

**МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ УКРАИНЫ
ХАРЬКОВСКАЯ НАЦИОНАЛЬНАЯ АКАДЕМИЯ
ГОРОДСКОГО ХОЗЯЙСТВА**

А. В. Васильев, Е. М. Гелеверя

КОНСПЕКТ ЛЕКЦИЙ

и методические указания к самостоятельному изучению курса

«Финансовый рынок»

(для студентов 5 курса направления подготовки 0501 «Экономика и предпринимательство» и слушателей второго высшего образования, обучающихся на факультете последипломного образования и заочного обучения)

Харьков ХНАГХ 2009

Конспект лекций и методические указания к самостоятельному изучению курса «Финансовый рынок» (для студентов 5 курса направления подготовки 0501 «Экономика и предпринимательство» и слушателей второго высшего образования, обучающихся на факультете последипломного образования и заочного обучения) / Харьк. нац. акад. город. хоз-ва.: сост. Васильев А.В., Гелеверя Е.М. – Харьков: ХНАГХ, 2009. – 82 с.

Составители: Васильев А. В., кандидат экономических наук,
доцент

Гелеверя Е. М., кандидат экономических наук,
доцент

Рецензент: Ачкасов А. Е., д.э.н., профессор

Рекомендовано кафедрой менеджмента и маркетинга городского и регионального развития факультета последипломного образования и заочного обучения, протокол № 1 от 28.08.2009 г.

ВВЕДЕНИЕ

Наиболее масштабной задачей экономической активности государства в формирующемся рыночном хозяйстве Украины является деятельность по стабилизации экономического развития общества. Formой ее реализации выступает фактический образ действий государства, воплощенный в экономическую политику, которая охватывает все сферы экономических отношений в стране, в т.ч. и «Финансовый рынок».

Цель и задачи курса

Целью изучения курса является уяснение роли рынка ценных бумаг (фондового рынка) в структуре рыночной экономики вообще и в системе финансовых рынков в частности, их взаимосвязи, а также получение представления о структуре и инфраструктуре фондового рынка, применяемом на данном рынке инструментарии, о правилах деятельности на рынке ценных бумаг, особенностях регулирования и саморегулирования фондового рынка. В результате изучения курса студент должен получить представление о фондовом рынке как о неотъемлемом сегменте рыночной экономики, находящемся в постоянной динамике и взаимосвязи с другими рынками, приобрести навыки оценки инвестиционной привлекательности ценных бумаг, освоить порядок их выпуска и осуществления сделок с ними.

Важным элементом подготовки специалистов по специальности «Экономика предприятия» при изучении дисциплины «Финансовый рынок» является самостоятельная работа студентов.

Изучив курс, студент должен знать :

- предпосылки появления ценных бумаг, как инструмента инвестирования, консолидации капиталов и перераспределения финансовых потоков по отраслям мировой экономики, историю развития мирового фондового рынка;
- виды ценных бумаг (корпоративных, долговых и производных) с учетом особенностей их выпуска и обращения;
- характеристики основных участников рынка ценных бумаг (эмитентов, инвесторов, посредников) и особенности правил их деятельности на рынке;

- методы оценки инвестиционных качеств различных групп и видов ценных бумаг, определение их внутренней стоимости (фундаментальный и технический анализ);
- источники информации о ценных бумагах и их эмитентах, необходимые для анализа их инвестиционной привлекательности (обязательная к обнародованию годовая отчетность эмитентов, публикуемые проспекты эмиссий ценных бумаг, биржевые котировки, внебиржевые твердые котировки, фондовые индексы и рейтинги);
- основные виды сделок с ценными бумагами (биржевые и внебиржевые);
- инфраструктуру фондового рынка (задачи, структуру и правила работы фондовых бирж и депозитарных учреждений);
- особенности электронного обращения ценных бумаг;
- формы и задачи государственного регулирования рынка ценных бумаг (Комиссии по ценным бумагам, Национальные центральные банки, Финансовые ведомства) и его саморегулирование (СРО);
- взаимосвязь фондового рынка с рынком реальных капиталов и рынками реальных товаров;
- современное состояние и структуру рынка ценных бумаг в Украине и его место в мировом фондовом рынке.

Студенты должны уметь:

- оценивать инвестиционную привлекательность ценных бумаг и состояние рынка;
- освоить порядок выпуска ЦБ и осуществления сделок с ними;
- составлять оптимальный портфель ценных бумаг;
- рассчитывать затраты на выпуск и обращение ценных бумаг.

1. ПОНЯТИЕ ФИНАНСОВОГО РЫНКА. ИСТОРИЯ ФОРМИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА, ЕГО РОЛЬ И МЕСТО В СТРУКТУРЕ РЫНОЧНОЙ ЭКОНОМИКИ

1.1. Особенности финансовых отношений в общественном производстве, формирование рыночного спроса и предложения на финансовые ресурсы.

1.2. История формирования финансового рынка, его задачи и функции

1.3. Краткая характеристика современных товарных рынков и рынка труда как основных потребителей и источников финансовых ресурсов.

1.4. Международные финансовые рынки.

Литература:

1. *Белых Л. П.* Основы финансового рынка: Учеб. пособие / Л. П. Белых. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1999. – 231 с.

2. *Есипов В. Е.* Ценообразование на финансовом рынке / В. Е. Есипов. – СПб: Питер, 2000. – 176 с.

3. *Родионова В. М.* Финансы / В. М. Родионова, Ю. Я. Вавилов, Л. И. Гончаренко и др. – М.: Финансы и статистика, 1995. – 432 с.

4. *Суторміна А. М.* Фінансовий ринок: Навч.-метод. посібник / А. М. Суторміна, В. М. Радзієвська, Б. С. Стеценко. – К.: КНЕУ, 2001. – 100 с.

5. *Шелудько В. М.* Фінансовий ринок: Підручник. - 2-ге вид., стер. – К.: Знання, 2008. – 535 с.

Современная структура рыночной экономики основывается на взаимосвязанном функционировании трех основных рыночных систем – системы товарных рынков, системы рынка труда и системы финансовых рынков.

Взаимосвязь товарных рынков и рынка труда очевидна. Очевидно также, что в процессе рыночного товарного производства обязательно возникают денежные отношения, связанные с формированием денежных доходов и накоплений у участников общественного производства, с их распределением, перераспределением и использованием, как на расширенное воспроизводство, так и на потребление. Такие денежные отношения составляют категорию финансов.

Финансовые отношения всегда проявляются в движении денежных средств, которые приобретают специфическую форму финансовых ресурсов. *Финансовые ресурсы* – это денежные суммы, являющиеся носителями финансовых отношений и обособляемые друг от друга в силу реализации этих отношений (например, по принципу принадлежности – ресурсы предприятия, ресурсы государства; по принципу источников их формирования – собственные финансовые средства, заемные финансовые ресурсы и т. д.).

Принцип конкретной принадлежности финансовых ресурсов –

важнейший принцип, который позволяет финансовым средствам превратиться в рыночный товар и стать самостоятельным предметом различных рыночных сделок. Ведь только собственник того или иного актива может свободно им распоряжаться, вплоть до передачи другим лицам безвозвратно или на возвратной основе (за плату).

Но помимо существования правовой основы, для того чтобы финансовые ресурсы могли превратиться в рыночный товар необходимо еще и наличие соответствующего спроса и предложения по данному виду товара. С момента появления денег всегда были лица, которые в них нуждались для удовлетворения производственных и иных потребностей, а также те, кто мог эту потребность удовлетворять. На этой основе издревле зародилась деятельность менял (удовлетворение за дополнительную плату потребности в отсутствующих деньгах одного государства путем обмена на эквивалентную сумму денег другого государства) и ростовщиков (удовлетворение за дополнительную плату временной потребности в отсутствующих деньгах на условиях их возврата в будущем).

Оплата услуг менял и ростовщиков составляла определенную долю от суммы средств, с которыми они производили операции в интересах клиентов (эта доля получила название процента, а деятельность менял и ростовщиков стала исторической основой дальнейшего становления валютного и кредитного рынков). Однако мелкотоварное частное производство не порождало достаточного спроса на дополнительные финансовые ресурсы, а потому наличие тех или иных финансовых услуг не вело до поры к формированию конкурентных национальных рынков таких услуг (за исключением отдельных торгово-финансовых государств и городов: Генуя, Венеция, Амстердам и другие).

Только с XVI века бурное развитие морской торговли, требующее значительных первоначальных вложений, а затем и становление машинного производства (заводов и фабрик) привели в ряде европейских стран к такому спросу на дополнительные крупные капиталы, который превысил имеющееся предложение. Это не только дало серьезный стимул развитию кредитной банковской деятельности, но и породило новые схемы формирования крупных капиталов из множества мелких, временно свободных денежных ресурсов (массовый выпуск ценных бумаг, создание страховых и трастовых организаций).

