования будущих денежных потоков.

Определение доходности акций

Результирующими показателями приобретения актива являются показатели его дохода и доходности.

Доход (прибыль) – стоимостной показатель, который определяется как разница между полученной выручкой от актива и стоимостью вложений.

Эмиссионный доход – это превышение цены продажи акций или долей в уставном капитале над их номинальной стоимостью при первичном размещении. Проще говоря, это доход, который получает компания, когда продает свои ценные бумаги (акции) по цене выше их номинальной стоимости.

По операциям с акциями возможно получение двух видов дохода:

- **дивиденды (текущий доход)** – ежегодные периодические выплаты по активу, приносящему доход.

- **курсовая разница (капитальный доход)** – прирост капитала за определенный период, положительная разница между ценой приобретения и ценой продажи актива.

Доходность (норма доходности) – это относительный показатель, который определяется отношением дохода от актива к затратам на его приобретение.

Существуют также понятия масса и ставка дивиденда.

Масса дивиденда, т. е. дивидендный фонд представляет собой общую сумму прибыли, которую компания решает распределить между акционерами в виде дивидендов, а **ставка дивиденда** – это процент от номинальной стоимости акции, который выплачивается акционеру в качестве дивиденда.

Факторы, влияющие на доходность акции:

- размер дивидендных выплат;
- колебания рыночных цен;
- уровень инфляции;
- налоги.

Доходность рассчитывается, как правило, в процентах, которые переводятся в годовое выражение. Это делается для обеспечения сопоставимости доходностей, полученных за разные периоды. При расчете доходности не учитывается налогообложение.

Виды доходности

Доходность акций делится на несколько основных видов.

Дивидендная доходность (норма доходности) – это часть прибыли компании, которую она выплачивает акционерам в виде дивидендов, т. е. отношение дивиденда к рыночной цене акции.

Курсовая доходность – это прибыль, полученная от продажи акций по цене выше, чем цена покупки.

Номинальная норма доходности (ставка дивиденда) – отношение дивиденда в денежных единицах к номиналу акции.

Вместо показателя номинальной доходности используется показатель дивидендной нормы доходности, который является более сопоставимым с реальными ценами на рынке.

Текущая доходность – отношение текущего дивиденда к рыночной стоимости акции. Она показывает, какая часть от рыночной стоимости возмещается последней объявленной дивидендной выплатой.

Полная норма доходности (реализованная доходность) – отношение дохода от владения акцией к затратам на ее приобретение.

Акции можно классифицировать по разным критериям, включая их качество и поведение на рынке.

– *Голубые фишки* – это первоклассные акции на бирже. Как правило, эти акции входят в состав индекса рынка, т.е. в определенной степени являются эталонными. Они характеризуются наивысшей ликвидностью, их эмитенты – самые крупные компании. Свое название получили от цвета самых дорогих фишек в казино.

– *Акции роста*. Это акции компаний, которые показывают высокие темпы роста производственной деятельности и доходов. Они обычно приносят доход инвестору в качестве прироста курсовой стоимости, а не выплаты дивидендов.

– *Спекулятивные акции*. Это акции, которые потенциально могут принести высокую прибыль. Курсовая стоимость таких бумаг чутко реагирует на любую информацию по данному вопросу. Разница с предыдущим классом акций состоит в том, что спекулятивные акции могут иметь в своей основе очень рискованный бизнес, который может привести к быстрому банкротству.

– *Агрессивные акции* – это акции, доходы которых в сильной степени зависят от состояния конъюнктуры рынка и фазы экономического цикла. Если экономика находится на подъеме, они приносят высокие прибыли, а в случае экономического спада – убытки. Инвестору, ожидающему подъем в экономике, следует остановить выбор на агрессивных акциях.

– *Защитными* называются акции предприятий, доходы которых слабо зависят от состояния экономики (например, связь, ритейл и т. п.). Доходы таких компаний сокращаются в меньшей степени, чем агрессивных. В преддверии экономического спада инвестору следует переключиться на защитные акции, так как они обеспечат ему более высокий уровень доходности, чем агрессивные.

Производные от акций инструменты

В процессе своей деятельности компании прибегают к выпуску вторичных (производных) финансовых инструментов, дающих право на первичные ценные бумаги (акции, облигации). В мировой практике они представлены преимущественными правами, варрантами, опционами эмитента (русская практика), введены законом «О рынке ценных бумаг», депозитарными расписками.

– **Преимущественные права** – ценные бумаги, дающие право покупки доли нового выпуска обыкновенных акций по установленному курсу в течение определенного периода времени (в международной практике).

– **Варрант** – это ценная бумага, дающая ее владельцу право приобрести в течение установленного периода времени определенное число ценных бумаг по заранее фиксированной цене. Варранты по механизму действия и по своему экономическому содержанию близки к правам. Но существуют и отличия между ними. Варрант – это самостоятельная ценная бумага, дающая право на покупку акций в будущем, а преимущественное право – это право, связанное с уже имеющимися акциями, и дает возможность приобрести новые акции при их выпуске.

– **Опцион эмитента** – это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в определенный в ней срок или при наступлении указанных в ней обстоятельств определенного количества акций эмитента такого опциона по цене, определенной в опционе эмитента.

– **Депозитарная расписка** – это свободно обращаемая на фондовом рынке производная ценная бумага на акции иностранной компании, депонированные в крупном депозитарном банке, который выпустил расписки в форме сертификатов или бездокументарной форме.

Таблица 7 – Отличие варранта от опциона эмитента

Характеристика	Варрант	Опцион эмитента
Эмитент	Выпускается компанией-эмитентом акций, под которые выпущен варрант	Выпускается компанией-эмитентом акций, под которые выпущен опцион
Базовый актив	Обычно акции, но могут быть и другие ценные бумаги	Акции компании, выпустившей опцион
Срок действия	Обычно более длительный (несколько лет, иногда бессрочно)	Как правило, несколько месяцев
Рынок	Торгуется на фондовой бирже, как ценная бумага	Существует в рамках срочного рынка, часто вне биржи
Влияние на капитал компании	Увеличение капитала при реализации варранта	Приобретение акций по опциону не увеличивает капитал компании

Характеристика	Варрант	Опцион эмитента
Цель	Привлечение капитала, стимулирование инвесторов, гибкость в выпуске акций	Предоставление сотрудникам и топ-менеджерам возможности приобретения акций по льготной цене
Стоимость	Цена варранта, которая может меняться в зависимости от стоимости базового актива	Цена опциона, определяемая на момент его выпуска
Назначение	Дает право купить акции в будущем, по заранее оговоренной цене	Дает право на покупку акций в будущем, по заранее определенной цене, но в основном для сотрудников и топ-менеджеров

В табл. 7 мы видим отличие варранта от опциона эмитента по различным характеристикам: по отношению к эмитенту, базовому активу, сроку действия, рынку, влиянию на капитал, цели, стоимости и назначению.

В сфере инвестиций часто используется термин «волатильность». **Волатильность** – это важный фактор для инвесторов, поскольку высокая волатильность сопряжена с большими рисками, но и потенциально большими прибылями, в то время как низкая волатильность обычно менее рискованна, но и менее прибыльна. Чем выше показатель волатильности, тем больше рисков, связанных с вложением средств в акции.

Различают два вида волатильности: историческая и ожидаемая. *Историческая волатильность* измеряет фактическое изменение цены актива в прошлом, а *ожидаемая волатильность* прогнозирует будущие колебания цены, основываясь на текущих рыночных данных.

Фондовые индексы – это числовые показатели, отражающие состояние рынка ценных бумаг. Они рассчитываются на основе стоимости акций, облигаций или других финансовых инструментов, включенных в состав индекса. Эти индексы позволяют оценить общую динамику рынка, выявить тренды и сравнить эффективность различных инвестиционных стратегий. Фондовые индексы можно разделить на несколько основных видов по разным критериям, таким как охват, способ расчета, вид активов и другие. Наиболее распространены следующие виды:

Капитализационные и ценовые индексы – это два основных типа биржевых индексов, которые отражают динамику фондового рынка, но рассчитываются разными способами. *Капитализационные индексы* взвешиваются по рыночной капитализации компаний, то есть учитывают их размер, в то время как *ценовые индексы* основываются на ценах акций без учета их количества.

В России рассчитываются капитализационные индексы, которые представляют собой ценовые взвешенные по рыночной капитализации индексы наиболее ликвидных акций российских эмитентов, допущенных к обращению на Московской бирже. Они позволяют более точно учитывать размер компаний и его влияние на рынок.

Наиболее известный ценовой промышленный индекс – Доу Джонса. На российском фондовом рынке подобный тип индексов не получил распространения.

Котируемые акции – это акции, которые прошли листинг на бирже и допущены к торгам. Котировальные списки определяют уровни, по которым биржа распределяет ценные бумаги.

Основной оценкой рынка акций служит его **капитализация**, то есть рыночная стоимость всех акций, находящихся в обращении. Капитализация определяется двумя величинами: числом эмитентов и их акционерной стоимостью. Первое зависит от первичных размещений (IPO), второе – от цены на акции.

Простым способом повышения капитализации фондового рынка остается IPO – это процесс, когда частная компания впервые предлагает свои акции широкой публике для покупки на фондовой бирже. При успешном IPO компания получает листинг на бирже, и ее акции начинают торговаться, увеличивая общее количество акций в обращении, что приводит к увеличению рыночной капитализации.

За последние годы их было немало, но о полноценном буме, сопоставимом с некоторыми другими странами, речи пока не идет. Одно из вероятных решений – приватизация компаний, входящих в госсектор. Правительство ежегодно продает на тендерах организации, которые могли бы выходить на IPO. Однако их продажа на публичном рынке позволила бы повысить федеральные доходы и национальное благосостояние.

Долгие годы капитализация фондовых рынков росла за счет увеличения числа эмитентов, чьи бумаги торговались на бирже. Известно, что некоторые страны добились в этом существенных успехов – за счет компаний малой или средней капитализации. К примеру, листинг в Китае включает бумаги свыше 11000 эмитентов, в Индии – более 2000. В России их количество значительно скромнее – на Мосбирже торгуются обыкновенные бумаги 201 акционерного общества, а регулярная торговля ведется по 83 из них – это всего 10 % всех зарегистрированных в России ПАО.

Краткие выводы

Акция – это один из типов ценных бумаг, который дает право на получение дивидендов и на участие в управлении компании. В России с 2004 года все акции выпускаются в электронном виде. Компании выпускают акции, чтобы привлекать капитал для развития и достигать новых финансовых целей.

Существует много разновидностей акций, но главная – их деление на две категории: обычные, позволяющие участвовать в управлении компанией, но не

обещают фиксированных дивидендов и привилегированные, подразумевающие фиксированные дивиденды и дополнительные выплаты при ликвидации компании.

Кроме того, существуют разные виды стоимости акций – номинальная, эмиссионная, курсовая, балансовая, ликвидационная. Существуют также определенные подходы к оценке стоимости акций – затратный, сравнительный, доходный. Основные виды доходности акций – номинальная, дивидендная, текущая, полная.

Фондовый индекс представляет собой корзину ценных бумаг, выбранных по определенным критериям, и служит для отслеживания изменений стоимости этих бумаг во времени. Существуют капитализационные и ценовые индексы. Основной оценкой рынка акций служит его капитализация, то есть рыночная стоимость всех ценных бумаг, находящихся в обращении.

Волатильность указывает на изменчивость стоимости актива. Если в течение определенного времени происходит быстрое и неравномерное изменение цены, можно говорить о высокой волатильности акции, и наоборот. Высокая волатильность означает, что цена акции может резко колебаться, как в сторону повышения, так и понижения, в то время как низкая волатильность указывает на более стабильное изменение цены.

Основной оценкой рынка акций служит его капитализация, то есть рыночная стоимость всех акций, находящихся в обращении. Капитализация определяется двумя величинами: числом эмитентов, которое зависит от первичных размещений (IPO) и их акционерной стоимостью, которая зависит от цены на акции.

Контрольные вопросы

1. Что такое акция и какие права она предоставляет инвестору (акционеру)?
2. Какие виды акций используются в мировой и российской практике?
3. Что такое цена акции, какие бывают виды цены акции и как они определяются?
4. Как определяется доходность по акции?
5. Какими показателями характеризуется российский рынок акций?
6. Какие вы знаете производные от акций инструменты, и как они используются участниками рынка ценных бумаг?

2.3. Рынок облигаций

Облигации являются основным видом долговых бумаг. В соответствии с законом «О рынке ценных бумаг», облигация – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент и/или дисконт.

В отличие от акции облигация всегда имеет номинал – это сумма долга, которую эмитент обязуется вернуть через определенное время. По сумме номиналов выпущенных облигаций (и других долговых бумаг) оценивается размер рынка облигаций той или иной страны.

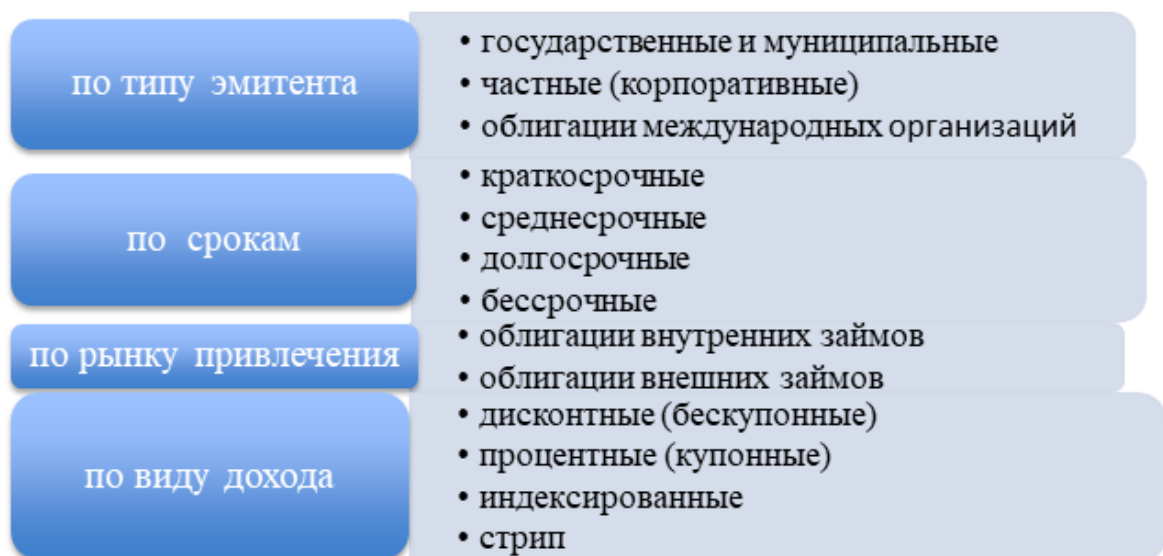


Рисунок 23 – Классификация облигаций по типу эмитента, срокам, рынку привлечения и виду дохода

На рис. 23 представлена классификация облигаций по типу эмитента, срокам, рынку привлечения и виду дохода.