В связи с этим, основными поставщиками финансовых услуг стали не владельцы готовых крупных капиталов, а посредники, занимающиеся консолидацией чужих денежных средств и перепродажей их другим лицам. Вследствие этих факторов спрос предпринимателей на крупные капиталы обусловил адекватный спрос посредников на мелкие капиталы, что вовлекало все большее количество лиц в систематические отношения по возмездной передаче финансовых ресурсов. Расширение круга участников таких отношений и увеличение масштабов осуществляемых операций неизбежно вело к появлению

активного рынка финансовых услуг, возникновению конкурентной среды и формированию истинно рыночных цен на финансовые ресурсы. Таким образом, в период XVI-XIX веков развитие финансовых услуг привело к становлению полноценного самостоятельного финансового рынка, на котором пользующиеся активным спросом финансовые ресурсы выступают в форме таких товаров, как кредиты и вклады, ценные бумаги, иностранная валюта, драгметаллы.

Финансовый рынок – это механизм перераспределения капитала между кредиторами и заемщиками при помощи посредников на основе спроса и предложения на капитал.

Фактически он представляет собой совокупность институтов, направляющих поток денежных средств от кредиторов к заемщикам и обратно. Основной функцией этого рынка является трансформация бездействующих активов в ссудный и инвестиционный капитал. Процесс аккумуляции и размещения финансовых ресурсов, осуществляемый финансовой системой, непосредственно связан с функционированием финансовых рынков и деятельностью финансовых институтов. Если задачей финансовых институтов является обеспечение наиболее эффективного перемещения средств от собственников к заемщикам, то задача финансовых рынков состоит в организации торговли финансовыми активами и обязательствами между покупателями и продавцами финансовых ресурсов.

Понятие финансового рынка настолько многогранно, что без разделения его на сегменты понять принципы его функционирования невозможно.

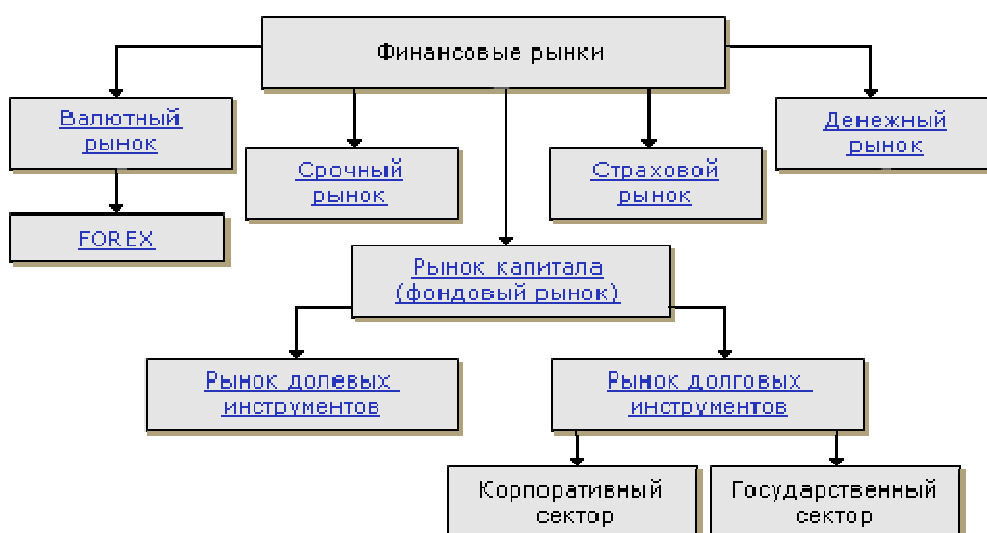


Рис.1 – Структура финансового рынка

Функции финансовых рынков:

- активная мобилизация временно свободных средств из многих источников;
- эффективное распределение свободных ресурсов между потребителями ресурсов;

- определение наиболее эффективных направлений использования финансовых ресурсов (связано с ценообразованием);
- формирование рыночных цен на отдельные финансовые инструменты, что определяет спрос и предложение на финансовом рынке;
- осуществление квалифицированного посредничества между продавцом и покупателем финансовых инструментов (брокеры, дилеры);
- ускорение оборота средств, способствующее активизации экономических процессов.

Развитие сельскохозяйственного рынка определяется интенсификацией данного производства путем применения методов мелиорации, ирригации земель и селекции. Состояние рынка природных ресурсов зависит от достижений геологоразведки и уровня технологий добычи минерального сырья. Рынок обработанных товаров развивается, прежде всего, за счет новых научных разработок, стоимость которых составляет не менее трети в структуре валового продукта этого рынка. Во всех секторах товарного рынка производящие отрасли развиваются за счет внедрения достижений научно-технического прогресса, требующих значительного финансирования. Создание новых отраслей, регулярное обновление технологий и продукции в существующих отраслях поддерживают высокий уровень потребности в дополнительных финансовых ресурсах. Способствуют развитию такого спроса и современные экономические теории, обосновывающие эффективность использования заемных средств.

Значительным является и социальный фактор – философия общества массового потребления пропагандирует жизнь в кредит и стимулирует у граждан потребность в использовании заемных средств.

Постоянной потребности производства и граждан в дополнительных средствах в мировой экономике соответствует наличие таких свободных денежных ресурсов у других граждан и предприятий. Накопленные средства возникают за счет прибыли у тех предприятий, для которых еще не наступила потребность кардинально реорганизовывать производство, а также у граждан, у которых доходы превышают расходы на домашнее хозяйство и личные нужды. Уровень личных сбережений рассчитывается как отношение этих сбережений к личному доходу после уплаты налогов. Средний уровень личных сбережений в США составляет 6%, в Японии – 13%, в Канаде – 12%. Размер личных сбережений граждан США, вовлекаемых в оборот на финансовом рынке составляет около 150 млрд. долларов.

Именно мобилизация множества мелких капиталов и их превращение в крупный капитал, пригодный для промышленного использования является основным методом работы финансового рынка. Поэтому развитость национальных финансовых рынков зависит не только от состояния товарных рынков в этих странах, но и от состояния рынка рабочей силы. Высокий

уровень трудовых доходов и высокий уровень образования дают дополнительный стимул развитию финансового рынка, вовлекая в финансовый оборот свободные накопления обеспеченных работников, понимающих выгоду и целесообразность грамотного вложения личных сбережений. Стабилизация экономической ситуации в Украине в последние годы сопровождается значительным ежегодным ростом банковских вкладов населения, что свидетельствует о постепенном формировании базы для развития инвестфондов, страхового бизнеса, негосударственных пенсионных фондов.

Таким образом, современный финансовый рынок включает в круг своих участников большую часть предприятий, значительное число граждан и обеспечивает постоянный переток финансовых средств в интересах как их потребителей, так и их поставщиков. Финансовые рынки, являясь частью общей финансовой системы государства и общества выполняют три основных функции финансов: распределения, стимулирования и контроля. Однако, в отличие от планово-распределительных финансовых систем, финансовые рынки обеспечивают реализацию этих функций на рыночной конкурентной основе. С этой точки зрения финансовые рынки решают следующие задачи:

- обеспечивают такое взаимодействие продавцов и покупателей финансовых активов, при котором на данные активы устанавливаются справедливые рыночные цены, уравновешенные реальным соотношением спроса и предложения;

- предоставляют потребителям финансовых активов возможность их дальнейшей свободной перепродажи, тем самым повышая ликвидность данных активов;

- способствуют установлению связей между потенциальными поставщиками и потребителями финансовых ресурсов, существенно уменьшают накладные расходы на проведение финансовых операций, повышают информационную «прозрачность» и надежность сделок.

Развитие финансовых рынков всегда было ориентировано на главную цель предпринимательской деятельности – получение прибыли (для поставщиков финансовых ресурсов – от их продажи, для потребителей – от их использования в своей деятельности, для посредников – от комиссионного вознаграждения за услуги или от спекулятивной перепродажи финансовых активов). Однако в ходе становления рынка определилась еще одна важная цель – снижение коммерческих и финансовых рисков (*хеджирование*). Операции по купле-продаже некоторых финансовых активов позволяют обеспечить гарантированный уровень цен на те или иные товарные ресурсы или зафиксировать определенный курс валют, сформировать необходимый объем будущих поставок, снизить убытки при неблагоприятной конъюнктуре рынка. К основным финансовым рискам, которые стремятся хеджировать участники рынка, относятся:

- *кредитный риск* (риск неоплаты заемщиком долга и процентов по нему);

- *процентный риск* (неопределенность, связанная с уровнем будущих процентных ставок);

- *валютные риски* (возможность потерь от изменения курсов валют), в том числе:

- *экономический риск* (обесценивание активов в иностранной валюте из-за ухудшения экономической обстановки в данном государстве);

- *операционный риск* (неблагоприятные изменения валютного курса до проведения запланированной валютной операции);

- *бухгалтерский риск* (риск изменения учетной стоимости активов или пассивов из-за изменения курсов валют).

Сложный механизм функционирования финансового рынка и взаимодействия его участников основывается на жестком законодательном регулировании, а также на постоянном государственном и рыночном контроле за соблюдением правил торговли и деловой этики.

Мировой финансовый рынок с институциональной точки зрения - это совокупность банков, специализированных финансово-кредитных учреждений, фондовых бирж, посредством которых проходит движение мировых финансовых потоков и которые являются посредниками при перераспределении финансовых активов между кредиторами и заемщиками, продавцами и покупателями финансовых ресурсов.

Мировой финансовый рынок состоит из национальных рынков стран и из международного финансового рынка.

Участие национальных валютных, кредитных, фондовых рынков в операциях мирового рынка определяется такими факторами:

- местом страны в мировой системе хозяйства и ее валютно-экономическим положением;

- существованием развитой кредитной системы и хорошо организованной торговли ценными бумагами;

- системой налогообложения;

- льготами валютного законодательства, которое разрешает доступ иностранным заемщикам на национальный рынок и иностранных бумаг к биржевой котировке;

- удобным географическим положением;

- относительной стабильностью политического режима и др.

Международный финансовый рынок ныне является глобальной системой аккумуляции свободных финансовых ресурсов и предоставления их заемщикам из разных стран на принципах рыночной конкуренции.

Отличия международных финансовых рынков от национальных состоят в том, что первые имеют огромные масштабы сделок (ежедневные операции на мировых финансовых рынках в 50 раз превышают операции мировой торговли товарами); у них отсутствуют географические границы; операции проводятся

круглые сутки; используются валюты ведущих стран мира, евро и доллар; участниками их преимущественно являются первоклассные банки, корпорации, финансово-кредитные институты с высоким международным рейтингом; существует диверсификация сегментов рынка и инструментов в условиях развития сферы финансовых услуг; на этих рынках действуют специфические - международные - процентные ставки; обеспечивается стандартизация операций и высокая степень информационной технологичности финансовых процессов.

Главное назначение международного финансового рынка заключается в обеспечении перераспределения между странами аккумулированных свободных финансовых ресурсов для постоянного экономического развития мирового хозяйства и получение от этих операций определенного дохода.

Главной функцией международного финансового рынка является обеспечение международной ликвидности, т.е. возможности быстро привлекать достаточное количество финансовых средств в разных формах на удобных условиях наднационального уровня.

Международный финансовый рынок на современном этапе имеет следующие особенности:

- доступ на мировые рынки долгосрочного кредитования для большинства заемщиков значительно упрощен;
- уменьшены расходы на проведение операций;
- определены менее жесткие требования к раскрытию информации;
- уровень участия, особенно институциональных инвесторов, на рынках долговых ценных бумаг большой, чем на рынках акций, так как последние являются более рискованными активами (с институциональной точки зрения) в сравнении с рынками долговых инструментов;

В зависимости от периода проведения операций, международный финансовый рынок разделяют на:

- рынок кассовых (текущих, «спот») операций - предусматривающий торговлю базовым активом, расчеты за который осуществляются не позднее второго рабочего дня после заключения соглашения;
- рынок срочных соглашений - расчет осуществляется позднее, чем на второй рабочий день после даты заключения соглашения, т.е. соглашение, осуществляется в срок более трех рабочих дней.

Международный финансовый рынок в зависимости от места проведения операций разделяют на:

- централизованный - представленный биржами (биржевой рынок);
- децентрализованный (внебиржевой) мировой рынок - торговля полностью децентрализована и осуществляется преимущественно через дилинговые системы, международные телекоммуникационные системы, по телефону.

Сегментация международного финансового рынка предусматривает его классификацию на:

- краткосрочный (валютный) рынок - состоит из краткосрочных банковских кредитов и краткосрочных ценных бумаг;
- средне- и долгосрочные евторынки (евторынки капиталов) - делятся на рынок банковских кредитов и рынок международных ценных бумаг. Последний состоит из финансовых активов в виде всех ценных бумаг - акций, облигаций и производных от них, так называемых деривативов.

Сохраняется деление международного финансового рынка на денежный рынок (включает: валютный рынок, рынок краткосрочных ссуд, рынок краткосрочных финансовых активов и их производных) и рынок капитала (включает: рынок ценных бумаг и рынок среднесрочных и долгосрочных банковских ссуд). Одновременно такая классификация, как считается, используется только для определения срочности выданных или инвестированных средств. Со стороны предложения кредитных ресурсов определяющим фактором на денежном рынке является ликвидность инструмента. В случае предоставления финансовых ресурсов на рынке капиталов главными вопросами для инвестора является среднесрочный кредитный риск заемщика, процентный риск, политический риск и т.п.

На основании изложенного можно выделить такие основные сегменты международного финансового рынка как:

- международный валютный рынок, где происходят операции исключительно с валютой;
- международный рынок банковских кредитов;
- международный рынок ценных бумаг (фондовый рынок), который, в свою очередь, делится на:
 - международный рынок долговых ценных бумаг;
 - международный рынок долевых ценных бумаг (рынок акций и депозитарных расписок);
 - международный рынок производных финансовых инструментов (деривативов) - рынок инструментов торговли финансовым риском, цены которых привязаны к другому финансовому или реальному активу (цены товаров, цены акций, курса валюты, процентной ставки);
- евторынок, который включает инструменты названных выше сегментов международного финансового рынка, выраженные в евровалюте.

В последнее время стали выделять еще один отдельный сегмент международного финансового рынка - рынок страховых услуг. И по определенным признакам сегментом международного финансового рынка можно назвать международный рынок драгоценных металлов и золота.

2. ТОВАРЫ И ИНСТРУМЕНТЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

- 2.1. Понятие товаров и инструментов финансового рынка, денежный рынок.
- 2.2. Валютный рынок: товары, инструменты и индикаторы состояния рынка.
- 2.3. Кредитный рынок: товары, инструменты и индикаторы.
- 2.4. Фондовый рынок, основные виды ценных бумаг.
- 2.5. Рынок драгметаллов.

Литература:

1. *Белых Л. П.* Основы финансового рынка: Учеб. пособие / Л. П. Белых. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1999. – 231 с.
2. *Долан Э. Дж.* Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / Э. Дж. Долан, К. Д. Кэмбелл, Р. Дж. Кэмбелл. – СПб., 1994. – 496 с.
3. *Есипов В. Е.* Ценообразование на финансовом рынке / В. Е. Есипов. – СПб: Питер, 2000. – 176 с.
4. *Мозговой О. Н.* Фондовый рынок Украины / О. Н. Мозговой. – К.: УАНИП «Феникс», 1997. – 276 с.
5. *Потемкин Ю. С.* Рынок ценных бумаг: Учеб.-метод. пособие / Ю. С. Потемкин. – Х.: Изд-во НУА, 2003. – 60 с.
6. *Родионова В. М.* Финансы / В. М. Родионова, Ю. Я. Вавилов, Л. И. Гончаренко и др. – М.: Финансы и статистика, 1995. – 432 с.
7. *Суторміна А. М.* Фінансовий ринок: Навч.-метод. посібник / А. М. Суторміна, В. М. Радзієвська, Б. С. Стеценко. – К.: КНЕУ, 2001. – 100 с.
8. *Шелудько В. М.* Фінансовий ринок: Підручник. - 2-ге вид., стер. – К.: Знання, 2008. – 535 с.

Финансовые активы представляют собой либо непосредственно денежные средства и их эквиваленты, либо требования (обязательства), обеспечивающие возможность получения денежных средств или других финансовых активов и доходов от них в будущем.

Например, к финансовым активам относятся: валюта (денежные средства), краткосрочные векселя или векселя по предъявлению, драгметаллы (представляют собой эквивалент денежных средств, в которые они способны достаточно быстро превращаться), а также договора займа, долгосрочные облигации, акции, форвардные контракты и т. д. (требования, обеспечивающие получения денежных средств или финансовых активов в будущем).

Финансовые активы, которые сами могут служить предметом сделок купли-продажи являются товарами финансового рынка. В качестве таких товаров могут использоваться все денежные средства и их эквиваленты.

Товарами финансового рынка могут также выступать требования, оформленные в виде свободнообращающихся документов (например, ценные бумаги).

Сделки, посредством которых финансовые активы переходят от одних лиц к другим, называются инструментами финансового рынка. Так, кредитный договор является инструментом, при помощи которого между участниками договора происходит перемещение финансового товара – денежных средств. Большинство финансовых инструментов могут в определенных обстоятельствах играть роль финансового товара и наоборот. К примеру, в договоре купли-продажи ценной бумаги – облигации – товаром является облигация, а сам контракт купли-продажи – инструментом. В то же время облигация является инструментом по отношению к другому финансовому товару – той сумме средств, которая должна будет быть выплачена собственнику облигации при ее предъявлении к погашению. В следующих темах будет продемонстрировано, что и сама сделка купли-продажи облигаций может, при должном ее оформлении, превратиться в товар и в дальнейшем стать предметом других контрактов и операций.

Основными товарами современного финансового рынка являются:

- денежные средства в национальной валюте;
- иностранная валюта;
- драгоценные металлы;
- кредитные ресурсы;
- ценные бумаги и другие свободнообращающиеся финансовые (фондовые) документы.