С точки зрения вида эмитента облигации делятся на:

- *государственные и муниципальные* (в документах некоторых международных организаций они называются публичными – «public»);
- *частные или корпоративные (облигации компаний)*;
- *облигации международных организаций.*

По срокам облигации делятся на:

- *краткосрочные* (обычно до года);
- *среднесрочные* (как правило, 1–10 лет);
- *долгосрочные* (свыше 10 лет);
- *бессрочные* (без установленной даты погашения, не погашаемые).

В зависимости от **политико-географической принадлежности рынков**, на которых привлекаются ресурсы (размещаются облигации), они делятся на:

- *облигации внутренних займов* (размещаются и обращаются внутри страны-эмитента);
- *облигации внешних займов* (международные облигации).

Последние, в свою очередь, в основном представлены *еврооблигациями* (eurobonds, euronotes) и так называемыми *зарубежными облигациями* (foreignbonds).

По способу выплаты дохода облигации делятся на:

- *процентные (купонные)*;
- *дисконтные*.

Купон – процент, устанавливаемый от номинала облигации, являющийся доходом инвестора. Для документарных облигаций купон – отрезной талон с указанной на нем цифрой купонной (процентной) ставки, который выплачивается не реже одного раза в год. Сумма купона – периодически выплачиваемый доход по облигациям в твердой сумме.

Ставка купона – отношение стоимости купона к номиналу в процентах.

По купонному доходу облигации делятся на несколько основных видов:

- **Фиксированный купон:** размер процентной ставки известен и не меняется на протяжении всего срока обращения облигации.
- **Переменный купон:** ставка купона может меняться от периода к периоду, но эти изменения известны заранее, при размещении облигации.
- **Плавающий купон:** ставка купона привязана к определенному рыночному индикатору (например, ключевой ставке ЦБ, инфляции) и меняется в зависимости от его колебаний
- **Нулевой купон (бескупонные облигации):** не предусматривают выплаты процентов в течение срока обращения; доход формируется за счет разницы между ценой покупки и номиналом при погашении.

В некоторых источниках фиксированный купон называют постоянным, а переменный – плавающим. Однако важно помнить, что постоянный купон подразумевает одинаковый размер выплат на протяжении всего срока, в то время как фиксированный может меняться, но эти изменения известны заранее.

По **процентным** облигациям предусмотрена регулярная выплата процентного дохода, причем ставка купона устанавливается в годовых процентах к номиналу. Купоны могут выплачиваться разовыми платежами или несколько раз в год, а ставка купона делится пропорционально количеству платежей.

За рубежом широкое распространение получили **индексированные облигации**, в которых номинал и процентная ставка привязаны к цене какого-то актива или индексу (наиболее распространенный случай – привязка номинала к индексу цен).

Выплата процентов по облигации может проводиться по фиксированной ставке, неизменной в течение всего срока облигации или в заранее установленные периоды этого срока, и плавающей, т. е. изменяющейся в зависимости от изменения какой-то рыночной ставки, на международном

рынке это обычно LIBOR. Мировая и российская практика знает случаи выплаты процентов на основе розыгрышей (лотерейного типа).

По **дисконтным облигациям** выплата процентов не предусматривается. Дисконт – скидка в процентах к номиналу, которая образуется за счет разницы между ценой размещения (покупки) и ценой погашения (номиналом). Обычно дисконтные облигации выпускаются на короткий срок – не более двух лет.

Различают несколько видов цен облигаций, включая номинальную, рыночную и цену погашения, а также цену, включающую накопленный купонный доход (грязная цена).

Виды цен облигаций:

– *Номинальная цена*: это сумма, указанная на облигации, которую эмитент обязуется выплатить в момент погашения.

– *Рыночная цена*: это цена, по которой облигация торгуется на рынке в данный момент. Она может отличаться от номинала и зависит от спроса и предложения, процентных ставок, срока до погашения и других факторов. Рыночная цена выражается в процентах от номинала.

– *Цена погашения*: обычно цена погашения равна номиналу, но может быть и другой, если облигация предусматривает другие условия погашения (например, амортизация долга).

– *Грязная цена*: это рыночная цена облигации плюс накопленный купонный доход (НКД). При покупке облигации инвестор компенсирует предыдущему владельцу НКД, поэтому платит грязную цену.

– *Эмиссионная цена*: это цена, по которой облигация выпускается на рынок. Она может совпадать с номиналом, но может и отличаться от него.

На рис. 24 представлена классификация облигаций по способу погашения, обеспеченности, способу реализации прав, форме существования, дополнительным правам.

По способу погашения	• разовым платежом • с амортизацией долга
По обеспеченности	• с обеспечением • без обеспечения
По способу реализации прав	• именные • на предъявителя
По форме существования	• документарные • бездокументарные
По дополнительным правам	• конвертируемые • с опционом на продажу

Рисунок 24 – Классификация облигаций по способу погашения, обеспеченности, способу реализации прав, форме существования, дополнительным правам

По способу погашения облигации делятся на:

- *серийные (с амортизацией долга)* – облигации с последовательным погашением фиксированной доли общего количества облигаций (лотерейные или тиражные займы), предусматривают погашение облигаций частями в разные сроки (сериями);

- *срочные (разовым платежом)* – имеют единый срок погашения.

По обеспеченности:

- *обеспеченные залогом:* физических активов; ценных бумаг;
- *не обеспеченные залогом* – по ним выплаты в случае банкротства осуществляются наравне с другими конкурсными кредиторами.

В этой связи существуют *субординированная облигация* без специального обеспечения – это облигация, предусматривающая, что в случае банкротства эмитента держатели получают право требования только после того, как удовлетворены претензии держателей основной задолженности.

По российскому законодательству эмитенты могут выпускать облигации с обеспечением и без обеспечения. В первом случае эмитент выделяет специальное имущество, которое может быть использовано для погашения долга, если у него не окажется денежных средств для погашения. Обеспечением может служить также гарантия другой организации, например, банка.

По способу реализации прав:

- *именные;*
- *на предъявителя.*

Облигации могут быть именными и на предъявителя (зависит от решения эмитента), в России среди корпоративных облигаций преобладают предъявительские. В США все средне- и долгосрочные облигации только именные.

По форме существования:

- *документарные;*
- *бездокументарные.*

В прошлом все облигации, естественно, выпускались только в документарной (бумажной) форме. Сохранившиеся образцы сертификатов облигаций говорят о том, что эмитенты весьма серьезно подходили к оформлению своих ценных бумаг. Выпускавшиеся в XIX – XX вв. облигации в полиграфическом отношении выполнены на очень высоком уровне.

В последние двадцать лет XX в. в связи с развитием компьютерной техники произошел повсеместный отказ от бумажных сертификатов. Облигации, как и акции, выпускаются в основном в бездокументарной форме (в виде электронных записей) и не имеют сертификатов. Да и само понятие «документарность» претерпело изменение. Например, документарный выпуск с обязательным централизованным хранением, по сути, не отличается от бездокументарного.

По дополнительным правам:

- *конвертируемые;*
- *с опционом на продажу.*

Облигации могут предоставлять дополнительные права их владельцам,

например, быть обмененными на акции эмитента по фиксированному курсу. Конвертируемые облигации – облигации с правом обмена на обыкновенные акции в определенное время по предложенному курсу. В этом случае инвестор может либо получить номинальную стоимость при погашении, либо акции по заранее фиксированному соотношению.

Организация торговли облигациями зависит от сложившейся практики, традиций определенной страны и конкретных инструментов. В США торговля внутренними облигациями (как государственными, так и корпоративными) осуществляется почти исключительно на внебиржевом рынке, в Великобритании – преимущественно на бирже. В России торговля государственными рублевыми облигациями осуществляется только на бирже (Московской). В российском законодательстве описаны вопросы выпуска облигаций акционерными обществами (ГК РФ и Закон «Об акционерных обществах»). Эти нормы распространяются на все прочие организации.

Фундаментальные свойства корпоративных облигаций:

- Наличие *конечного срока обращения*, по истечении которого номинал облигации погашается.
- Держатели облигаций *имеют приоритет в получении прибыли* (в виде купонных выплат).
- Владельцы облигаций *имеют преимущественные права на первоочередное удовлетворение своих требований* по сравнению с акционерами при ликвидации предприятия, в связи с чем облигация обладает большей надежностью, чем акция.

Облигация подтверждает наличие долга, который можно покупать, продавать, закладывать.

Корпоративные облигации предоставляют ряд преимуществ как для компаний-эмитентов, так и для инвесторов, которые представлены в табл. 8.

Таблица 8 – Преимущества корпоративных облигаций

Для эмитента	Для инвестора
Отсутствие залогового обеспечения.	Ликвидность вложенных активов (возможность вторичного размещения).
Самостоятельный выбор параметров займа (объем эмиссии, %, сроки).	Доходность выше, чем по депозиту в банке (для физических лиц).
Привлечение финансирования на более длительный срок.	Распределение денег инвестора между различными финансовыми инструментами – принцип «не клади все яйца в одну корзину».
Отсутствие зависимости от одного кредитора благодаря выходу на широкий круг инвесторов.	Возможность рефинансирования.
Отсутствие контроля использования привлеченных средств.	—

Для компаний это возможность привлечь финансирование на более

выгодных условиях, чем при банковском кредитовании, а для инвесторов – это возможность получить более высокий доход по сравнению с банковскими вкладами, а также диверсифицировать свой портфель и снизить риски.

Основными **участниками рынка облигаций** являются эмитенты, инвесторы, андеррайтеры и различные посредники, обеспечивающие торговлю и обслуживание этих ценных бумаг.

- **Эмитенты:** это организации (государства, компании), которые выпускают облигации для привлечения финансирования.
- **Инвесторы:** это физические и юридические лица, которые приобретают облигации, становясь кредиторами эмитента.
- **Андеррайтеры:** организации, организующие выпуск и распределение ценных бумаг, например, инвестиционные банки.
- **Прочие посредники:**
 - *брокеры и дилеры*, осуществляющие операции по покупке и продаже облигаций на бирже.
 - *депозитарии и регистраторы*, обеспечивающие учет и хранение облигаций, а также осуществляющие расчеты по сделкам;
 - *биржа*, организующая торги облигациями;
 - *маркетмейкеры*, поддерживающие ликвидность рынка, обеспечивая постоянное наличие заявок на покупку и продажу;
 - *финансовые консультанты*, предоставляющие консультации инвесторам по вопросам инвестирования в облигации.

В целом, участники рынка облигаций взаимодействуют друг с другом для обеспечения эффективного функционирования рынка и достижения своих целей, например, для привлечения финансирования для эмитентов и получение дохода для инвесторов.

Таблица 9 – Виды рейтинговой оценки долгосрочных облигаций

S&P	Moody's	Fitch	Рейтинговая оценка
AAA	Aaa	AAA	Высший уровень надежности
AA+	Aa1	AA+	Высокий уровень надежности
AA	Aa2	AA	
AA–	Aa3	AA–	
A+	A1	A+	Уровень надежности выше среднего
A	A2	A	
A–	A3	A–	
BBB+	Baa1	BBB+	Средний уровень надежности
BBB	Baa2	BBB	
BBB–	Baa3	BBB–	
BB+	Ba1	BB+	Неинвестиционный уровень (спекулятивные облигации)
BB	Ba2	BB	
BB–	Ba3	BB–	
B+	B1	B+	Высокоспекулятивные облигации
B	B2	B	
B–	B3	B–	

S&P	Moody's	Fitch	Рейтинговая оценка
CCC+	Caa1	CCC	Существенный риск
CCC	Caa2		Чрезвычайно спекулятивные облигации
CCC–	Caa3		Дефолт неизбежен с небольшим шансом на восстановление
CC	Ca		
C			
D	C	DDD	Дефолт

При покупке облигаций, как и любой ценной бумаги, инвестор должен прежде всего определить степень надежности эмитента. От этого будет зависеть цена и доходность облигации, на которую он согласится. Для этого проводится фундаментальный анализ эмитента. Однако совсем не обязательно проводить подобный анализ самостоятельно. Для этого можно воспользоваться оценками независимых рейтинговых агентств, которые анализируют облигации и присваивают им рейтинг. Таких агентств много, но исторически сложилось так, что «погоду определяют» три агентства: «Standard & Poor's», «Moody's» и «FitchInvestor'sService». Особенно распространено использование рейтингов на международном рынке, где без этого практически невозможно осуществить размещение. Виды рейтинговой оценки долгосрочных облигаций представлены в табл. 9.

Всеми агентствами применяется буквенная система обозначения уровня рейтинга. По классификации S&P высший уровень надежности по долгосрочным бумагам – AAA, Moody's – Aaa. Для краткосрочных бумаг применяются другие буквенные обозначения. Исходя из рейтинга этих агентств облигации делятся на классы: инвестиционные и не инвестиционные (спекулятивные – «мусорные облигации»). Инвестиционный уровень начинается со значения BBB – и Baa3. Чем выше рейтинг, тем дешевле обходится заем для эмитента на первичном рынке (при размещении бумаг), чем ниже – тем дороже. При повышении рейтинга уже обращающихся на рынке облигаций (на вторичном рынке) их цена повышается, а доходность снижается. При понижении рейтинга, наоборот, цена снижается, доходность повышается.

Россия в 2003 году впервые получила суверенный инвестиционный рейтинг. Цены на российские еврооблигации сразу выросли, доходность снизилась. Благодаря наличию инвестиционного рейтинга Правительству Российской Федерации (а вслед за ним и многим частным эмитентам) удавалось заимствовать деньги на международном рынке по относительно низкой процентной ставке.

При выборе облигаций для инвестирования важно учитывать несколько ключевых критериев, чтобы принять взвешенное решение. Основные из них: доходность, надежность (кредитный рейтинг), срок погашения, купонная ставка и ликвидность.

Критерии выбора облигаций, рекомендованные экспертами, включают:

- *Размер номинала.* Как правило, номинальная стоимость российской

облигации составляет 1 000 рублей. Эксперты рекомендуют отдавать предпочтение долговым бумагам, цены которых установлены ниже этой величины.

- *Рыночная стоимость.* Это цена, по которой инвесторы могут реализовать бумагу на вторичном рынке.

- *Купонный процент.* Чем больше эта величина, тем крупнее прибыль инвестора. Размер доходности облигаций повышается за счет крупных регулярных выплат.

- *Сроки погашения.* На сегодняшний день эксперты рекомендуют выбирать краткосрочные долговые бумаги с периодом обращения около 12 месяцев.

- *Тип облигаций.* Лучшим вариантом на сегодняшний день считаются флоатеры. Их средний размер доходности повышается при росте ключевой ставки.

- *Кредитный рейтинг.* Данный параметр имеет большое значение при выборе корпоративных долговых бумаг. С его помощью инвесторы могут оценить риски дефолта.

В условиях высокой ключевой ставки наиболее привлекательными для инвесторов являются краткосрочные облигации с рейтингом не ниже АА, сроком обращения от года до трех лет. Долговые бумаги с высоким купоном подходят для инвесторов с любым риск-профилем. В некоторых случаях они по показателям доходности опережают банковские вклады.

Стоимостная оценка облигаций – это определение их справедливой стоимости на рынке. Она включает в себя расчет текущей стоимости будущих денежных потоков (купонных выплат и номинальной стоимости при погашении). Для оценки облигаций используются различные методы, включая сравнительный анализ и математические расчеты.