В зависимости от обращаемого на рынке товара, финансовый рынок можно подразделять на следующие сегменты: денежный рынок, валютный рынок, рынок драгметаллов, кредитный и фондовый рынки (два последних объединяют понятием «рынок капиталов»).

Денежный рынок – это рынок, на котором производятся сделки по обмену одних видов денежных ресурсов на другие, преимущественно операции с краткосрочными займами или ценными бумагами, которые позволяют обменивать их на непосредственно деньги в сжатые сроки (3 – 12 месяцев) либо по предъявлению (к таким денежным документам относятся краткосрочные ценные бумаги – векселя, казначейские обязательства, облигации, сберегательные депозитные сертификаты и другие документы – например, чеки). Будучи средством платежа, деньги, тем не менее, даже внутри национального рынка могут превращаться в товар, оплачиваемый деньгами же. Это может происходить на официальном уровне в случае, если в государстве одновременно обращаются денежные знаки разных наименований или разного времени выпуска, обладающие разной степенью обеспеченности и разной покупательной способностью.

Так, в 1839 – 1843 годах в Российской империи в качестве средства платежа одновременно обращались выраженные в рублях бумажные деньги в

виде государственных ассигнаций, казначейских депозитных билетов и кредитных билетов Госбанка.

При этом депозитные и кредитные билеты на 100% обеспечивались серебром (т. е. в любой момент разменивались государством на серебряную монету), а ассигнации таким свойством не обладали. В итоге цена ассигнационного рубля составляла 25% от стоимости кредитного или депозитного рубля, то есть в одних и тех же денежных единицах (рублях) один и тот же товар стоил меньше или больше в четыре раза в зависимости от того, какой денежной купюрой за него расплачивались. Одновременно это означает, что один кредитный рубль можно было купить за четыре ассигнационных рубля.

В 1923 – 1924 годах в Советском Союзе одновременно обращались расчетные знаки, введенные в оборот в 1919 – 1921 годах, денежные знаки 1922 г. выпуска (один рубль в которых приравнивался к 10 000 рублям предыдущих выпусков), дензнаки 1923 года выпуска (равные 100 рублям 1922 г.), а так же рубли золотом и червонцы, приравненные к 10 рублям золотом (тоже бумажные купюры, но с объявлением об их обеспечении золотом). При этом стабильной покупательной способностью обладали только бумажные деньги, обеспеченные золотом, а остальные совзнаки постоянно падали в цене.

Например, на 01.01.1924 года на фондовом отделении Московской товарной биржи 1 червонец стоил 30 000 руб. денежными знаками 1923 года, а через месяц – 86 000 руб. теми же дензнаками. В этих условиях любая товарная (даже бытовая) сделка одновременно требовала проведения сложной финансовой операции (схожей с валютной), в ходе которой необходимо было определить, в каком именно рубле выражается цена товара и по какой цене продавец готов перевести рубли одного вида в рубли другого вида. Если продавец настаивал на оплате товара твердыми червонцами, то покупателю необходимо было приобретать их за совзнаки по меняющемуся рыночному курсу.

Возможность покупать-продавать национальные деньги за валюту того же государства может возникать даже тогда, когда эти деньги официально абсолютно идентичны, но выражены в разной форме (наличной и безналичной). Все зависит от того, какая из форм денег обладает на текущий момент большей покупательной способностью, легальностью или «налогооблагаемостью».

Признаки разной стоимости одних и тех же денег можно обнаружить и в сегодняшней Украине, когда товар имеет одну цену в наличных гривнях и несколько иную в безналичных. В криминальном плане купля-продажа наличных денег за безналичные, и наоборот, находит свое современное выражение в деятельности так называемых «теневых конвертационных центров».

На внутреннем национальном денежном рынке главными показателями (индикаторами) состояния рынка является *курс* одного вида (формы) этих денег по отношению к другому. Такой курс может устанавливаться государством, но

одновременно может существовать и рыночный курс (разница в стоимости денег также называется «лагом» или «маржой»). В эпоху монометаллизма главным показателем платежеспособности бумажных денег являлась доля их гособеспечения золотом и серебром. В современном мире стабильность национальных денег зависит, прежде всего, от их товарного обеспечения национальным продуктом, поэтому важными показателями стабильности национальных денег является темп инфляции и размеры эмиссии по отношению к ВВП.

Валютный рынок – это рынок, на котором производятся операции по возмездному обмену денег, выраженных в какой-либо одной валюте на эквивалентную сумму в другой валюте, а также ряд других операций, связанных с применением иностранной валюты.

Возможность обменивать одну валюту на другую называется ее *конвертируемостью*, а обменные операции – конвертационными или конверсионными. Валюты разных государств обладают различной возможностью конвертирования.

Частичная конвертируемость присуща валютам, обладающим либо только *внутренней обратимостью* (т. е. возможностью граждан и юрлиц – резидентов без ограничений приобретать иностранную валюту и производить расчеты с зарубежными партнерами), либо только *внешней обратимостью* (т. е. возможностью обеспечить для нерезидентов свободный обмен любых валют на национальную).

Полная конвертируемость присуща национальным валютам, которые обладают и внутренней, и внешней обратимостью.

Неконвертируемые валюты – валюты, по которым сделки на валютном рынке не осуществляются в силу отсутствия на них какого-либо спроса, а также валюта тех стран, где применяются жесткие запреты и ограничения, препятствующие ввозу, вывозу, обмену и покупке национальной или иностранной валюты (в принципе, чем меньше рыночная конвертируемость валюты, тем больше валютных запретов и ограничений вынуждено вводить государство в целях защиты внутреннего денежного обращения).

В Украине в определенных пределах через банки и пункты обмена граждане и иностранцы имеют возможность обменивать национальную валюту на свободно-конвертируемую (отнесенную к этому разряду Национальным банком). Через межбанковский валютный рынок могут приобретать необходимую для внешних расчетов валюту и предприятия. Однако действует и ряд ограничений, отражающих неполную конвертируемость гривны (обязательная продажа 50% валютной выручки предприятий, необходимость получения лицензий на платежи за рубеж, ограничения ввоза-вывоза валюты через таможенную границу и т. п.).

Главными индикаторами данного сегмента финансового рынка являются курсы валют.

Валютный курс – соотношение между двумя валютами, по которому осуществляется их обмен (купля-продажа).

Официальный курс – курс валют, устанавливаемый Главным банком государства (в Украине – Национальным банком Украины). Для определения валютного курса могут использоваться два основных метода: золотовалютный (когда сравниваются между собой цены на золото, выраженные в разных валютах) и метод «потребительской корзины» (когда сравниваются стоимости одинакового набора потребительских благ, выраженные в ценах и валютах разных государств). Золотовалютный стандарт был ведущим до начала 70-х годов XX века, однако утратил былые позиции после краха Бреттон-Вудской валютной системы.

Прямой курс – когда к единице иностранной валюты приравнивается определенное количество национальных денежных единиц (1 ам. дол. = 7,70 грн).

Непрямой (обратный) курс – когда единица национальных денег выражается в определенном количестве иностранной валюты (1 грн = 0,129 ам. дол.).

В любом случае, валютный рынок исходя из реального текущего спроса и предложения корректирует расчетные официальные курсы. При этом различают два рыночных курса:

- *курс продажи* – количество денег в национальной валюте, которое клиенту необходимо уплатить за приобретение иностранной валюты;

- *курс покупки* – количество денег в национальной валюте, которое клиент может получить при продаже иностранной валюты.

Курс покупки и продажи определяется с позиции финансового посредника (банка, обменного пункта), который выступает в данной финансовой операции как ключевой продавец или покупатель, а разница курсов составляет доход финпосредника.

Валютные операции совершаются со многими валютами, что требует выражения стоимости одной иностранной валюты к другой, учитывая их отношение к национальной (*кросс-курс*).

Кредитный рынок – сегмент финансового рынка, на котором приобретаются в пользование на оговоренный срок определенные суммы денежных ресурсов. Главными свойствами кредита, как финансового товара, является его возвратность и платность.

С точки зрения возвратности кредиты подразделяются на краткосрочные (со сроком возврата основной суммы кредита до 1 года); среднесрочные (от 1 года до 5 лет); долгосрочные (свыше 5 лет). С позиций финпосредника выданные им средства являются непосредственно кредитом или ссудой, а привлеченные (занятые у клиента) – вкладом или депозитом.

Платность кредита выражается в том, что заемщик обязан регулярно выплачивать кредитору определенную денежную плату за право пользования

средствами займодателя. Стоимость кредита оговаривается в кредитном договоре, определяется в процентах к сумме займа (проценты могут быть простыми или сложными). В связи с этим основным индикатором кредитного рынка являются *процентные ставки*. Разница между процентами по ссудам и процентами по депозитам составляет доход кредитного учреждения.

В общем случае стоимость кредита можно определить по формуле:

$$\text{Цена кредита} = \text{Сумма кредита} * \text{Процент за период} * \text{Кол-ство периодов} / 100. \quad (2.1)$$

Стоимость кредита можно снизить, если возвращать его частями, так как при этом будет постоянно уменьшаться база начисления процентов. Если кредит возвращается ежемесячно равными частями с учетом накопленных за это время процентов, то стоимость такого кредита можно рассчитать по так называемому «методу 78»:

$$\text{Цена кредита} = \text{Сумма кредита} * \text{Процент} * (\text{Срок кредита в мес.} + 1) / 100 * 2 * 12. \quad (2.2)$$

Сумма ежемесячного платежа за кредит при этом равна:

$$\text{Ежемесячный платеж} = (\text{Сумма кредита} + \text{Цена кредита}) / \text{Срок кредита в мес.} \quad (2.3)$$

Поскольку общим размером находящихся в обращении денег управляет государство, оно имеет возможность предоставлять эмитированные денежные средства в кредит банкам через главный государственный банк (в Украине – Нацбанк, в России – Центробанк, в США данную функцию выполняет Федеральная Резервная Система). От величины ставок Нацбанка зависят ставки процентов, которые затем взимают банки со своих клиентов.

Ставка рефинансирования – процент за кредиты, выдаваемые Нацбанком коммерческим банкам.

Учетная ставка – ставка Нацбанка, которую он удерживает с коммерческих банков при выдаче им кредитов путем покупки их векселей.

Ломбардная ставка – процент, за который Нацбанк выдает краткосрочные кредиты коммерческим банкам под залог государственных ценных бумаг. Ломбардный процент выше учетного.

Фиксированный процент представляет собой твердоопределенную условиями кредитного (депозитного) договора, неменяющуюся ставку процента.

Плавающий процент – ставка процента, которая в соответствии с условиями кредитного (депозитного) договора меняет свою величину в зависимости от изменения базовой ставки. За базовую может приниматься ставка главного банка государства или ставки национальных и других

международных кредитных рынков – например, ставка *Libor*, то есть ставка Лондонского международного рынка кредитов на конкретную дату. В этом случае плавающая ставка может выглядеть следующим образом:

$$\text{Libor} + 1,5\%.$$

Рост банковских процентных ставок означает удорожание кредита, является реакцией на нехватку кредитных ресурсов, ведет к росту цен на товарном рынке и к падению рыночных цен на ценные бумаги. Снижение банковских процентов активизирует фондовые операции и оживляет производственную деятельность, но может привести к иницированию инфляционного процесса за счет облегчения доступа к денежным ресурсам.

Фондовый рынок или *Рынок ценных бумаг* — это рынок, на котором в качестве товаров выступают ценные бумаги. Главная функция такого рынка состоит в мобилизации финансовых ресурсов общества для целей организации и расширения масштабов хозяйственной деятельности. В структуре фондового рынка выделяют *денежный рынок* и *рынок капитала*, *первичный* и *вторичный* рынки. В свою очередь, вторичный рынок подразделяется на *биржевой* и *внебиржевой* сегменты.

Ценные бумаги классифицируют по различным признакам:

1. По сроку существования: - *срочные*: обладают установленным при выпуске сроком обращения. Делятся на краткосрочные (до 1 года), среднесрочные (больше года), долгосрочные (10-30 лет). - *бессрочные*: срок обращения не ограничен.

2. По возможности досрочного погашения: - *отзывные*: могут быть отозваны и погашены эмитентом досрочно. - *безотзывные*: не могут быть отозваны и погашены эмитентом досрочно.

3. По форме существования: - *документарные* (бумажные): выпускаются в наличной документарной форме в виде бланка - *бездокументарные* (безбумажные): выпускаются в безналичной (электронной) форме.

4. По способу реализации прав, закрепленных ценной бумагой (порядок владения): - *именные*: владелец ценной бумаги или регистрируется эмитентом, или содержит наименование собственника в тексте бумаги. - *предъявительские*: имя владельца не фиксируется на такой ценной бумаге, для подтверждения прав держателя достаточно просто предъявить ценную бумагу. Переход прав осуществляется передачей ценной бумаги от одного лица другому. - *ордерные*: именные ценные бумаги, передаваемая другому лицу путем совершения на ней передаточной надписи – индоссамента.

5. По типу использования: - *инвестиционные*: являются объектом для вложения денег с целью получения дохода. – *неинвестиционные*: обслуживают денежные расчеты на товарных или иных рынках.

6. По форме и способу выпуска: - *эмиссионные*: выпускаются крупными сериями (ценные бумаги одной серии идентичны, размещаются выпусками,

имеют равные объемы и сроки осуществления прав), размещаются индивидуально, имеют разные сроки осуществления прав. - *неэмиссионные*: выпускаются поштучно, индивидуально или небольшими сериями.

7. По виду эмитента: - *государственные*: выпускаются государством. - *негосударственные*: выпускаются банками, организациями, иногда частными лицами.

8. По степени обращаемости: - *рыночные* (свободнообращающиеся): могут свободно покупаться и продаваться без каких-либо ограничений. - *нерыночные*: необращаемые ценные бумаги, ходят только на первичном рынке. - *ограниченно рыночные*: имеют ограниченную возможность обращения.

9. По уровню риска: - *безрисковые*: ценные бумаги, риск по которым практически отсутствует. - *рисковые*: ценные бумаги, подверженные в процессе своего обращения риску.

10. По необходимости регистрировать ценные бумаги: - *регистрируемые*: подлежат обязательной государственной регистрации (акции и облигации) - *нерегистрируемые*: не подлежат регистрации в государственных органах (вексель).

11. По национальной принадлежности: - *отечественные* - *иностраные*.

12. По начисляемому доходу: - *доходные* - *бездоходные*: при выпуске ценной бумаги не оговаривается размер дохода ее владельца. Закрепляет право на товар или на деньги, но не выступает в качестве капитала.

Рынок ценных бумаг оперирует с долевыми, долговыми, ипотечными, товарораспорядительными и др. ценными бумагами:

- облигациями, казначейскими обязательствами государства, сберегательными сертификатами, векселями;

- закладными и другими ипотечными бумагами;

- акциями, инвестиционными сертификатами.

К фондовому рынку также относят *рынок производных ценных бумаг* или *фондовых деривативов* (стандартизированных и нестандартизированных срочных сделок – фьючерсов, форвардов опционов, варрантов).

Государственное регулирование фондового рынка осуществляется путем установления обязательных требований к деятельности эмитентов и инвесторов, лицензированием деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, регистрацией выпусков ценных бумаг, контроля за использованием служебной информации и рекламной деятельностью на фондовом рынке. Ведущая роль в области государственного регулирования рынка ценных бумаг принадлежит Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку.

Рынок драгоценных металлов, товарами на котором выступают слитки золота, серебра, платины, палладия внешне не выглядит активным. Однако в моменты финансовых кризисов спрос на драгметаллы повышается, поэтому вложения в них являются «страховым фондом» по отношению к более рискованным вкладам.

Специфическими единицами измерения, принятыми для операций на этом рынке являются:

- *тройская унция* – 31,1 г;
- *карат* – общая для драгоценных камней и металлов мера веса, соответствующая 0,2 г (также используется для обозначения пробы металла – чистое золото составляет 24 карата);
- *гран* – часть карата, равная для золота 1/12 карата, для серебра 1/18 карата;
- *проба* – соотношение между весом чистого металла в сплаве и общим весом в сплаве (в десятичной системе чистый металл имеет пробу – 1000).

В связи с тем, что драгоценные металлы в чистом виде слишком мягкие и неустойчивые против любых механических воздействий, для улучшения их сохранности в сплав добавляют укрепляющие металлы. Такой сплав называется *лигатурой*. Оптимальная проба лигатуры для золота составляет 900, для серебра – 925. Так как реализуемые на финансовом рынке слитки драгметаллов представляют собой лигатуру, то при определении их стоимости необходимо делать поправку на пробу слитка. Действительная стоимость слитка равна стоимости чистого металла в слитке, умноженной на пробу и отнесенной к максимальному значению пробы.

Торговля драгметаллами может обычно осуществляется банками или биржами (особенности этой торговли по разному регулируются национальными законодательствами). Существует торговля драгоценными металлами без их реальной поставки. В этом случае покупателю выдается документ на вклад в драгоценном металле, а при востребовании такого вклада его собственнику будет выдана текущая курсовая стоимость вклада в денежной форме.

Рынок монет из драгоценных металлов – товарами на котором выступают юбилейные, памятные и инвестиционные монеты из золота, серебра или биметаллического сплава.

Инвестиционная монета — это монетовидный слиток из драгоценного металла высшей пробы с признанным весом и чистотой, выпущенная одним из монетных дворов достаточно большим тиражом, имеющая тематику, как правило, не привязанную к дате, событию или явлению и являющаяся инструментом инвестиций. Их цена обычно состоит из цены драгметалла плюс 3-40% за работу в зависимости от веса и качества. Монеты, предназначенные для инвестирования, весят минимум унцию.