Стоимость облигации как актива оценить гораздо легче, чем, например, акции. Облигация имеет конечный срок погашения, поток платежей (купонных выплат) фиксирован (в отличие от дивидендов по акции). Иными словами, здесь существенно меньше факторов риска и неопределенности, чем в случае акций.

Оценка стоимости облигаций предполагает изучение их ликвидности и определение степени надежности для покупателей. Рыночная цена будет зависеть от нескольких факторов:

- *Ставки купонного дохода,* то есть размера прибыли, которую будет постоянно получать собственник.

- *Финансовой репутации эмитента.* Наиболее надежными в этом отношении являются государственные ОФЗ – риск потерь по ним минимален.

- *Сроков погашения основного долга.* Чем ближе день исполнения долговых обязательств, тем выше стоимость ценной бумаги.

- *Ситуации на фондовом рынке.* Спрос зависит от экономических новостей, величины предложения.

Оценка корпоративных облигаций учитывает сведения о финансовой деятельности компании. Если дела у эмитента идут хорошо, он постоянно

выплачивает купоны и расширяет свою деятельность, вложение в его долговые обязательства будет выгодным. Наоборот, на фоне информации об ухудшении экономических показателей компании ее облигации быстро теряют в цене.

Изменение процентных ставок на рынке при прочих равных условиях – основной фактор, влияющий на цену/курс облигаций. При этом разные облигации (со сроком до погашения, купонной ставкой) по-разному реагируют на изменения рыночных процентных ставок. Для измерения и сравнения между собой процентных рисков разных долговых бумаг и был введен показатель *дюрации*.

Дюрация (от англ. duration – «длительность») – это средний срок возврата вложенных в облигации средств с учетом всех промежуточных выплат с текущего дня до момента погашения. Дюрация является важнейшей аналитической характеристикой облигации и является мерой риска по облигации. Чем выше дюрация, тем выше процентный риск.

Стоит отметить ряд *особенностей, характерных для дюрации* при прочих равных условиях:

- чем больше срок до погашения, тем выше дюрация;
- чем выше величина купона и чем чаще он выплачивается, тем ниже дюрация;
- чем выше доходность к погашению, тем ниже дюрация.

На практике дюрация нужна для того, чтобы сравнивать между собой разные облигации с разными характеристиками, приводить их к общему знаменателю – сроку возврата инвестиций. В таблице 10 представлен пример расчета доходности портфеля облигаций и дюрации этого портфеля.

Таблица 10 – Пример расчета доходности и дюрации портфеля из нескольких облигаций

Облигация	Доходность	Дюрация	Доля в портфеле
Облигация А	8,50 %	4	20%
Облигация Б	7,50 %	3,5	30%
Облигация В	7 %	2	50%
Доходность портфеля:	7,45 %	$=B2*D2+B3*D3+B4*D4$	
Дюрация портфеля:	2,85 %	$=C2*D2+C3*D3+C4*D4$	

Краткие выводы

Рынок облигаций – это часть рынка капиталов, на котором заключаются сделки со средне- и долгосрочными долговыми инструментами, такими как облигации. Облигации представляют собой долговые расписки, выпускаемые компаниями или государством для привлечения финансирования. Инвесторы, покупая облигации, предоставляют деньги в долг эмитенту в обмен на обещание выплатить проценты (купонный доход) и вернуть номинальную стоимость облигации в установленный срок.

Существуют различные виды облигаций, среди них выделяются дисконтные и процентные, именные и на предъявителя, документарные и бездокументарные, корпоративные и государственные и другие.

Основными участниками рынка облигаций являются эмитенты, инвесторы, андеррайтеры и различные посредники, обеспечивающие торговлю и обслуживание этих ценных бумаг.

Рейтинг облигаций – оценка кредитоспособности эмитента (его способности выполнять обязательства по выплате процентов и погашению основной суммы долга). AAA – наивысший рейтинг, Рейтинг с литерами B, C – средний. DDD – дефолтный, т. е. самый низкий.

Когда разговор заходит о долговых инструментах часто можно встретить такой термин, как дюрация – это условный срок, за который мы полностью вернем свои вложения в облигации. Чем меньше дюрация, тем быстрее будут возвращаться наши вложения в облигацию и наоборот.

Контрольные вопросы

1. Что такое облигация и какие права она предоставляет инвестору?
2. Какие существуют разновидности облигаций по методу выплаты доходов, по способу обеспечения обязательств?
3. Что понимается под инвестиционным качеством облигаций и от чего оно зависит?
4. Как рассчитываются цена облигаций и доходность вложений в облигации и от чего они зависят?
5. Что такое кредитный рейтинг облигационного займа и заемщика и какие существуют рейтинги?
6. Как сегодня развивается российский рынок облигаций и с какими проблемами он сталкивается?

2.4. Рынки коммерческих ценных бумаг и производных финансовых инструментов

Рынок коммерческих ценных бумаг – это часть финансового рынка, где происходит выпуск и обращение ценных бумаг, выпускаемых коммерческими организациями (корпорациями). Коммерческие бумаги – краткосрочные долговые обязательства, которые выпускаются финансовыми и нефинансовыми компаниями для привлечения финансирования, обычно с целью

краткосрочного покрытия своих обязательств. Они могут быть альтернативой банковским кредитам. Как правило, такие бумаги эмитируются компаниями с высокими кредитными рейтингами, поэтому характеризуются относительно низким уровнем риска.

В международной практике к ним относятся векселя, чеки и депозитные сертификаты со сроками исполнения от 2 до 270 дней, выпускаемые банками, корпорациями и иными заемщиками и реализуемые корпоративным и индивидуальным инвесторам. Подобные ценные бумаги не имеют обеспечения и обычно продаются со скидкой, хотя по некоторым из них выплачиваются проценты.

Характеристики коммерческих бумаг варьируются в зависимости от национального законодательства. В российском законодательстве термин «коммерческие бумаги» отсутствует, как его аналог можно рассматривать простые векселя и краткосрочные биржевые облигации.

Отличие коммерческих бумаг от других ценных бумаг состоит в порядке их эмиссии: в большинстве стран не требуется государственная регистрация эмиссии, либо она носит упрощенный порядок, отсутствуют требования к обязательному раскрытию информации и т. д. Упрощенный порядок эмиссии коммерческих бумаг снижает как денежные, так и временные издержки привлечения ресурсов.

В большинстве случаев коммерческие бумаги являются бескупонными, т. е. ценными бумагами, которые размещаются с дисконтом к номинальной стоимости, размер которого определяется рыночными процентными ставками в момент размещения.

Одной из коммерческих бумаг является **вексель** (от нем. Wechsel – «обмен, мена») – это ценная бумага, напоминающая долговую расписку (рис. 25). Он не привязан к конкретной сделке – вексель просто фиксирует факт, что одна сторона согласна заплатить другой определенную сумму в оговоренные сроки. Вексель удобен в бизнесе как инструмент краткосрочного финансирования: компания может рассчитаться с контрагентом не деньгами, а векселем. Но в использовании векселей есть много тонкостей.

В истории векселя появились как способ упростить торговые операции, особенно в условиях дальних перевозок товаров и отсутствия достаточного количества наличных денег. Они стали предвестниками современных банковских систем и финансовых инструментов. Так, в истории Древнего мира прототипы векселей можно найти еще в Вавилоне и Древней Греции, где они использовались для обмена и пересылки денег. В Средневековье векселя получили широкое распространение в Италии в XII веке. Иностранные купцы использовали их для обмена денег, получая письменное обязательство (вексель) на получение местной валюты по возвращении на родину. Векселя упрощали расчеты между купцами, позволяя им не возить с собой большие суммы денег. Они также служили инструментом для кредитования, когда одна сторона выдавала другой вексель в обмен на деньги. Вексель можно было передавать от одного лица другому, что позволяло его с древних времен использовать его в качестве средства платежа или залога. Векселя до сих пор используются в

финансовых операциях, хотя их роль несколько изменилась с появлением более сложных инструментов. Таким образом, история векселя тесно связана с развитием торговли и финансовых систем, а его формальность и безусловность делают его важным инструментом в расчетах и кредитовании.



Рисунок 25 – Пример векселя

Особенности векселя как ценной бумаги:

– Вексель *похож на долговую расписку*. Он подтверждает, что векселедатель (тот, кто выпустил вексель) обязан заплатить кредитору (покупателю векселя) определенную сумму в определенный срок. Векселедателя также называют должником, выплату денег – погашением векселя.

– Чаще всего векселя *используют компании для расчетов друг с другом*. Реже они выпускают векселя, чтобы одолжить деньги на развитие у физических лиц. Частные лица тоже имеют право выдавать векселя вместо долговых расписок, но этой возможностью практически никто не пользуется.

– Обычно *доход указывается в процентах на самом векселе*. В других случаях на векселе указан его номинал. Но фактически бумагу продают по другой цене. В этом случае доход будет равен разнице между номиналом и ценой погашения векселя. Разницу между фактической ценой на момент покупки векселя и его номиналом называют дисконтом.

В табл. 11 представлена классификация векселей по различным классификационным признакам – субъекту, производящим выплату, эмитенту, порядку владения, форме дохода, территории, сроку платежа, гарантии оплаты, отношению к собственности, по форме выпуска, возможности передач, экономическому основанию.

Таблица 11 – Классификация векселей

Классификационные признаки	Виды векселей
Субъект, производящий выплату	простые, переводные
Эмитент	государственные, частные
Порядок владения	именной, на предъявителя
Форма дохода	процентный, дисконтный
Территория	локальные, национальные, международные
Срок платежа	по предъявлении, по предъявлении, но не ранее определенной даты, на определенный день
Гарантии оплаты	авалированные, неавалированные
Отношение к собственности	выданные, полученные
По форме выпуска	бумажные, безбумажные
Возможность передачи	индоссируемые, индоссируемые
По экономическому основанию	товарный, финансовый, дружеский (бронзовый, дутый),

Обзор векселей был бы неполным, если бы не рассмотрение их **основных характеристик**:

- *Возможность передачи сторонним третьим лицам* без документального фиксирования такой операции.
- *Беспорность векселя*, то есть требования по векселю являются безусловными к исполнению и реализуются в полном объеме.
- *Солидарность векселя*, то есть ответственность по векселю несут все лица, участвующие в исполнении и обороте векселя.
- *Документарность векселя*, то есть вексель оформляется в виде бланка строгой отчетности в бумажной форме.
- В случае неуплаты задолженности в предусмотренный срок *не требуется никаких судебных разбирательств*. В этом случае достаточно совершить нотариальный протест.

На рис. 26 приведена схема, иллюстрирующую взаимоотношение сторон в ходе обращения простого соло-векселя и переводного векселя (тратты).

1. Обращение простого векселя

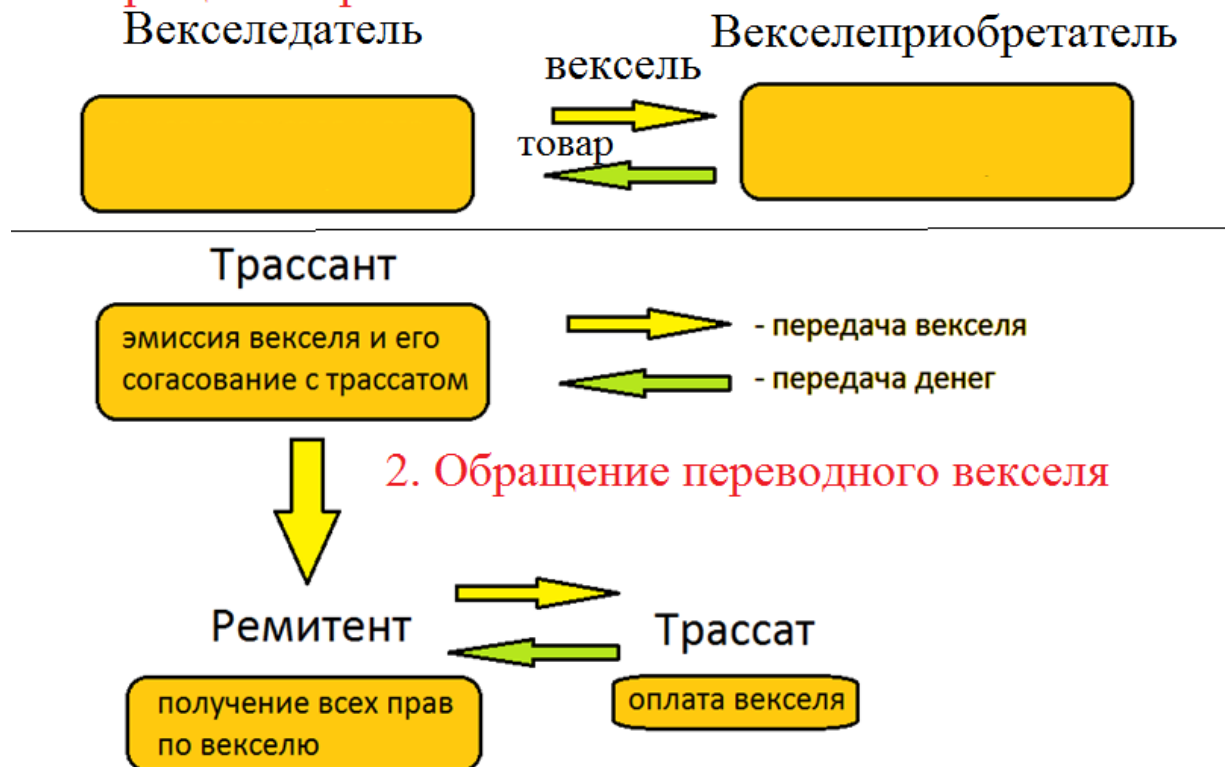


Рисунок 26 – Схема обращения простого и переводного векселя

В случае обращения простого векселя это 2 стороны – векселедатель и векселедержатель или приобретатель. Вексель содержит обязательство заплатить требуемую сумму в заранее оговоренные сроки, и в адрес кредитора, на имя которого оформлен вексель, то есть вексель выступает в роли аналога долговой расписки. Можно сказать, что простой вексель – это ценная бумага, которая содержит ничем не обусловленное обязательство векселедателя уплатить сумму векселедержателю или его правопреемнику. Обращение простого векселя предполагает наличие двух субъектов: векселедателя и векселеприобретателя (векселедержателя).

В случае обращения переводного векселя (его часто называют тратта) указано три основных стороны, без участия которых оформление тратты не представляется возможным в принципе. Сторонами в данной схеме обращения являются:

- *трассант* – лицо выдавшее (эмитировавшее) тратту;
- *ремитент* – лицо являющееся получателем денег по тратте;
- *трассат* – лицо, которое должно выплатить ремитенту деньги по тратте.

По переводному векселю должник (трассат) осуществляет платеж в пользу третьего лица (ремитента) по его приказу или по поручению лица его выдавшего (трассанта).

Использование векселя решает следующие *задачи*:

- создает условия для безусловного получения денежных средств за поставленные товары, выполненные работы или оказанные услуги;
- дает возможность заключить сделку купли-продажи товаров, работ, услуг без условия предварительной оплаты;
- может использоваться как эффективное платежное средство между юридическими и физическими лицами, для зачета взаимных требований;
- может быть объектом купли-продажи или быть предметом залога.

Вексель – вполне законный финансовый инструмент. Но в обращении с ними есть много тонкостей, из-за которых его покупка может обернуться убытками. Так, нередко продавцы векселей уверяют, что это классический финансовый продукт и что доходность по векселю будет даже выше, чем по вкладу. В некоторых случаях это действительно может оказаться правдой. Но при этом продавцы обычно умалчивают о тех **рисках, которые связаны с покупкой векселя** и которые говорят не в пользу этого финансового инструмента по сравнению с депозитами:

– ***Вексель не застрахован***

Банковские вклады застрахованы государством. Если у банка отзовут лицензию, его вкладчики точно получат обратно свои деньги в пределах 1,4 млн рублей. В случае с векселем, даже если он выдан банком, никаких гарантий при форс-мажорных ситуациях нет. Вложения в векселя не попадают в систему страхования вкладов. Причем векселедержатели относятся к третьей – последней – очереди кредиторов. Это значит, что в случае отзыва лицензии у банка, который выдал вексель, на погашение долгов перед ними денег уже может не остаться.

– ***Погасить вексель раньше указанного на нем срока нельзя***

Вклад можно забрать в любое время, хотя обычно и с потерей процентов. С векселем так не получится. Если на нем указан конкретный срок погашения, до этого момента деньги получить нельзя. Важно учитывать, что с прибыли по векселям нужно всегда отчислять налог в 13 %. Например, если доход составил 20 000 рублей, 2600 рублей из них придется заплатить налоговой. Проценты же по банковским вкладам облагаются налогом только в том случае, если доход по всем вашим депозитам за год превысил определенный уровень.

– Главный **риск – не вернуть уплаченные за вексель деньги** – может возникнуть еще в нескольких случаях.

– ***Вексель может быть выдан мошенниками***

Право выписать вексель есть абсолютно у любой компании, и этим могут воспользоваться мошенники. Например, продадут векселя, по которым вообще не собираются платить, и исчезнут. Кредитору в таком случае, скорее всего, придется навсегда распрощаться со своими деньгами.

– ***Вексель неправильно оформлен***

Существуют очень строгие требования к оформлению векселя. На нем должны присутствовать обязательные реквизиты:

Заголовок – вексель.

Сумма к оплате. Она должна быть написана без исправлений – и

цифрами, и прописью. Если вексель процентный, проценты должны быть указаны отдельно.

Дата и место составления векселя, то есть место, где он был куплен. Если место составления векселя не указано, им считается адрес должника.

Срок платежа. Место, в котором должен быть совершен платеж. Если оно не указано, то выплачивать деньги нужно там же, где был составлен вексель. Если информации о месте составления тоже нет, то местом платежа будет считаться адрес векселедателя (простой вексель) или плательщика (переводной вексель).

Наименование кредитора. Это полное наименование компании или фамилия, имя, отчество человека, а также их полные адреса.

Подпись векселедателя. Вексель должен быть подписан вручную. Если вексель выдает компания, на нем должна быть печать организации, а также подпись генерального директора и желательно – главного бухгалтера.

Реквизиты должника. Указываются полное наименование и адрес юридического лица или фамилия, имя, отчество и место регистрации человека. На переводном векселе должны быть указаны реквизиты и векселедателя, и плательщика.

Если какого-то из обязательных реквизитов нет, то составленная бумага не считается векселем. Это будет иметь значение, если кредитору придется взыскивать долг через суд. По векселю процедура более простая и быстрая, чем по другим обязательствам.

Положительными моментами использования векселя является то, что выписать вексель можно на любом листе бумаги, специальные бланки для этого не требуются. Если должник просто отказался платить, то придется идти в суд с нотариальным актом протеста векселя – подтверждением, что должник не вернул деньги. За протест векселя придется заплатить госпошлину – 1 % от неоплаченной суммы векселя, но не больше 20 000 рублей.

Процедура рассмотрения дел по опротестованным векселям довольно простая. Судья не будет интересоваться причинами, почему векселедатель отказался платить, так что не потребуются проводить заседания и слушать аргументы сторон. Он сразу направит должнику судебный приказ погасить вексель. Если должник не оспорит это решение в течение 10 дней, то судебный приказ отдадут кредитору, и он может идти с ним к приставам.

Таким образом, вексель – вполне законный финансовый инструмент. Но в обращении с ним есть много тонкостей, из-за которых его покупка может обернуться убытками. Если вы не уверены, что готовы разбираться во всех нюансах, лучше выбрать более простые способы вложения денег – например, банковский вклад.

Переходим к другой разновидности коммерческих бумаг – **чекам**. В соответствии со ст. 877 ГК РФ чеком признается ценная бумага, содержащая ничем не обусловленное распоряжение чекодателя банку произвести платеж чекодержателю указанной в нем суммы.

В хозяйственной практике чеки используются для осуществления расчетов за товары, работы и услуги.

Особенности обращения чека:

- В чековых отношениях участвуют три лица: чекодатель, плательщик и чекодержатель. Круг этих лиц, участвующих в чековом обращении, может быть расширен в результате передачи чека по индоссаменту или предоставления гарантии платежа по чеку (авалья).

- В качестве *плательщика по чеку выступает только банк*, в котором чекодатель имеет средства (на специальном чековом счете), которыми он вправе распоряжаться путем выставления чеков.

- Основанием для выдачи чека является *соглашение между чекодателем и плательщиком (чековый договор)*, согласно которому последний обязуется оплатить чеки при наличии у него средств, находящихся на счете чекодателя.

- Чек должен соответствовать требованиям ст. 878 ГК РФ и *содержать обязательные реквизиты*. Отсутствие в чеке какого-либо из указанных реквизитов делает его недействительным.

- Чек может быть предъявлен плательщику для оплаты в течение 10 дней с момента выдачи. Отзыв чека до истечения срока для его предъявления не допускается.

- Платеж по чеку, своевременно предъявленному к оплате, должен быть совершен немедленно и в полном объеме.

- Передача прав по чеку и последствия такой передачи регулируются нормами Гражданского кодекса РФ, но имеются и некоторые особенности. Например, ст. 880 ГК РФ устанавливает, что:

- именной чек не подлежит передаче другим лицам (в том числе и по договору уступки прав (цессии);
- в переводном чеке индоссамент на плательщика имеет силу расписки за получение платежа;
- индоссамент, совершенный плательщиком, является недействительным;
- в случае неплатежа по чеку чекодатель, авалисты и индоссанты солидарно отвечают перед чекодержателем.

Классификация видов чеков:

- *именной* – выписывается на определенное лицо;
- *предъявительский* – выписывается на предъявителя;
- *ордерный* – выписывается в пользу определенного лица или по его приказу, т. е. чекодатель (индоссант) может передать его новому владельцу (индоссату) с помощью индоссамента.

Следующие коммерческие ценные бумаги – **банковские сберегательные и депозитные сертификаты** – неэмиссионные документарные ценные бумаги, выпускаются как именные, так и на предъявителя.

В соответствии со ст. 844 ГК РФ банковские сберегательные и депозитные сертификаты – ценные бумаги, удостоверяющие сумму вклада, внесенного в банк, и право вкладчика (держателя сертификата) на получение по истечении установленного срока суммы вклада и обусловленных в сертификате процентов в банке, выдавшем сертификат или в любом филиале этого банка.

Выпуск и обращение сберегательных и депозитных сертификатов регулируется документами Центрального Банка Российской Федерации. Сберегательные и депозитные сертификаты могут выпускаться в одноразовом порядке и сериями. Сберегательные и депозитные сертификаты не могут служить средством платежа.

Особенностями банковских сберегательных сертификатов является то, что они:

- предназначены для вкладчиков – физических лиц;
- выпускать их могут только банки, работающие на рынке не менее года, создавшие резервный фонд в размере, установленном нормативными актами в процентах от оплаченного уставного капитала, а также имеющие соответствующие резервы на возможные потери по ссудам;
- по ним могут осуществляться как наличные, так и безналичные расчеты.

Особенностями банковских депозитных сертификатов является то, что они:

- предназначены для вкладчиков – юридических лиц;
- по ним могут производиться только безналичные расчеты.

Обязательными реквизитами сберегательных и депозитных сертификатов являются: наименование сертификаты, причина его выдачи, дата внесения вклада, внесенная сумма, безусловное обязательство банка вернуть указанную сумму, дата востребования суммы, сумма причитающихся процентов, название и адрес банка, подписи двух уполномоченных банком лиц и печать.

Обязательство по сертификату должно быть удовлетворено банком-эмитентом при предъявлении сертификата в указанный в нем срок.

Складские свидетельства – ценные бумаги, выдаваемые хранителем поклажедателю (стороне договора хранения, сдающей вещь хранителю) в подтверждение принятия от него товара на хранение.

Складские свидетельства – новый для российской практики инструмент. Пока они не нашли еще своего широкого применения, однако возможности, которые предоставляют данные обрацаемые товарораспорядительные документы, могут сделать их весьма полезными для товаровладельцев и покупателей материальных ценностей.

В соответствии со ст. 912 ГК РФ под складским свидетельством понимается ценная бумага, удостоверяющая принятие товара на хранение по договору складского хранения. Складские свидетельства выдаются товарными складами, имеющими лицензию на этот вид деятельности.

Складские свидетельства – документарные ценные бумаги, которые могут выпускаться *именными* и *на предъявителя*. Товар, принятый на хранение по складскому свидетельству, может быть в течение срока его хранения предметом залога путем залога соответствующего свидетельства.

Складские свидетельства, кроме того, подразделяются на *простые и двойные* (рис. 27).



Рисунок 27 – Пример складского свидетельства

Простое складское свидетельство выдается товарным складом при заключении договора хранения товаров.

Двойное складское свидетельство состоит из двух обособленных частей:

- складского свидетельства;
- залогового свидетельства.

Складское свидетельство как часть двойного складского свидетельства, каждая часть которого является самостоятельной ценной бумагой, предоставляет его владельцу право распоряжения товаром, находящимся на хранении, но не дает права получения товара со склада, без одновременного предоставления складу залогового свидетельства.

Залоговое свидетельство (варрант) как часть двойного свидетельства предоставляет его владельцу право залога на товары, хранящиеся на складе. Держателю складского свидетельства, который не имеет залогового свидетельства, но внес сумму долга по нему, товар выдается складом только в обмен на складское свидетельство и при условии представления вместе с ним квитанции об уплате всей суммы долга по залоговому свидетельству. Держатель складского и залогового свидетельства вправе получать товар по частям. При этом в обмен на первоначальные свидетельства ему выдаются новые свидетельства на товар, оставшийся на складе.

Обе части двойного складского свидетельства являются *ордерными ценными бумагами* и могут передаваться другим лицам вместе или порознь посредством индоссамента. В случае передачи по индоссаменту двойного складского свидетельства (или его части) все индоссанты солидарно отвечают

перед держателем свидетельства как за действительность, так и за исполнение обязательств, удостоверенных свидетельством.

Коносамент в соответствии со ст. 785 ГК РФ – это ценная бумага, документ, удостоверяющий заключение договора перевозки груза.

Коносамент является ценной бумагой, которая используется при перевозках груза морским, речным и иными видами транспорта. Правила выпуска и обращения коносаментов регулируются Кодексом торгового мореплавания РФ (ТМ РФ), Законом о перевозках грузов морем (COGSA: Carriage of goods by sea Act) США, несколькими международными конвенциями – например, Конвенцией 1924 года «Об унификации некоторых правил о коносаментах» (Гаагские правила, *Hague Rules*).

В соответствии с Кодексом торгового мореплавания, коносамент удостоверяет право его держателя распоряжаться указанным в нем грузом во время его транспортировки и получить груз после завершения перевозки.

Выдача коносамента осуществляется грузоперевозчиком после приема груза к перевозке. К нему обязательно прилагается страховой полис на перевозимый груз, а также документы, необходимые при прохождении таможенных процедур. Коносамент – документарная ценная бумага, которая может быть *предъявительской, именной или ордерной*.

Обязательными реквизитами коносамента являются:

Название морского судна, наименование компании-перевозчика, место приемки груза, наименование отправителя, получателя, время и место выдачи коносамента, подпись капитана судна.

Важным преимуществом использования коносаментов в хозяйственной деятельности является то, что пока груз находится в пути, он может многократно перепродаваться путем обращения (перепродажи) самого коносамента.

По прибытии в пункт назначения груз выдается предъявителю коносамента.

По желанию отправителя груза вместо коносамента грузоперевозчиком может быть выдана транспортная накладная, в которой отправитель и получатель груза совпадают в одном лице. Такая накладная подтверждает приемку груза к перевозке, но она не обладает свойствами ценной бумаги.

Производные ценные бумаги или финансовые инструменты (ПФИ), классификация которых приведена на рис. 28 – это двусторонние или многосторонние соглашения, стоимость которых является производной от некоторой лежащей в их основе величины. В качестве такой величины может выступать цена сырья или сельскохозяйственной продукции, курс акции или облигации, валютный курс, фондовые индексы, процентные ставки, вероятность наступления кредитного события, количество выпавших осадков и т. д.

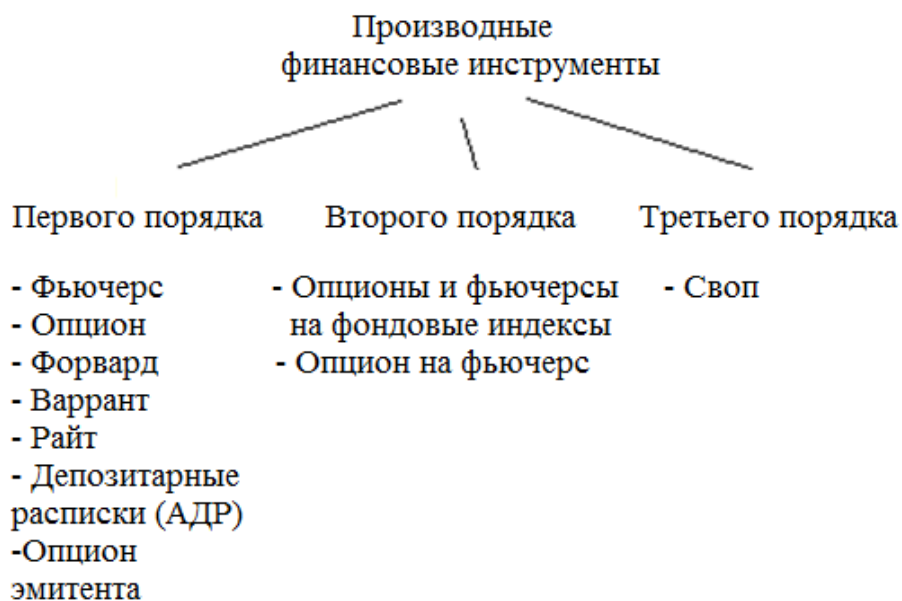


Рисунок 28 – Классификация производных финансовых инструментов

В экономической литературе можно встретить и иные термины для обозначения производных инструментов. Широко используются напрямую заимствованные из английского или немецкого языков термины «дериватив» или «дериват» (от слова латинского происхождения derivation – отведенный, разъединенный). Часто производные инструменты называют срочными контрактами, поскольку они по своей форме представляют собой соглашения о поставке предмета контракта в будущем.