Коллекционные монеты — это монеты с ограниченным тиражом, не обязательно самой высокой пробы, однако с более замысловатой тематикой, как правило, привязанной к дате, событию или явлению. Они более дорогие, однако полноценным инвестиционным потенциалом они не обладают, поскольку из-за своей специфики не являются достаточно ликвидным товаром.

Прибыль от продажи инвестиционных монет налогами в Украине не облагается. А вот коллекционные монеты облагаются НДС.

Инвестицией в драгоценные металлы также являются *металлические депозитные вклады*. Обычно доходность, по данным депозитам, находится в диапазоне от 2 до 6%, в зависимости от выбранного банка и размера вклада. Как правило, в конце срока вкладчик получает сумму депозита и начисленные проценты банковскими слитками или в гривнах по курсу банка на день закрытия депозита.

Депозиты в банковских металлах условно делят на *наличные и безналичные*. В первом случае реальный слиток необходимо купить в банке и положить его на депозит. Недостатком данного вида депозита является все та же маржа между ценой покупки и продажи, съедающая, в лучшем случае, большую часть возможного дохода. При открытии депозита в безналичном металле клиент вкладывает в банк свои деньги, которые пересчитываются в эквивалент выбранного металла по курсу НБУ на день открытия вклада. Реально металл при этом не поставляется и маржа, как правило, отсутствует либо минимальна, что позволяет реально выиграть в случае роста котировок металла.

Самым гибким и потенциально доходным инструментом при работе с драгоценными металлами банкиры называют текущие счета в безналичных банковских металлах. При наличии данного счета ни у клиента, ни у банка нет никаких обязательств по срокам. Как только клиент сочтет, что драгоценный металл достиг локального максимума, он может оперативно снять свои деньги, зафиксировав прибыль. По таким счетам, как правило, проценты не начисляются вовсе, зато это единственный финансовый инструмент, который позволяет азартным инвесторам получить 5—10% месячной прибыли в период подъема цен.

3. ОСОБЕННОСТИ ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ. ДОХОДНОСТЬ И РИСК

3.1. Цена капитала, структура финансовых процентных ставок.

3.2. Виды рисков на финансовом рынке и способы их хеджирования.

3.3. Соотношение рыночных рисков и доходов, модель оценки капитальных активов, линии характеристики ценной бумаги, рынка ценных бумаг, рынка капиталов.

3.4. Другие теории ценообразования и методы оценки финансовых активов.

Литература:

1. *Белых Л. П.* Основы финансового рынка: Учеб. пособие / Л. П. Белых. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1999. – 231 с.

2. *Есипов В. Е.* Ценообразование на финансовом рынке / В. Е. Есипов. – СПб: Питер, 2000. – 176 с.

3. *Ковалев В. В.* Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. – 2-е изд., испр. и доп. / В. В. Ковалев. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 512 с.

4. *Суторміна А. М.* Фінансовий ринок: Навч.-метод. посібник / А. М. Суторміна, В. М. Радзівєвська, Б. С. Стеценко. – К.: КНЕУ, 2001. – 100 с.

5. *Шелудько В. М.* Фінансовий ринок: Підручник. - 2-ге вид., стер. – К.: Знання, 2008. – 535 с

Цена капитала на финансовом рынке принимает, как правило, форму процента. С позиций инвестора процентная ставка отображает доходность его инвестиций, с позиций потребителя финансовых ресурсов (заемщика, эмитента) – затраты, связанные с привлечением средств. Рыночная цена капитала должна быть приемлемой для его приобретателя (не превышать стоимости иных, доступных и аналогичных по основным параметрам источников получения средств) и, одновременно, должна удовлетворять интересы инвестора (т. е. должна компенсировать упущенные возможности, предоставляемые другими доступными вариантами инвестиций).

Цена капитала (а значит и величина процентных ставок) определяется спросом и предложением на сам капитал. Однако различные виды вложений имеют различную степень риска для инвестора. Желание инвестора компенсировать этот риск ведет к тому, что различные варианты предоставления капитала будут иметь различную рыночную цену, состоящую из сложившейся на данный момент рыночной цены безрисковых вариантов инвестирования и надбавки за риск конкретной инвестиции.

Т.е., любая процентная ставка на финансовом рынке является сумой безрисковой процентной ставки (r_6) и премии за риск (r_p):

$$r = r_p + r_b. \quad (3.1)$$

За *безрисковую процентную ставку* принимается номинальная процентная ставка по краткосрочным государственным ценным бумагам.

Ту часть процентной ставки, которая отражает премию за риск, принято определять как сумму премий за риск ликвидности, риск неплатежа (дефолта) и риск срока платежа (премия за срочность):

$$r_p = r_n + r_{np} + r_{cp}. \quad (3.2)$$

Риск ликвидности (r_n) – вероятность того, что финансовый актив в случае необходимости возврата вложенных средств не удастся быстро реализовать на рынке без существенных потерь в стоимости. Чем ликвиднее финансовый актив, тем меньше премия за риск.

Риск неплатежа (r_{np}) отражает степень неуверенности инвестора в том, что по данному финансовому активу обязанное лицо своевременно и в полной мере осуществит все обещанные регулярные платежи и платежи, связанные с возвратом основной суммы вложений.

Величина данной премии зависит от деловой репутации лица, ответственного за выплаты, от его текущего финансового состояния, от нормативной очередности погашения конкретного финансового актива в случае банкротства (чем дальше такая очередь для данного вида активов, тем они более рискованные).

Премия за *риск, связанный со сроком обращения* (r_{cp}) финансового актива, как правило, тем больше, чем продолжительней срок обращения, т.к. больший период времени связан с большей неопределенностью и возможностью наступления непредвиденных событий.

Увеличение срока обращения актива ведет и к росту риска ликвидности, и к росту риска неплатежа, поэтому нормой является ситуация когда доходность долгосрочных активов выше, чем краткосрочных. Однако в кризисные моменты экономического развития может наблюдаться обратная зависимость, вследствие резкого роста спроса на краткосрочные активы, что ведет к повышению рыночных краткосрочных процентных ставок.

В период неопределенности в экономике процентные ставки могут вообще не зависеть от сроков погашения финансового актива.

В общем случае расчетную (т.н. «внутреннюю») стоимость финансового актива можно определить исходя из его доходности с поправкой на риск, вычислить будущие денежные поступления от актива и отдисконтировать их на процентную ставку, учитывающую риск данного актива:

$$V_t = CF_i : (1 + r)^i \quad (3.3)$$

где CF_i - ожидаемый денежный поток в периоде;

r - приемлемая или необходимая доходность.

Таким образом, общим правилом на финансовом рынке является «чем выше надежность финансового актива тем меньше его возможная доходность» либо «чем выше риск, тем выше возможный уровень дохода». Однако, инвесторы, обычно не вкладывают все средства в один финансовый актив, а распределяют свои вложения между различными объектами инвестирования, что называется *диверсификацией* и ведет к уменьшению общего риска вложений. Такую совокупность финансовых активов, приобретаемых инвестором с целью получения дохода, именуют «*портфелем*».

В связи с тем, что по капиталу, принимающему форму «портфельного», изменяется уровень риска, то, соответственно, меняется цена такого капитала и применяются иные способы оценки, учитывающие сложность его структуры.

Доходность портфеля определяется как:

$$D = (V_1 - V_0) : V_0 \quad (3.4)$$

где V_1 , V_0 – рыночная стоимость активов в портфеле на конец и начало периода (их разница называется «рост портфеля»);

Совокупный риск диверсифицированного портфеля меньше, чем риск отдельных активов, поэтому можно утверждать, что риск каждого конкретного финансового актива складывается из риска, который может быть ликвидирован путем включения актива в портфель (*несистематический риск*) и риска, который остается даже после включения актива в диверсифицированный портфель (*систематический риск*). В результате диверсификации, общий риск финансовых активов в портфеле уменьшается до величины систематического риска, которая отражает рискованность рынка входящих в портфель активов.

Но различные портфели с одинаковым уровнем риска могут приносить разный доход в зависимости от их конкретной структуры. Формируя портфель из рискованных активов, инвестор пытается создать такой портфель, который обеспечит максимальный уровень дохода при заданном уровне риска («*эффективный портфель Марковица*»). Чем выше уровень риска считает для себя приемлемым инвестор, тем больший уровень дохода обеспечит ему оптимальный портфель.

Приобретая финансовый актив, инвестор стремится спрогнозировать определенный уровень дохода и определить уровень риска, который соответствует этому доходу. Для расчета ожидаемого дохода с учетом риска используются теория рынка капиталов и модель оценки капитальных активов.

Теория рынка капиталов исходит из того, что инвесторы формируют портфель, как из рискованных, так и из безрисковых активов. Безрисковый актив имеет определенную доходность в течении одного периода и стандартное отклонение равное 0.

Допустим, портфель формируется частично из безрисковых активов (их доля – w_0), частично из рискованных из числа эффективных по Марковицу (их доля – $w_p = 1 - w_0$).