Рисунок 29 – Классификация производных финансовых инструментов (ПФИ)

ПФИ, как видно на рис. 29, в зависимости от характера базового актива бывают товарными, финансовыми и прочими. От характера базового обращения – биржевыми и внебиржевыми; в зависимости от условий исполнения обязательств сторон – стандартные и экзотические; в зависимости от способов исполнения обязательств – расчетные и поставочные; в зависимости от соотношения прав и обязанностей сторон – симметричные и асимметричные.

Каждый дериватив имеет под собой гарантийное обеспечение, которое зависит напрямую от стоимости базового актива. Чем она выше, тем больше требуется обеспечение. Торговать деривативами легко, т. к. не нужно придумывать и долго оговаривать условия с контрагентов. Биржа, а в России это Московская биржа, давно все зафиксировала и предоставила в общий доступ. И эта информация доступна каждому рейдеру и инвестору. Высокий риск имеют внебиржевые сделки или договорные деривативы, т. к. не контролируются биржей.

Мировой рынок производных финансовых инструментов является огромным, исчисляемым в триллионах долларов. Его объем значительно превышает мировой ВВП, достигая по некоторым оценкам \$1000 триллионов (квадриллион). При этом, «валовая рыночная стоимость» торгуемых деривативов составляет около \$22 триллионов. Этот рынок включает в себя широкий спектр инструментов, которые торгуются на биржах и внебиржевом рынке. Валовая рыночная стоимость непогашенных деривативов постоянно растет, что свидетельствует о продолжающемся увеличении масштаба этого рынка.

На рис. 30 можно видеть хронологию становления и развития рынка производных финансовых инструментов, которая охватывает эволюцию этих инструментов от простых форм до сложных, современных контрактов.



Рисунок 30 – Хронология становления и развития рынка ПФИ

Прообразы деривативов существовали в древних цивилизациях, например, в виде контрактов на поставку зерна в Древней Греции и Риме. Так, развитие рынка в Средние века и Новое время характеризовалось тем, что формирование рынков для торговли сельскохозяйственной продукцией, а затем и для других товаров, привело к появлению первых срочных контрактов, таких как форварды. В XIX-XX веках произошло появление фьючерсных контрактов на бирже в Чикаго, унификация правил торговли, развитие стандартизированных контрактов. Вторая половина XX века – начало XXI века ознаменовалась бурным ростом рынка деривативов, появление новых видов инструментов (свопы, опционы на различные активы), развитие внебиржевого рынка деривативов. Современный этап представляет собой сложную регуляторную среду с постоянными инновациями в сфере деривативов, влиянием цифровых технологий на торговлю.

С точки зрения временных условий совершения сделок принято выделять спот-рынки (иначе говоря, кассовые или наличные рынки) и срочные (иначе форвардный) рынки.

То есть спот-рынок и срочный рынок – это два разных типа финансовых рынков, которые отличаются по срокам расчетов и условиям сделок. На спотовом рынке сделки заключаются и исполняются немедленно или в течение короткого периода времени (например, 1-2 дня), в то время как на срочном рынке сделки заключаются сегодня, но исполняются в будущем, по заранее оговоренным условиям (рис. 31).



Рисунок 31 – Кассовый (спот) рынок и срочный (форвардный) рынок

К **преимуществам** спотового рынка можно отнести то, что он дешевле срочного, а высокая волатильность позволяет отлично зарабатывать на нем сторонникам спекулятивной торговли, ведь за счет мгновенного исполнения сделок этот рынок и является ликвидным.

Недостатками данного рынка являются:

- наличие величины кредитного плеча, которая способствует увеличению рисков;
- «проскальзывание» стоимости, когда рынок является особенно волатильным, что влечет риск возникновения крупных убытков;
- государство не является регулятором рынка, поэтому ответственность за риски потерь лежит только на трейдерах.

Производные финансовые инструменты, иначе деривативы, с точки зрения условий исполнения обязательств сторон, принято подразделять на два основных класса: *стандартные* (иначе – обычные, или классические) и *экзотические* (нестандартные) (рис. 32).



Рисунок 32 – Виды производных финансовых инструментов

Стандартные производные финансовые инструменты – это контракты, цена которых зависит от стоимости базового актива. К ним относятся фьючерсы, форварды, опционы и свопы, которые считаются основными видами деривативов. Эти инструменты торгуются на срочном рынке и позволяют инвесторам хеджировать риски или спекулировать на изменении цен.

Экзотические производные финансовые инструменты – это нестандартные деривативы. Они часто разрабатываются под конкретные потребности инвесторов и могут включать в себя сложные математические модели и условия. К экзотическим деривативам можно отнести, например:

- *азиатские опционы*, в которых цена исполнения зависит от среднего

значения базового актива за определенный период;

- *барьерные опционы*, в которых срок действия зависит от достижения ценой актива определенного уровня;

- *дистанционные опционы*, в которых выплата зависит от разницы между ценой исполнения и ценой актива и другие.

Форвард – контракты, которые заключаются вне биржи, т.е. биржа не ставит никаких своих ограничений. Участники форвардного контракта сами выбирают, на каких условиях они будут работать. Здесь уточняются все моменты, включая доставку, упаковку, маркировку, а не только цены. На рис. 33 приведен пример форвардной сделки на внебиржевом рынке.

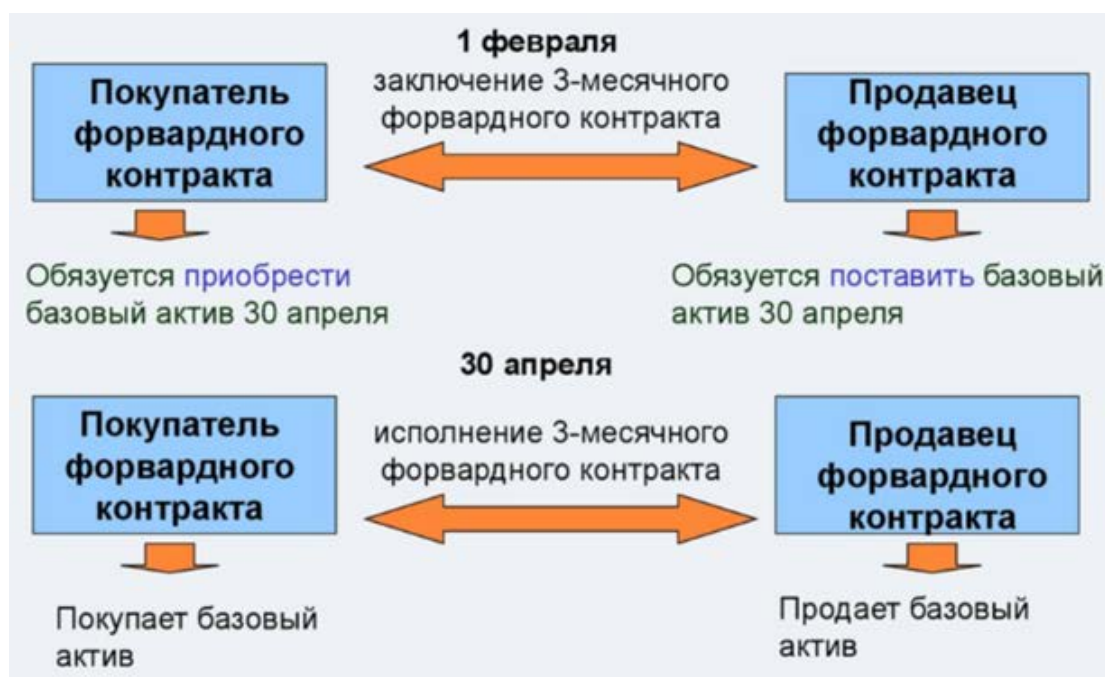


Рисунок 33 – Схема форвардного контракта

Фьючерс – контракты на будущее, через заранее оговоренный срок по зафиксированной цене. Фьючерсы могут быть с выкупом активов и без, часто используется для хеджирования, т. е. страхования рисков. Особенность фьючерса состоит в том, что этот инструмент является стандартизированным и выступает исключительно в качестве объекта биржевой торговли.

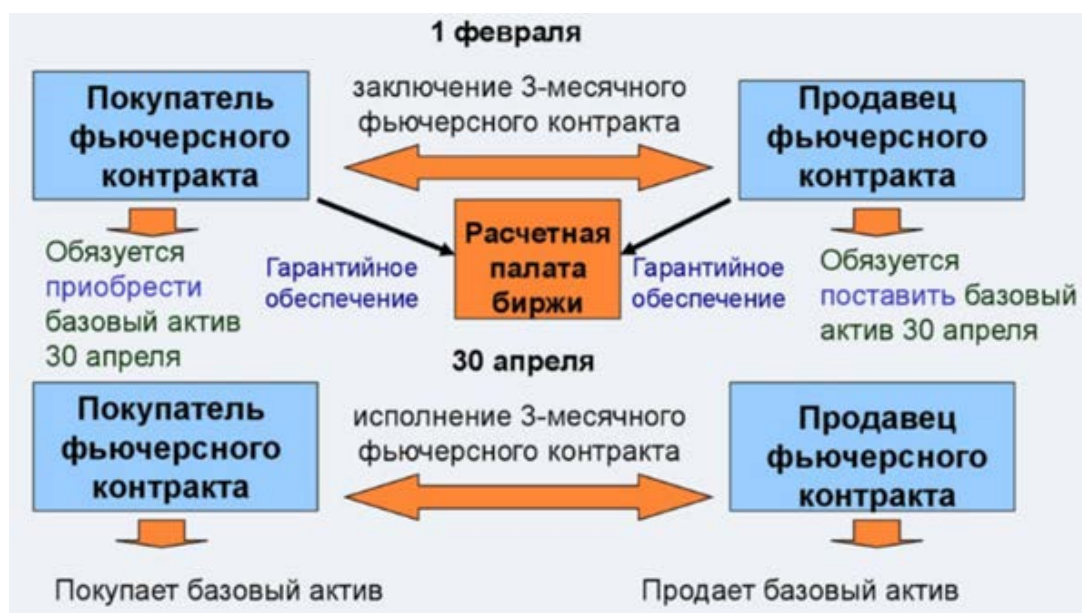


Рисунок 34 – Схема фьючерсного контракта

Отличаются фьючерсы фиксированной ценой на момент экспирации, т. е. окончательного расчета между покупателем и продавцом в момент завершения контракта. На рис. 34 приведен пример форвардной сделки на срочной бирже.

Опцион – соглашение между двумя сторонами, дающее право покупателю при ответных обязательствах продавца купить или продать базовый актив по цене исполнения. Покупка называется колл-опционом, продажа – пут-опционом. Опционы похожи на фьючерс. Но если фьючерс несет обязательное завершение, то опцион – это всего лишь возможность закрыть сделку в будущем. Никаких строгих обязательств в опционе нет. На рис. 35 приведен пример сделки с опционом.

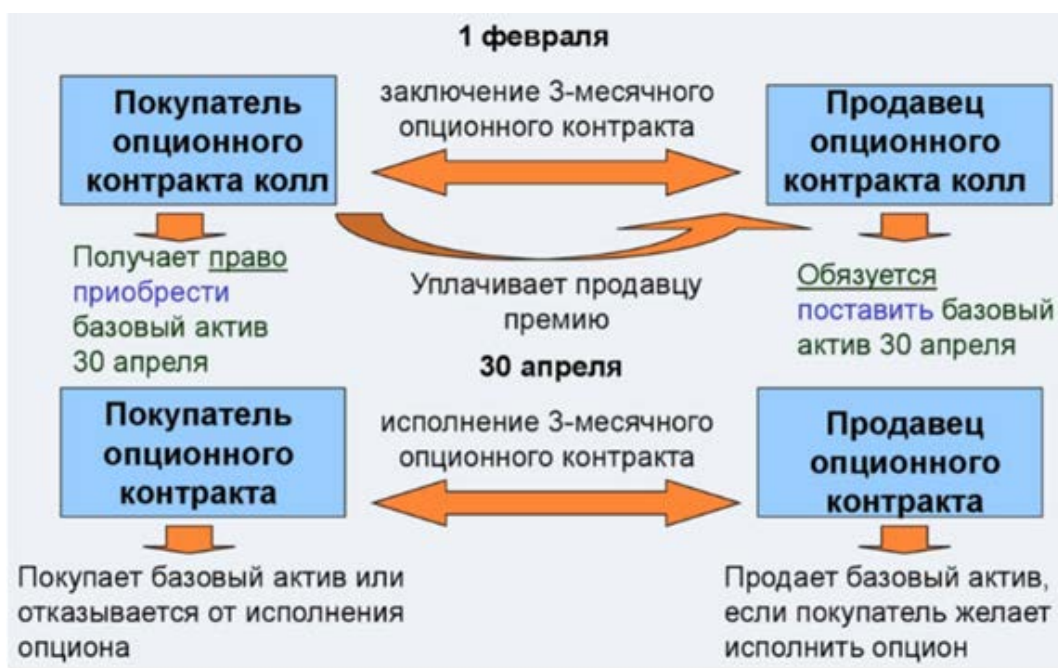


Рисунок 35 – Схема опционного контракта

Своп – соглашение между двумя сторонами о кратковременной сделке об обмене в будущем активами или валютой в соответствии с оговоренными условиями. Его используют, чтобы увеличить сумму залога для финансирования, как страховку. Участники могут обмениваться даже кредитами с разными условиями, когда в одном ставка плавающая, а в другом – фиксированная. На рис. 36 приведен пример своп-сделки.

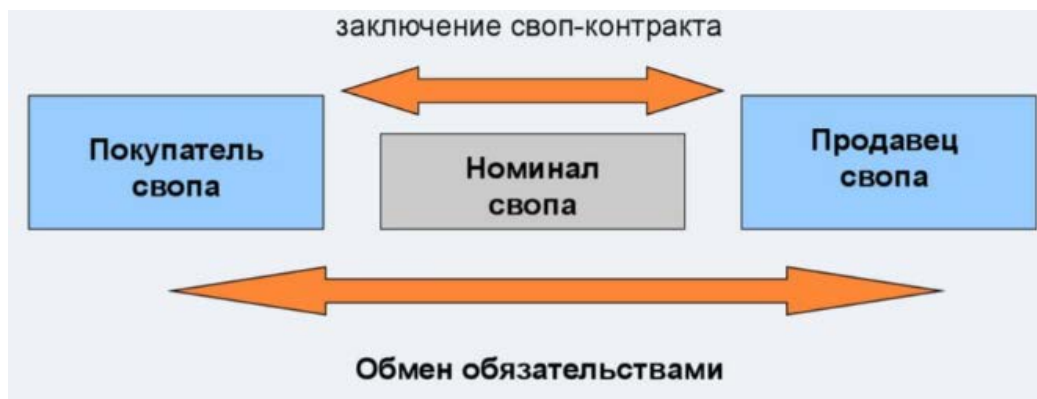


Рисунок 36 – Схема своп-контракта

В зависимости от лежащих в их основе базисных активов производные инструменты подразделяются на:

- сельскохозяйственные продукты (зерновые культуры, скот, цыплята, кофе-какао,
- сырьевые товары товарные (деривативы на нефть, нефтепродукты, электроэнергию, металлы);
- индексы;
- погодные условия, результаты выборов;
- криптовалюты;
- валютные активы, процентные инструменты и фондовые активы (рис. 37).