Доля безрисковых активов в портфеле зависит от того, насколько инвестор избегает риска.

Доходность безрискового актива составляет R_f . Кривая отображает множество эффективных портфелей. Касательная, проведенная к данной кривой из точки R_f будет представлять собою множество портфелей, состоящих из безрисковых активов и рыночного портфеля. Эта касательная называется линией рынка капиталов (CML).

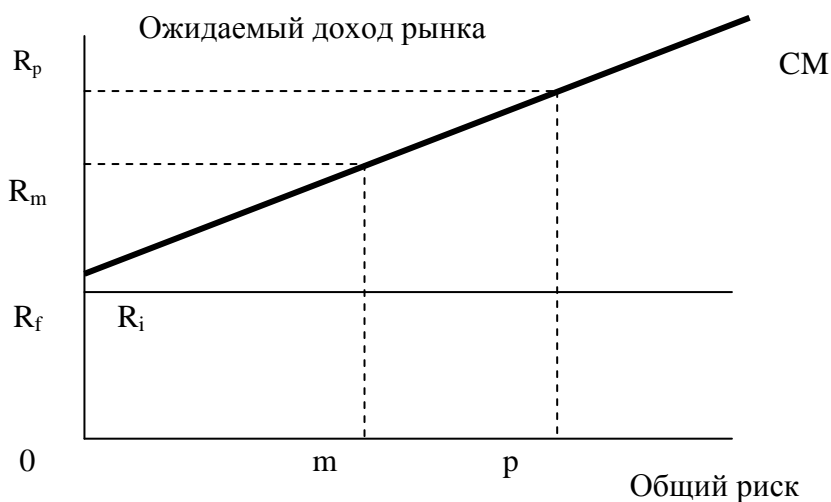


Рис.2 - Линия рынка капиталов

Точка касания представляет собой рыночный портфель, повторяющий существующую структуру рынка. Слева от этой точки на касательной расположены портфели, имеющие безрисковую составляющую (чем ближе к R_f тем она больше). Справа – только из рискованных активов, приобретенных частично за заемные средства.

Оптимальным для инвестора портфелем будет портфель на отрезке от R_f до точки касания, который удовлетворяет представлениям инвестора о допустимом уровне риска.

Уравнение CML имеет вид:

$$\begin{aligned} R_p &= R_f + (1 - a)R_m, \\ \sigma_p &= (1 - a)\sigma_m, \end{aligned} \quad (3.5)$$

где: a - доля безрисковых ценных бумаг в портфеле;

R_m, σ_m - доходность и среднее квадратичное отклонение рыночного портфеля;

R_p, σ_p - доходность и среднее квадратичное отклонение эффективного портфеля.

Модель оценки капитальных активов (МОКА или CAPM) на основе теории рынка капиталов позволяет производить оценку рискованных финансовых активов.

Согласно МОКА, рискованность отдельного финансового актива (например, ценной бумаги) характеризуется не стандартным отклонением всей совокупности рисков, а только систематическим риском (чистым риском). Данный риск выражается коэффициентом β характеризующим чистый риск, неустранимый за счет диверсификации.

Для выявления взаимосвязи между доходностью конкретной ценной бумаги R_A и рыночным индексом доходности R_{II} (среднерыночной ценой по данному виду ценных бумаг) используются построение так называемой линии характеристики ценной бумаги (рис. 3).

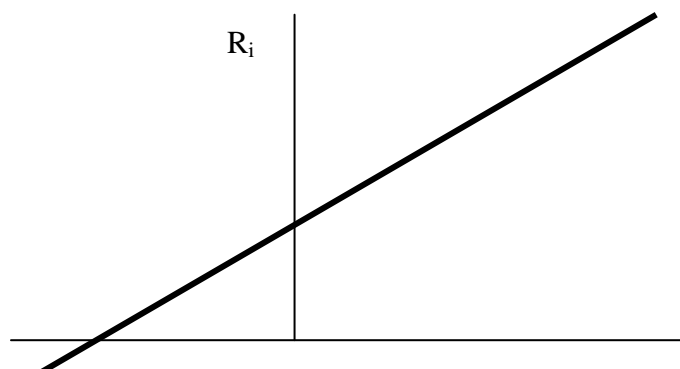


Рис. 3 - Линия характеристики ценной бумаги

Коэффициент β является тангенсом угла наклона линии характеристики ценной бумаги, α – параметр пересечения линии характеристики и вертикальной оси R_A в период t . Если $\beta=1$ (45°), то изменения в доходности ценной бумаги равны изменениям рыночной доходности.

Поскольку несистематический риск поддается устранению, а систематический нет, то задачей инвестора является управление несистематическим риском и учет систематического риска отдельных финансовых активов.

Зависимость между ожидаемым доходом и риском отдельного актива находит свое выражение в линии рынка ценных бумаг SML (рис.4).

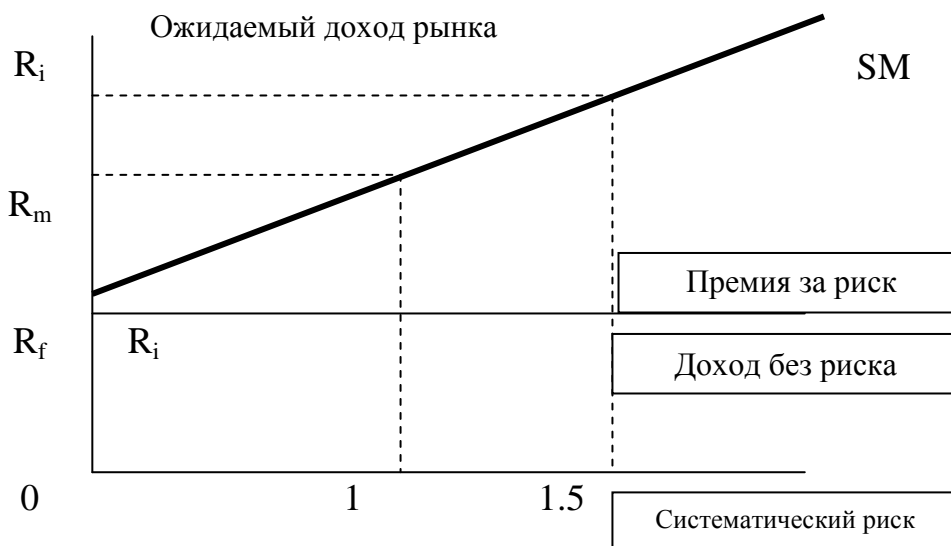


Рис.4 - Линия рынка ценных бумаг

Линия SML графически отображает равенство ожидаемого дохода функции безрисковой процентной ставки, беты ценной бумаги и ожидаемого рыночного дохода:

Формула определения требуемой инвесторами доходности финансового инструмента имеет вид:

$$r = r_f + \beta \times (r_m - r_f), \quad (3.6)$$

где

r_f - безрисковый уровень доходности (*risc free*).

Причем $\beta_i = \sigma(R_i) : \sigma(R_p)$, то есть коэффициент β равен отношению риска отдельного финансового актива к среднерыночному риску.

График *SML* наглядно демонстрирует, что при росте систематического риска (коэффициент β) растет премия за риск, то есть увеличивается доход инвестора.

Коэффициент β и рыночный риск рассчитывают на основе фактических данных за предыдущие периоды. Если известен коэффициент β акций какой-либо компании и их доходность, то линия рынка ценных бумаг позволяет сделать вывод об их переоцененности или недооцененности на рынке. Если точка пересечения значений β и R на таком графике снижается ниже линии *SML*, то есть ниже ставки необходимого дохода при данной величине риска, то акции переоценены и их следует продавать. Если наоборот, то акции в данный момент недооценены рынком и их следует покупать в расчете на рост цены.

На финансовом рынке используются и другие методы оценки активов, такие как модель арбитражного ценообразования или метод технического анализа.

Метод технического анализа позволяет на основе статистического анализа и выявления закономерностей изменения рыночных цен и доходности финансовых активов в прошлом прогнозировать будущие изменения данных параметров.

Оценки финансовых активов, их доходности важны и для их отображения в финансовой отчетности предприятий, оптимизации налогообложения. Порядок бухгалтерского учета финансовых активов определяется международными и национальными стандартами (например, П(С)БУ-12, П(С)БУ-13, П(С)БУ-21, П(С)БУ-24, П(С)БУ-17, П(С)БУ-15).

4. ОСНОВНЫЕ ВИДЫ ФИНАНСОВЫХ СДЕЛОК И МЕХАНИЗМЫ ИХ СОВЕРШЕНИЯ

- 4.1. Биржевые сделки.
- 4.2. Кассовые сделки
- 4.3. Срочные сделки
- 4.4. Фьючерсные сделки
- 4.5. Механизм биржевого осуществления финансовых сделок.