Рисунок 37 – Виды базовых активов срочных контрактов

Краткие выводы

Коммерческие ценные бумаги (КЦБ) – это краткосрочные долговые обязательства, выпускаемые компаниями для привлечения финансирования, обычно на срок до 1 года. Они представляют собой альтернативу банковским кредитам и торгуются на внебиржевом рынке.

К коммерческим ценным бумагам относятся векселя – это ценная бумага, которая подтверждает обязанность одной стороны передать деньги другой стороне. Существует два вида векселя – простой и переводной, являющихся долговыми ценными бумагами. В простом векселе должник обязуется выплатить указанную сумму непосредственно держателю векселя, в переводном – векселедатель поручает третьему лицу (плательщику) выплатить указанную сумму держателю векселя.

Чек – это документ, который позволяет его владельцу получить деньги со счета чекодателя в банке.

Депозитный и банковский сертификаты – это ценные бумаги, выпускаемые банками, которые удостоверяют внесение клиентом денежных средств на определенный срок и под определенный процент. Разница между ними в основном в том, кому они выдаются: депозитные сертификаты предназначены для юридических лиц, а сберегательные (они же банковские) – для физических.

Залоговое свидетельство (варрант) – это ценная бумага, удостоверяющая право залога на товар, который находится на хранении на товарном складе. Оно является частью двойного складского свидетельства и может быть отделено от складского свидетельства. Владелец залогового свидетельства имеет право залога на товар в размере выданного по нему кредита и процентов.

Коносамент – это документ, выдаваемый перевозчиком груза грузовладельцу, удостоверяющий право собственности на отгруженный товар. Он является одновременно распиской в получении груза, подтверждением договора перевозки и товарораспорядительным документом.

Производные финансовые инструменты (ПФИ) или деривативы – это финансовые контракты, стоимость которых зависит от стоимости базового актива (например, акции, валюты, товара). Они позволяют сторонам сделки обмениваться правами и обязанностями, связанными с изменением цены базового актива, без необходимости владения им. Существует спотовый рынок и срочный рынок торговли деривативами, разница которых во времени проведения сделок. Срочный предполагает немедленное заключение сделки, спотовый рынок – от 2-х дней и более.

Основные виды ПФИ: фьючерсы – стандартизированные контракты на покупку или продажу базового актива в будущем по заранее определенной цене и дате, форварды – аналогичны фьючерсам, но они не торгуются на бирже и заключаются внебиржевым способом, опционы – контракты, дающие право, но не обязательство, купить или продать базовый актив по определенной цене в установленный срок, свопы – договоры, предусматривающие обмен денежными потоками или активами между сторонами.

Сделки с производными финансовыми инструментами совершаются

набиржах и они подойдут для кратковременных спекуляций. Полезность для долгосрочных инвестиций заключается в возможности хеджирования портфеля. Такие контракты могут принести не только быстрый фантастический доход, но и такой же убыток. Тщательный анализ и внимательное наблюдение за поведением цен на базовые активы, а также вовремя закрытая сделка может спасти инвесторов от больших потерь.

Контрольные вопросы

1. Что такое рынок коммерческих ценных бумаг и в чем его отличие от других сегментов рынка ценных бумаг?
2. Какие основные функции выполняет рынок коммерческих ценных бумаг?
3. Какие инструменты обращаются на рынке коммерческих ценных бумаг?
4. Какие основные цели преследуют участники рынка коммерческих ценных бумаг (эмитенты, инвесторы)?
5. Какие основные риски существуют на рынке коммерческих ценных бумаг?
6. Какие существуют особенности и перспективы развития рынка коммерческих ценных бумаг в России?
7. Что такое производные финансовые инструменты (деривативы) и каковы их виды, функции?
8. В чем отличие производного инструмента от базового актива?
9. Какие качественные изменения происходят на финансовом рынке в связи с расширением использования производных финансовых инструментов?
10. Что такое рынок производных финансовых инструментов, какова структура его участников, риски, с которыми они сталкиваются?
11. Как организован биржевой и внебиржевой рынок производных финансовых инструментов, каково его состояние в России и других странах?

2.5. Инвесторы и теория портфельных инвестиций

На финансовом рынке осуществляются различные виды деятельности субъектов рынка для достижения определенных целей, таких как получение финансирования, размещение свободных денежных средств, предоставление возможности торговли ценными бумагами и т.д. Участниками рынка ценных бумаг являются эмитенты, инвесторы и профессиональные посредники. Инвесторы вкладывают средства, покупая ценные бумаги за свой счет. Инвестор на финансовом рынке – это физическое или юридическое лицо, приобретающее финансовый актив в целях извлечения прибыли.



Рисунок 38 – Классификация инвесторов по объектам и степени риска

Разные инвесторы имеют на рынке свои интересы, размеры инвестируемого капитала, горизонты инвестирования и масштаб действий, но целью инвестиций всегда является обеспечение роста вложенного капитала в предстоящем периоде, получение текущего дохода либо решение определенных задач, например, производственных или социальных. В этой связи по объектам вложения средств разделяют реальные и финансовые инвестиции, а по степени риска – безрисковые, низкорисковые, рискованные и высокорисковые (рис. 38).

В случае *реальных инвестиций* капитал инвестируется с целью производства продукта (приобретаются основные фонды, сырье, технологии и т. д.). То есть инвестирование осуществляется в реальные активы – физические и инновационные нематериальные. Это то материальное производство, которое является основой финансовых отношений. На финансовом рынке реальные инвестиции не осуществляются.

Финансовые инвестиции характеризуют вложения капитала в различные финансовые инструменты, включая ценные бумаги, вклады в банк, покупку валюты, вложения в инвестиционный фонд. То есть к финансовым инвестициям относят инвестиции на финансовом рынке, в совокупности своей образующие инвестиционный портфель.

По степени рискованности инвестиции подразделяются на:

– **безрисковые** – вложение средств в государственные ценные бумаги или банковские вклады при условии, что банк является участником системы страхования вкладов. Это понятие кроме отсутствия риска обозначает еще и самую низкую доходность.

– **низкорисковые** – покупка ценных бумаг первоклассных компаний, обращающихся на фондовой бирже («голубые фишки»), а также муниципальных облигаций;

– **рискованные** – инвестиции в основную массу финансовых инструментов;

– **высокорискованные (венчурные)** – покупка финансовых инструментов, связанных с организацией нового бизнеса, рискованных инновационных

проектов, а также ценных бумаг компаний, не имеющих кредитного рейтинга или близких к банкротству.

Инвестиционные портфели принято классифицировать не только по степени риска, но и по источнику доходов по ценным бумагам портфеля. По данному критерию инвестиционные портфели делятся на портфели роста и портфели дохода.

Портфели роста формируются из активов, которые приносят доход за счет увеличения их стоимости, например, акций компаний, чьи акции растут в цене, например, акции технологических компаний, молодых быстрорастущих компаний или компаний, работающих в перспективных отраслях. Портфели дохода, в свою очередь, нацелены на получение регулярных выплат, например, дивидендов по акциям или процентов по облигациям. В отличие от портфеля роста, портфель дохода *ориентирован на получение регулярного дохода в виде дивидендов и процентов. Включает более консервативные инструменты, такие как облигации.*

Виды портфелей роста:

– **Консервативный портфель роста:**

Содержит акции крупных стабильных компаний, облигации и другие инструменты с низким уровнем риска.

– **Умеренный портфель роста** включает акции как крупных, так и средних компаний, а также облигации и другие инструменты.

– **Агрессивный портфель роста** состоит из акций молодых, быстрорастущих компаний, а также компаний с высоким потенциалом роста, но с более высоким уровнем риска.

Чем выше степень риска для инвестора, тем больший уровень дохода он потребует от инструмента, и это понятно: если при более низком уровне риска инвестор сможет получить больший доход, то он вложит средства с минимальным риском.

Деятельность инвесторов на рынке ценных бумаг формирует совокупность инвестиционных операций и обусловлена направленностью интереса. По цели инвестиций выделяют стратегических инвесторов, портфельных инвесторов и спекулянтов, а по статусу – индивидуальные, квалифицированные, институциональные и коллективные (рис. 39).



Рисунок 39 – Классификация инвесторов по цели и статусу

Основные цели включают сохранение капитала, приумножение капитала, получение дохода и спекуляцию.

Стратегические инвесторы ориентированы на контроль над предприятием. Они предполагают получить собственность, завладев контрольным (или крупным) пакетом акций и рассчитывают на доход от использования этой собственности. Такие операции формируют рынок корпоративного контроля.

Стратегические инвесторы ставят своей задачей расширение сферы влияния, в этой связи:

- инвестируют средства в акционерный капитал на долгосрочной основе;
- в значительной степени и в течение длительного времени влияют на принятие решений в управлении компанией;
- обычно осуществляют перенос технологий, систем управления и других ресурсов для использования предприятиями, в которые вложены средства;
- преследуют не только цели прироста стоимости предприятия и прибыли, но и прироста дохода за счет перераспределения ресурсов и других операций.

Осуществляя инвестирование, **портфельные инвесторы** предпочитают диверсификацию и стремятся минимизировать риск, вкладываясь в различные ценные бумаги таким образом, чтобы прибыль по одним финансовым инструментам покрывала убытки по другим. Однако формирование портфеля, управление им требуют значительных временных затрат, специальных знаний в области процедур отбора ценных бумаг, включая понимание закономерностей развития экономики и производства, наработку навыков экономического и финансового анализа, обработку разнообразной информации, что может оказаться накладным и трудным для отдельных инвесторов.

Как мы уже знаем, в этой связи инвестиционные операции на рынке ценных бумаг осуществляются двумя основными способами: *прямым* и *косвенным* инвестированием. Прямое инвестирование осуществляется покупкой ценных бумаг различных эмитентов через посредство брокера. Косвенное инвестирование предполагает передачу средств в доверительное управление, вложения на фондовом рынке через инвестиционные фонды.

Портфельные инвесторы рассчитывают, как правило, лишь на доход от принадлежащих им ценных бумаг – в форме дивидендов, процентов или прироста курсовой стоимости. Это лица (или их ассоциированная группа), владеющие, как правило, небольшим пакетом обыкновенных акций (менее 10 %). Для портфельных инвесторов актуальны вопросы: что и когда покупать и продавать? Прежде чем ответить на них, портфельный инвестор должен определить:

- с какой целью он осуществляет вложение средств;
- насколько он готов рисковать;
- что для него важнее: безопасность вложений и сохранение инвестиций или получение дохода.

К задачам портфельного инвестора следует отнести:

- прирост и сохранность стоимости инвестиций;

- поддержание их стабильной доходности и ликвидности;
- возможности быстрой и без значительных потерь продажи инвестиций с тем, чтобы перейти к вложениям в другие финансовые активы.

Следует назвать еще одну категорию участников, осуществляющих инвестиционные операции, – это **спекулянты**. Они заинтересованы в получении прибыли от разницы в курсах ценных бумаг и сосредоточены в сфере краткосрочных операций на рынке, получая доход от кратковременных изменений цен, играя на колебаниях курсов ценных бумаг. В зависимости от временного горизонта инвестиционной операции спекулянты выступают в роли:

- *скальперов* (scalper) – «срезают» разницу от незначительных изменений цены (в течение дня, часа или минут);
- *дневных трейдеров* (day trader) – открывают/закрывают позиции в течение одного торгового дня;
- *позиционных спекулянтов* (position trader) – занимают позиции на срок от нескольких дней до нескольких месяцев, осуществляя продажу без покрытия (short sale) или сделки с маржой (margin).

Индивидуальные инвесторы по классификационному признаку «статус» осуществляют вложения на фондовом рынке на свой страх и риск, зачастую не имея специальных навыков. Приобретая опыт проведения операций с ценными бумагами, они могут получить статус квалифицированного инвестора в случае наличия достаточного объема средств и при условии постоянного проведения фондовых операций.

В российской практике к **коллективным инвесторам** относятся акционерные, паевые и негосударственные инвестиционные фонды, а также кредитные союзы (рис. 40).

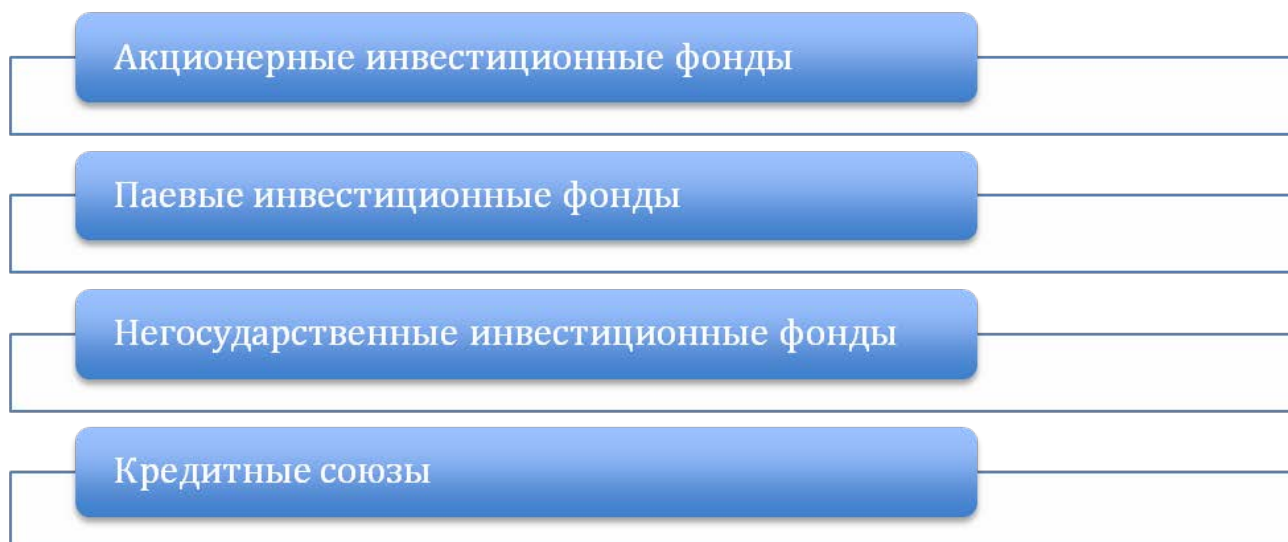


Рисунок 40 – Виды коллективных инвесторов

Коллективное инвестирование предполагает схему организации бизнеса, при которой средства мелких инвесторов аккумулируются в единый пул под

управлением профессионального управляющего в целях их прибыльного последующего вложения. Наиболее яркой формой коллективного инвестирования выступают инвестиционные фонды – механизм, при помощи которого отдельные лица передают денежные средства или активы в руки профессиональных менеджеров для управления. Вложения многих инвесторов управляются как единый портфель, в котором у каждого инвестора есть доля, пропорциональная его инвестиции.

Квалифицированным инвесторам разрешается принимать на себя большие риски, в международной и российской практике на рынок могут выпускаться ценные бумаги, предназначенные именно и только для квалифицированных инвесторов (рис. 41).

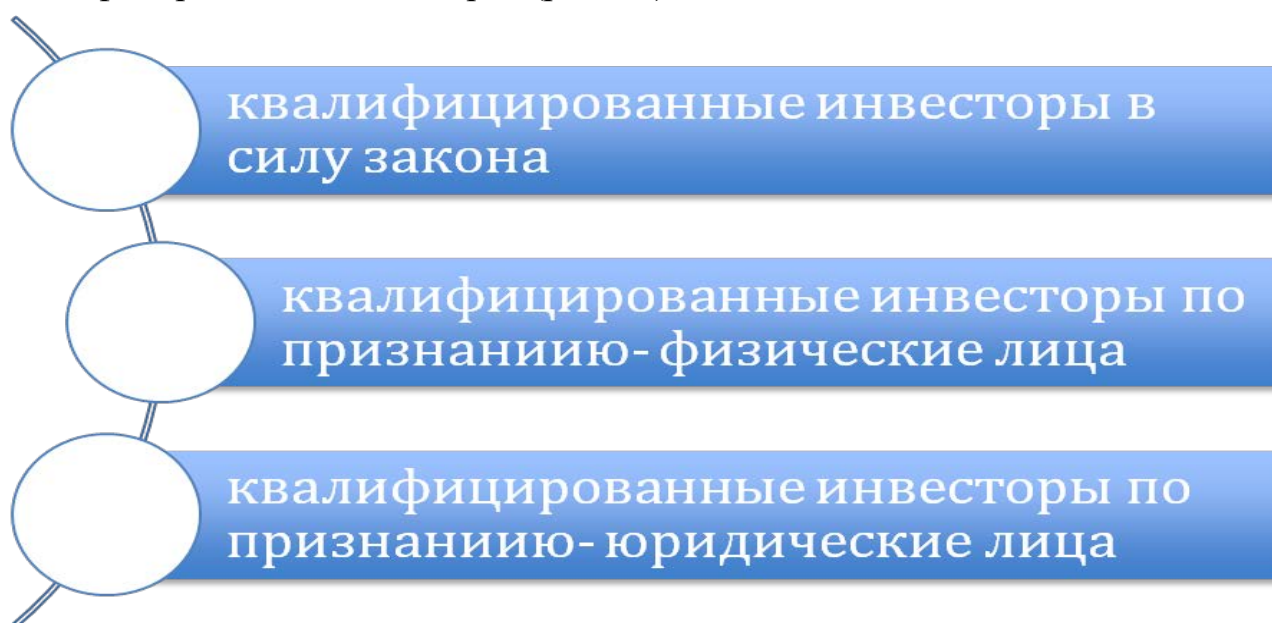


Рисунок 41 – Виды квалифицированных инвесторов

Законодательно закреплено три вида квалифицированных инвесторов.

1. Инвесторы, у которых квалификация присутствует уже исходя из вида деятельности. Они называются – **квалифицированные инвесторы в силу закона**, К ним относятся профессиональные участники рынка ценных бумаг, клиринговые организации, кредитные организации, акционерные инвестиционные фонды, паевые инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, страховые организации, Банк России, Агентство по страхованию вкладов, иные лица, отнесенные к квалифицированным инвесторам федеральными законами.

2. **Физическое лицо** может быть признано квалифицированным инвестором, если оно отвечает любому из следующих требований: владение ценными бумагами и (или) иными финансовыми инструментами (в том числе и переданные в доверительное управление) общей стоимостью не менее 6 миллионов рублей, опыт работы в российской и (или) иностранной организации, которая совершала сделки с финансовыми инструментами не менее двух лет, если такая организация является квалифицированным инвестором в силу закона, совершение сделок с финансовыми инструментами,

за последние четыре квартала в среднем не реже 10 раз в квартал, но не реже одного раза в месяц, совокупная цена которых за указанный период должна составлять не менее 6 млн. рублей, наличие высшего экономического образования или квалификационный аттестат специалиста финансового рынка, квалификационный аттестат аудитора, квалификационный аттестат страхового актуария, сертификат «Chartered Financial Analyst (CFA)», сертификат «Certified International Investment Analyst (CIIA)», сертификат «Financial Risk Manager (FRM)».

3. **Юридическое лицо** может быть признано квалифицированным инвестором, если оно является коммерческой организацией и отвечает любому из следующих требований: имеет собственный капитал не менее 200 млн рублей, совершало сделки с финансовыми инструментами, за последние четыре квартала в среднем не реже пяти раз в квартал, но не реже одного раза в месяц, при этом совокупная цена таких сделок должна составлять не менее 50 млн рублей; имеет выручку от реализации товаров (работ, услуг) по данным бухгалтерской отчетности (национальных стандартов или правил ведения учета и составления отчетности для иностранного юридического лица) за последний заверченный отчетный год не менее 2 млрд рублей; имеет сумму активов по данным бухгалтерского учета (национальных стандартов или правил ведения учета и составления отчетности для иностранного юридического лица) за последний заверченный отчетный год в размере не менее 2 млрд рублей

Институциональные инвесторы – юридические лица, для которых основным видом деятельности является аккумуляция денежных средств и их последующее инвестирование в целях получения дохода для владельцев этих средств. Также это лица, у которых в процессе деятельности остаются свободные средства в силу отложенного спроса на них. К институциональным инвесторам относятся:

- Инвестиционные фонды (и прочие).
- Негосударственные пенсионные фонды.
- Страховые компании.
- Кредитные союзы (рис. 42).

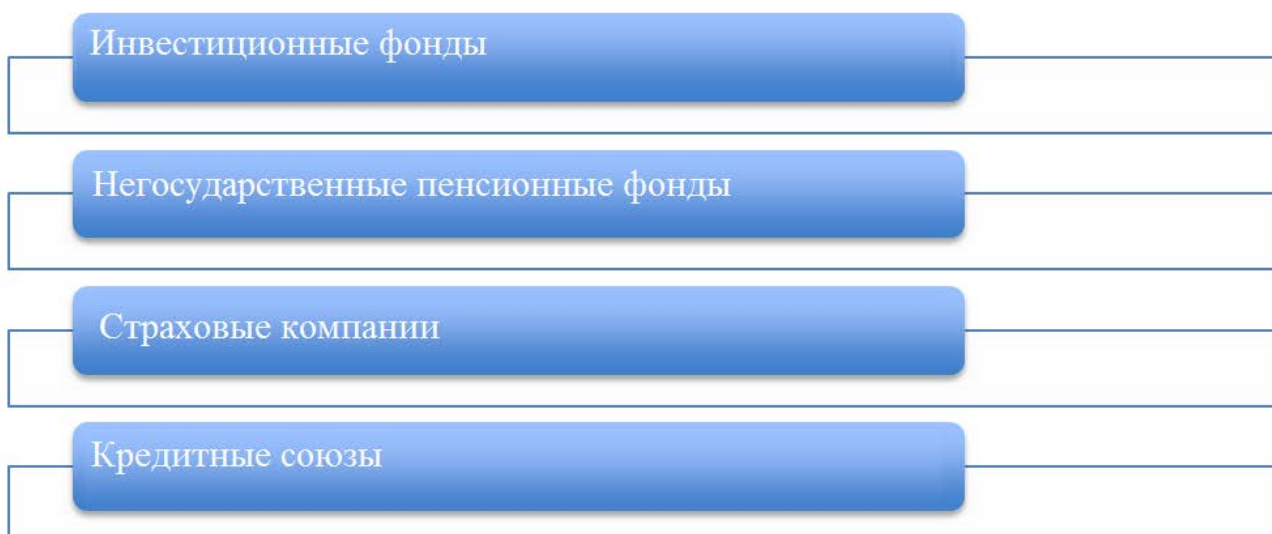


Рисунок 42 – Виды институциональных инвесторов

Несмотря на то, что многие институциональные инвесторы сами являются коллективными инвесторами, так как управляют средствами большого количества людей, коллективные и институциональные инвесторы – это разные категории участников рынка ценных бумаг. Основное различие заключается в масштабе, профессионализме и целях инвестирования. Институциональные инвесторы, такие как пенсионные фонды, страховые компании или инвестиционные фонды, управляют крупными объемами средств и часто имеют возможность проводить глубокий анализ инвестиционных возможностей. Коллективные инвесторы, в свою очередь, объединяют свои средства для инвестирования в различные финансовые инструменты, часто под управлением профессиональных управляющих, но в меньших масштабах, чем институциональные.

Выделяют ряд **основных преимуществ, которые обеспечивает инвестиционный фонд своим инвесторам** (вкладчикам, пайщикам):

- *Профессиональное управление активами инвестиционных фондов.* Работа на финансовом рынке требует специальных знаний и профессиональной подготовки. Кроме того, для эффективного инвестирования необходима оперативная информация о финансовых активах, профессиональных участниках рынка ценных бумаг, о состоянии и тенденциях рынка и так далее, анализом которой занимаются целые функциональные подразделения. Но и этого недостаточно. Мало принять правильное профессиональное решение. Необходимо еще и суметь вовремя реализовать это решение на практике. Такими возможностями в комплексе может не обладать даже крупный индивидуальный капитал, уже не говоря об обычных гражданах. А инвестиционный фонд такую возможность предоставляет, поскольку его активами управляют профессионалы – управляющая компания, имеющая специальную лицензию, для получения которой необходимо соответствовать требованиям финансовой устойчивости, профессионализма и другим важным критериям.

- *Снижение риска инвестирования.* Инвестиционный портфель фонда формируется из многих видов ценных бумаг, имеющих разную доходность и степень риска. Таким образом, риск для всех инвесторов инвестиционного фонда усредняется и снижается по сравнению с риском индивидуальных инвестиций. Даже незначительная по размеру инвестиция, сделанная через инвестиционный фонд, обезличиваясь в «общем котле», обеспечивает необходимую степень диверсификации вложений, невозможную при самостоятельном выходе мелкого инвестора на финансовый рынок.

- *Снижение затрат на управление инвестициями.* Инвестиционный фонд в качестве крупного инвестора дает возможность снизить затраты на управление инвестиционным портфелем по двум направлениям: во-первых, выступая оптовым покупателем, инвестиционный фонд может получить существенные льготы в цене по сравнению с мелким розничным покупателем, как и на любом другом рынке. Во-вторых, инвестиционный фонд снижает операционные и накладные расходы в расчете на единицу инвестирования (затраты на

перерегистрацию прав собственности, информационно-аналитическое обслуживание и так далее).

– *Контроль со стороны государства в целях защиты прав инвесторов.* В силу того, что деятельность инвестиционных фондов затрагивает интересы огромного числа мелких вкладчиков, сами инвестиционные фонды строго контролируются государством.

– *Высокая ликвидность инвестиций в инвестиционные фонды.* Ликвидность вложений обеспечивается тем, что инвестор по своему желанию может продать свой «пай» в любой момент либо на вторичном рынке – на фондовой бирже, либо потребовав выкупа (предъявив к погашению) этого «пая» самим инвестиционным фондом (или его управляющей компанией).

– *Налоговые льготы.* Во многих странах инвестиции в инвестиционные фонды обеспечивают более льготное налогообложение инвесторов, как юридических, так и физических лиц, по сравнению с индивидуальными инвестициями. В российской практике доходы паевого инвестиционного фонда не облагаются налогом.

Правовое регулирование деятельности коллективных инвесторов в России осуществляется широким рядом законодательных и нормативных актов, так как деятельность каждого такого инвестора является специфичной.

Деятельность инвестиционных фондов в России регулируется законом «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 № 156-ФЗ. Деятельность НПФ осуществляется на основании федерального закона от 07.05.1998 № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах». Деятельность кредитных союзов как коллективных инвесторов, регулируется законом «О кредитной кооперации» от 18.07.2009 № 190-ФЗ.

Инвестирование на финансовых рынках представляет собой процесс принятия инвестором решения относительно финансовых активов, в которые осуществляются вложения, с учетом объемов и сроков инвестирования.

Одним из результатов данного процесса является формирование инвестиционного портфеля, который представляет собой набор финансовых активов, которыми располагает инвестор. В него могут входить как инструменты одного вида, например облигации, акции и векселя, или разные активы: ценные бумаги, срочные контракты (деривативы) и др.

Основная цель формирования портфеля состоит в стремлении получить требуемый уровень ожидаемой доходности при более низком уровне ожидаемого риска. Отсюда главными параметрами при формировании и управлении инвестиционным портфелем, которые необходимо определить инвестору, являются его ожидаемая доходность и риск. Польза составления портфеля заключается в том, что риск портфеля может быть значительно ниже риска отдельных инструментов, входящих в него.

Инвестиционный портфель – есть сочетание разнообразных инструментов финансового характера, используемое для инвестирования имеющихся средств.

Детальное рассмотрение самого понятия финансовых инструментов, предполагает следующую их совокупность:

- всевозможные разновидности ценных бумаг;
- большинство товарных договоров;
- опционы, депозиты;
- различные активы (недвижимость, ценные металлы).

Каждая позиция данного перечня, либо сумма некоторых из них, позволяет эффективно размещать капитал для получения прибыли.

Ключевыми целями такого портфеля являются:

- получение наиболее возможной прибыли при минимальных рисках;
- создание сбалансированного и достаточно надежного источника дохода.

Решение этих и сопутствующих задач, достигается путем гибкого использования различных активов и умелого размещения средств между ними. Только наиболее полное и разностороннее вовлечение имеющихся ресурсов в рабочий процесс. Это позволит извлекать максимальную выгоду.

Диверсификация, или другими словами разнообразие формирования инвестиционного портфеля, позволяет уменьшить его волатильность.

Резкое изменение ценового диапазона одного из направлений, в полной мере способно компенсироваться достаточной стабильностью котировок других. Должен присутствовать некий баланс вложений. Зачастую, подобный подход, способен снизить имеющиеся риски при вложении инвестиций. Полное же исключение сопутствующих рисков на практике, не представляется возможным. Выделим самые распространенные из них:

– *Наличие ошибок в процессе расчета имеющихся комиссий и существующих налогов.* Это важный момент. Инвесторы, не обладающие достаточной опытностью, вполне могут неверно просчитать налог, либо пренебречь некоторыми важными моментами. Это обусловит минимальную прибыль, или же полное отсутствие таковой. Такой опыт довольно распространен.

– *Не принимается в расчет инфляция.* Реально существующая стоимость денег неуклонно снижается. Рассчитывая предполагаемый процент доходов, необходимо трезво соотносить ее показатели с усредненными индексами инфляционных течений.

– *Отдано предпочтение излишне рискованному инструменту.* К таким можно отнести акции вновь появившихся фирм. В особенности, это актуально при рассмотрении вложений в технологии. Ожидаемая доходность таких вкладов (инвестиций), часто является достаточно высокой. Существует большой вопрос вероятности получения прибыли. Рынок имеет целый спектр высокотехнологичных фирм и компаний.

– *Выбрано неправильное время для покупки необходимого вида актива.* Существуют моменты, когда текущие цены акций падают. В это время большинство трейдеров прикладывают все силы, избавляются от убыточных бумаг. И это происходит, иногда несмотря даже на то, что подчас они сами имеют глубокий минус. Не стоит забывать, что в реальной жизни большинство рыночных процессов происходят достаточно циклично. Именно поэтому, стоимость ценных бумаг непрерывно изменяется. Приобретение акций,

находящихся на условном дне (в полной мере и разносторонне предварительно оценив возможные перспективы для роста), инвестор обладает большим количеством шансов получить прибыль, чем при покупке акций, находящихся на стоимостном пике.

Варьируя данными параметрами, инвестор стремится сформировать так называемый оптимальный портфель, этапы формирования и управления которым приведены на рис. 43.

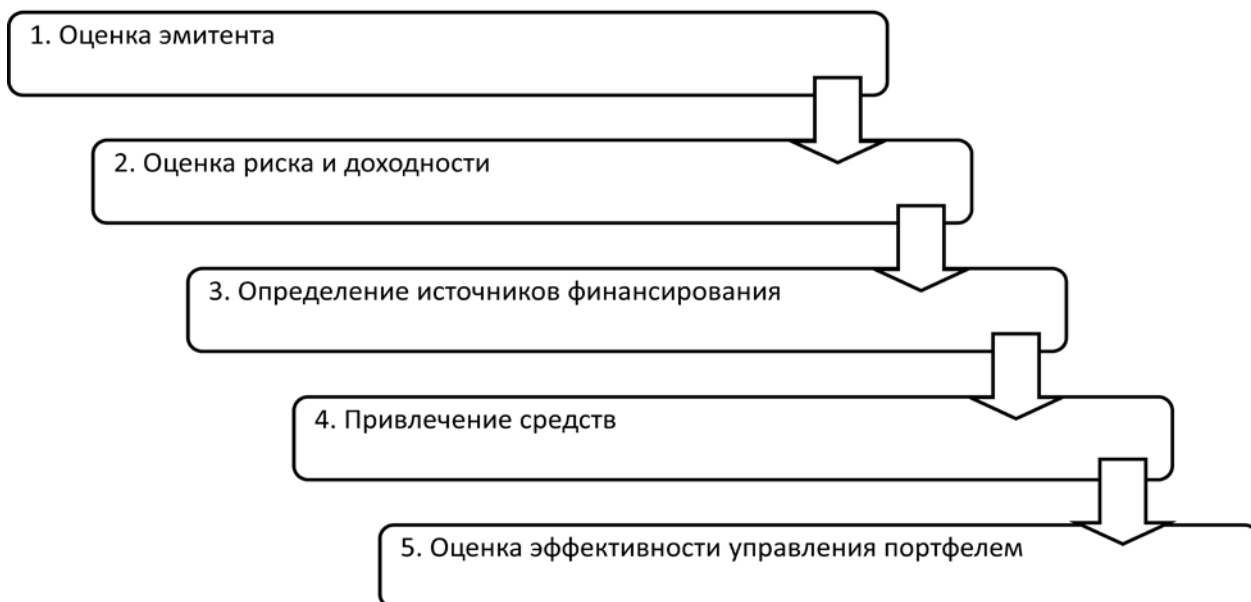


Рисунок 43 – Этапы формирования портфеля и управления им

Теория эффективных (доминирующих) портфелей зародилась в США в середине прошлого века и с разными модификациями находит свое применение и по настоящее время в портфельном управлении финансовыми активами.

Процесс составления портфеля из нескольких объектов является математической задачей. Существует два ключевых подхода в современной теории портфеля: модель Марковица и модель Шарпа, но они различаются по своей сложности и используемым предположениям. Модель Марковица и модель Шарпа – это два классических подхода в теории портфельного инвестирования, которые имеют разные цели и методы. Модель Марковица (Современная теория портфеля, МРТ) фокусируется на построении оптимального портфеля, максимизирующего доходность при заданном уровне риска или минимизирующего риск при заданной доходности. В свою очередь, коэффициент Шарпа (Sharpe Ratio) используется для оценки эффективности инвестиций, показывая доходность на единицу риска. Таким образом, модель Марковица направлена на оптимизацию портфеля, а коэффициент Шарпа – на его оценку.

До Марковица не было как таковой методики портфельного анализа инвестиций. Инвесторы тогда тоже собирали портфели, но не существовало методики, позволяющей оценить уровень риска, доходность. Большинство ориентировалось на так называемые «хорошие акции», стремясь собрать самые

популярные бумаги. Когда ученый и инвестор подключил к анализу математику, то предложил подход, позволяющий максимизировать доходность портфеля с заданным уровнем риска. При разработке теории, автор руководствовался определенными критериями или правилами:

- Рынок состоит из конечного числа активов, доходности которых для заданного периода считаются случайными величинами.

- Инвестор в состоянии, например, исходя из статистических данных, получить оценку ожидаемых (средних) значений доходностей и их попарных ковариаций и степеней возможности диверсификации риска.

- Инвестор может формировать любые допустимые (для данной модели) портфели. Доходности портфелей являются также случайными величинами.

- Сравнение выбираемых портфелей основывается только на двух критериях – средней доходности и риске.

Инвестор не склонен к риску в том смысле, что из двух портфелей с одинаковой доходностью он обязательно предпочтет портфель с меньшим риском

Формирование и управление оптимальным инвестиционным портфелем можно представить в виде следующих этапов.

1. Определение инвестиционных целей и типа портфеля:

На этом этапе необходимо четко сформулировать, чего инвестор хочет достичь с помощью инвестиций (например, накопление на пенсию, покупка недвижимости, получение текущего дохода). В зависимости от целей, определяется тип портфеля: консервативный, умеренный или агрессивный.

2. Анализ объектов инвестирования:

Включает в себя оценку различных инвестиционных инструментов (акции, облигации, недвижимость, золото и т. д.) с точки зрения их доходности, риска и ликвидности. Проводится фундаментальный и технический анализ активов.

3. Формирование инвестиционного портфеля:

Осуществляется распределение средств между различными активами в соответствии с выбранной стратегией и целями. Определяется доля каждого актива в портфеле.

4. Выбор и реализация инвестиционной стратегии:

Выбирается стратегия управления портфелем, которая может быть активной (направленной на опережение рынка) или пассивной (направленной на следование за рынком). Реализуются конкретные инвестиционные решения в соответствии с выбранной стратегией.

5. Оценка эффективности портфеля:

Регулярно проводится оценка доходности портфеля и его соответствия поставленным целям. Сравнивается фактическая доходность с ожидаемой доходностью и с доходностью benchmark (эталонного индекса).

6. Ревизия портфеля:

В случае необходимости, портфель корректируется в соответствии с изменениями рыночной ситуации, целей инвестора или его риск-профиля. Производится перераспределение активов, продажа одних активов и покупка

других.

Подход Марковица стал отправной точкой, на ее основе был разработан целый набор специфических теорий, дополняющих/изменяющих классическую портфельную теорию. Сегодня портфельная теория Марковица не устарела, а скорее обзавелась рядом полезных дополнений. При этом не существует универсального единственно верного подхода к оптимизации портфеля, а из множества разных вариантов можно выбрать единственный подходящий под требования конкретного инвестора.

В условиях развитых и стабильно функционирующих фондовых рынков рассмотренные в нашем курсе классические модели Марковица и Шарпа работают вполне эффективно. При этом в современных условиях применение лишь отдельно взятой модели не является правильным. Обе модели, и Шарпа и Марковица, могут являться хорошим дополнением к другим факторам при составлении оптимального портфеля ценных бумаг.

Краткие выводы

Инвесторы на рынке ценных бумаг – это физические и юридические лица, которые покупают и продают ценные бумаги (акции, облигации и т. д.) с целью получения прибыли или увеличения своего капитала. Они являются ключевыми участниками рынка, обеспечивая движение капитала и формирование цен на ценные бумаги.

Инвестиции бывают реальные, финансовые, а также безрисковые, низкорисковые, рискованные и высокорисковые.

А сами инвесторы подразделяются на индивидуальных, квалифицированных, институциональных, коллективных.

Инвесторы предоставляют капитал для компаний и государства, позволяя им финансировать свою деятельность и проекты. При этом они диверсифицируют свои портфели, чтобы снизить риски инвестиций. Инвесторы стремятся получить доход от своих инвестиций в виде дивидендов, процентов или роста стоимости ценных бумаг. Спрос и предложение на ценные бумаги со стороны инвесторов влияют на рыночные цены. Таким образом, инвесторы играют важную роль в экономике, обеспечивая финансирование бизнеса, способствуя росту экономики и предоставляя возможности для накопления богатства.

Процесс составления портфеля из нескольких объектов является математической задачей. Существует два основных классических подхода к ее решению – модели Марковица и Шарпа. Если сравнить эти модели, то первая рассматривает взаимосвязь доходности каждой ценной бумаги с доходностью рынка в целом, то вторая – взаимосвязь доходностей ценных бумаг между собой. При составлении оптимального портфеля ценных бумаг обе модели – и Шарпа и Марковица – являются полезными инструментами, которые дополняют другие факторы, такие как финансовое положение инвестора, цели и горизонт инвестирования.

Главный вывод, вытекаемый из портфельной теории в том, что риск и доходность взаимосвязаны. Выражение «нельзя хранить яйца в одной корзине»

является метафорой, означающей, что для снижения рисков лучше распределять свои инвестиции между разными активами, а не концентрировать их в одном. Это и есть диверсификация – стратегия, при которой инвестор распределяет свои средства между различными инвестиционными инструментами, чтобы снизить вероятность убытков.

Контрольные вопросы

1. Кто такие инвесторы на рынке ценных бумаг, какие вы знаете их виды и типы?
2. Какие существуют ли различия между институциональными и коллективными инвесторами?
3. Какова схема организации и деятельности инвестиционных фондов?
4. Как функционируют такие институты коллективного инвестирования, как негосударственные пенсионные фонды и кредитные союзы?
5. Что такое инвестиционный портфель (портфель финансовых активов), сбалансированный инвестиционный портфель?
6. Как осуществляется инвестирование и управление инвестиционным портфелем, каковы его этапы?
7. Какие существуют подходы к управлению портфелем?
8. Что такое риски и каковы методы управления рисками инвестиционного портфеля?

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

Нормативные документы

1. Гражданский кодекс Российской Федерации : часть первая : от 30.11.1994 № 51-ФЗ // Российская газета. – 1994. – 8 дек. – № 238–239.
2. Гражданский кодекс Российской Федерации : часть вторая : от 26.01.1996 № 14-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. – 1996. – 29 янв. – № 5, ст. 410.
3. Федеральный закон «О банках и банковской деятельности» от 02.12.1990 № 395-1 // Ведомости съезда народных депутатов РСФСР. – 1990. – 6 дек. – № 27, ст. 357.
4. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 № 208-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. – 1996. – 1 янв. – № 1, ст. 1.
5. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ // Российская газета. – 1996. – 25 апр. – № 79.

Учебная литература

6. Абрамова, С. Ю. Инвестиционный анализ : учеб. пособие / С. Ю. Абрамова; Владим. гос. ун-т им. А. Г. и Н. Г. Столетовых. – Владимир : Изд-во Владим. гос. ун-та, 2020. – 339 с.
7. Брюховецкая, С. В. Финансовые рынки. Практикум: учеб. пособие / С. В. Брюховецкая, И. А. Гусева. – М.: КноРус, 2024. – 536 с.
8. Галанов, В. А. Рынок ценных бумаг: учебник для студентов высших учебных заведений, обучающихся по направлению подготовки 38.03.01 «Экономика» (квалификация (степень) «бакалавр») / В. А. Галанов. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : ИНФРА-М, 2017. – 412 с.
9. Галанов, В. А. Производные финансовые инструменты : учебник для студентов высших учебных заведений, обучающихся по направлению подготовки 38.03.01 «Экономика» (квалификация (степень) «бакалавр») / В. А. Галанов. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : ИНФРА-М, 2017. – 219 с.
10. Евсин, М. Ю. Финансовые рынки : учеб. пособие для студентов высших учебных заведений, обучающихся по направлению подготовки 38.03.01 «Экономика» (квалификация (степень) «бакалавр») / М. Ю. Евсин, В. А. Спесивцев ; Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации. – М.: ИНФРА-М, 2020. – 243 с.
11. Жданов, И. Ю. Прогнозирование доходности и риска инвестиций на фондовом рынке: учеб. пособие / И. Ю. Жданов, В. Ю. Жданов. – М.: Проспект, 2020. – 125 с.
12. Криничанский, К. В. Рынок ценных бумаг: учебник / К. В. Криничанский ; Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации. – Москва : Прометей, 2025. – 464 с.
13. Ларина, О. И. Финансовые рынки и их участники : учеб. пособие /

О. И. Ларина, Н. В. Морыженкова. – М.: КноРус, 2021. – 230 с.

14. Мисько, О. Н. Организация и функционирование рынка ценных бумаг: учебник / О. Н. Мисько. – М. : КноРус, 2020. – 256 с.

15. Современные проблемы и перспективы развития финансовых рынков и банков: монография / под ред. Н. Э. Соколинской. – М.: КноРус, 2021. – 242 с.

16. Современные финансовые рынки : учебник / К. В. Криничанский и др.; под ред.: К. В. Криничанский, Б. Б. Рубцов, А. А. Цыганов. – М.: КноРус, 2021. – 602 с.

17. Трансформация финансовых рынков и финансовых институтов в условиях цифровизации: монография / под общ. ред. И. Е. Шакер. – М.: Кнорус, 2024. – 241 с.

18. Управление финансовыми организациями и институтами / Д. С. Петросян, О. Б. Скрипник. – М. : Русайнс, 2024. – 215 с.

19. Финансовые рынки: учебник / под ред. С. В. Брюховецкой, Б. Б. Рубцова. – М.: КноРус, 2021. – 462 с.

20. Финансовые рынки и институты: учеб. пособие / Л.А.Сахарова – М. : Русайнс, 2024. – 170 с.

21. Финансовые рынки и финансово-кредитные организации в условиях цифровизации : учебник для студентов высших учебных заведений, обучающихся по направлениям подготовки «Финансы и кредит», «Экономика», «Менеджмент» / Н. Н. Никулина, С. В. Березина, Т. В. Стожарова и др.; под общ. ред. Н. Н. Никулиной. – М.: Юнити, 2020. – 447 с.

22. Шарп, Уильям Ф. Инвестиции : учебник / Уильям Ф. Шарп, Гордон Дж. Александер, Джеффри В. Бэйли ; пер. с англ. А. Н. Буренина, А. А. Васина. – М.:ИНФРА-М, 2016. – 1027 с.

Учебное издание

Морозов Олег Анатольевич

Финансовые рынки и институты

Учебное пособие

Редактор и корректор А. А. Чернышева
Техн. редактор М. Д. Баранова

Учебное электронное издание сетевого распространения

Системные требования:
Электронное устройство с программным обеспечением
для воспроизведения файлов формата PDF

Режим доступа: http://publish.sutd.ru/tp_get_file.php?id=202016, по паролю.
- Загл. с экрана.

Дата подписания к использованию 18.09.2025 г. Рег. № 5256/25

Высшая школа технологии и энергетики СПбГУПТД
198095, СПб., ул. Ивана Черных, 4.