Литература:

1. *Валовая Т. Д.* Валютный курс и его колебания / Т. Д. Валовая. – М. – 1996. – 212 с.
2. *Долан Э. Дж.* Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / Э. Дж. Долан, К. Д. Кэмбелл., Р. Дж. Кэмбелл. – СПб., 1994. – 496 с.
3. *Кандинская О. А.* Управление финансовыми рисками: поиск оптимальной стратегии / О. А. Кандинская. – М.: Консалтбанкир, 2000. – 272 с.
4. *Рэдхэд К.* Управление финансовыми рисками / К. Рэдхэд, С. Хьюс. Пер. с англ. – М.: ИНФРА - М, 1996. – 288 с.
5. *Шелудько В. М.* Фінансовий ринок: Підручник. - 2-ге вид., стер. – К.: Знання, 2008. – 535 с.

Биржевые сделки

Основываясь на определениях биржевых сделок, данных в учебной и научной литературе, можно выделить основные признаки таких сделок; которыми являются:

- место совершения - биржа;
- субъекты – члены биржи, постоянные и разовые посетители;
- товары и ценные бумаги допущенные к котировке;
- регистрация сделки в определенные сроки и в определенном порядке.

Важной особенностью биржевых сделок является то, что они лишь заключаются на бирже, но исполняются всегда вне ее, т.к. наличный товар на бирже отсутствует. Биржевые сделки подлежат регистрации на бирже.

В зависимости от срока и иных условий исполнения биржевые сделки подразделяются на кассовые, срочные, на разность и с премией.

Целью *кассовых сделок* является действительное приобретение (отчуждение) товаров или ценных бумаг, предполагающее немедленное использование. По своей юридической природе это типичный договор купли-продажи.

Срочные сделки, в отличие от кассовых, предполагают значительный промежуток времени между заключением сделки и ее исполнением. Юридической природой таких сделок является договор поставки.

Для срочных сделок правилами биржевой торговли устанавливается определенный период исполнения: на конец месяца (*per ultiom*), на середину (*per medio*) или до двух месяцев.

Сделки на разность (условные) являются разновидностью срочных, имеющих целью не действительное приобретение или отчуждение предмета сделки, а исключительно получение разности в цене: между ценой, установленной при совершении сделки, и ценой, установившейся на биржевом рынке к моменту исполнения сделки. Продавец, как правило, не имеет продаваемых товаров, бумаг, а покупатель денег, которые он должен заплатить.

Разновидностью сделок на разность являются *репорт* и *депорт* или так называемые пролонгационные сделки. Они совершаются исключительно с ценными бумагами. При этом *репорт* соединяет покупку на наличные деньги и продажу в кредит с обязанностью передать бумаги того же рода к определенному сроку. То есть одно лицо покупает на наличные бумаги и одновременно продает их тому же лицу к определенному сроку по повышенной цене. Разница в цене составляет вознаграждение за пользование кредитом. Цель сделки - продлить возможность биржевой игры на повышение.

Депорт - это продажа бумаг на наличные с покупкой их на срок. Разница с репортом в том, что кредитор и заемщик меняются местами, а целью сделки является продление игры на понижение курса.

Еще одной разновидностью срочных сделок с ценными бумагами являются *арбитражные сделки* в которых стороны, имея сведения об условиях на различных биржах, стремятся использовать разницу в ценах. При этом расчет строится на разности курса не во времени, а в пространстве.

По *сделке с премией* той или иной стороне срочной биржевой сделки предоставляется право выбрать одно из нескольких намеченных сторонами действий. За это данная сторона должна уплатить другой стороне обусловленное вознаграждение - премию. Целью такой сделки является ограничение риска при совершении срочных сделок.

Существуют следующие разновидности сделок с премией: простая сделка с премией, двойная сделка с премией, каткая сделка и сделка по востребованию. Одной из распространенных сделок с премией является *стеллаж*. По ней одна сторона за премию приобретает право и одновременно обязывается в определенный срок продать бумаги по условленной низшей цене или же купить их по установленной высшей цене. Стеллаж представляет соединение двух простых сделок с премией. Причем сторона покупающая право выбора, одновременно выступает продавцом и покупателем.

Обычно предусматривают следующие виды биржевых сделок:

1. с взаимной передачей прав и обязанностей в отношении реального товара;

2. с взаимной передачей прав и обязанностей в отношении реального товара с отсроченным сроком его поставки (форвардные сделки);

3. с взаимной передачей прав и обязанностей в отношении стандартных контрактов на поставку биржевого товара (фьючерсные сделки);

4. уступкой прав на будущую передачу прав и обязанностей в отношении биржевого товара или контракта на поставку биржевого товара (опционные сделки).

Также предусматриваются и другие сделки, при условии их включения в Правила биржевой торговли.

Кассовые сделки

Кассовые сделки представляют собой простейший вид биржевых сделок. Их возникновение тесно связано с возникновением самих товарных бирж (14-15в.)

Под *кассовыми* понимают сделки, которые предусматривают поставку финансовых активов и одновременную их оплату непосредственно в день заключения сделки или, как правило, на протяжении 1 - 3 рабочих дней со дня заключения сделки (т.е. так быстро, как это только технически возможно исходя из правил биржи). Предельный срок, отведенный для совершения кассовой сделки в правилах биржи обозначается формулой:

$$T + N, \quad (4.1)$$

где T – день заключения сделки;

N – нормативное количество дней, установленное биржей для завершения сделки.

К кассовым сделкам относятся, в частности, *арбитражные сделки*, предусматривающие одновременную покупку и продажу на разных биржах одних и тех же финансовых активов с целью получения выгоды от временной разницы цен на различных биржевых центрах. Арбитражные сделки должны производиться очень быстро, так как их осуществление меняет соотношение спроса и предложения на каждой из бирж, что ведет к выравниванию биржевых цен.

Характерным признаком кассовых сделок является немедленное их исполнение. Понятие «немедленное исполнение» для биржевых сделок носит условный характер. Это связано с тем, что исполнение биржевого договора осуществляется вне биржи и на момент заключения договора товар, который представляет предмет сделки, как правило, отсутствует на бирже и находится на складе продавца или транспортируется на склад биржи. Поэтому для передачи товара необходимо определенное время:

- для подготовки перевозных объектов, погрузки и транспортирования товара на место, оговоренное сторонами в договоре, а если эта обязанность лежит на покупателе, то для принятия и вывоза товара со склада продавца;

- для разгрузки товара в месте, обусловленном сторонами.

В зависимости от сроков исполнения кассовые биржевые сделки заключаются на таких условиях:

1) товар во время торгов находится на территории биржи, в принадлежащих ей складах либо ожидается к прибытию на биржу в день торгов до окончания биржевого собрания;

2) товар на момент заключения договора транспортируется водным, воздушным, железнодорожным или другим транспортным способом к месту нахождения биржи;

3) товар готов к погрузке на транспортный объект и отправке в место, которое будет определено в договоре.

Правила биржевой торговли устанавливают для каждого из вышеперечисленных условий максимальные сроки исполнения договора, но на некоторых биржах эти условия не конкретизируются и установлен единый срок для всех кассовых сделок. Но в некоторых случаях на биржах может устанавливаться и более длительный срок кассовых сделок. Так правила биржевой торговли сельскохозяйственной продукцией, как правило, устанавливают этот срок от 1 до 13 дней. В границах определения сроков сторона вправе предусмотреть точную дату исполнения договора.

По своей юридической природе кассовые сделки представляют собой типовой договор купли-продажи. Целью кассовых сделок является реальный переход прав и обязанностей относительно предмета договора от продавца к покупателю на условиях, предусмотренных в договоре.

Следует отметить, что предметом кассовых договоров всегда есть товар, который на момент заключения договора физически существует и находится в собственности продавца. Торговля товаром (на условиях кассовых сделок), который покупатель получит или произведет на момент исполнения договора, запрещается. Эта особенность кассовых сделок дает возможность выставлять на торги товар с уже известными качественными характеристиками. Как правило, этот товар до торгов проходит биржевую или другую независимую экспертизу или на бирже во время торгов выставлены его образцы. В некоторых случаях, если товар до момента проведения торгов доставлен на склад биржи, покупатель до заключения договора может осмотреть товар. Поэтому стороны, заключая кассовые сделки, всегда имеют в виду более-менее точное определение товара, и, в отличие от других биржевых договоров, поставка товара не соответствующего качества рассматривается как нарушение или ненадлежащее исполнение условий договора, даже в том случае, когда продавец компенсирует покупателю затраты, которые возникли во время продажи товара несоответствующего качества.

Кассовые сделки могут содержать в себе какие-либо условия, требуемые сторонами для каждого отдельного случая. Относительно этих сделок на бирже не существует стандартных контрактов. В силу этого форма проведения биржевых торгов, на условиях кассовых сделок имеет свои особенности, поскольку стороны должны обговорить все условия будущего договора.

При заключении сделок, при условии, что товар находится на складе биржи, стороны должны урегулировать вопросы затрат относительно сохранности товара на складе биржи. Как правило, до заключения сделки эти затраты относятся к счету продавца, а после заключения сделки – на покупателя. Оплата товара может осуществляться как во время передачи товара, так и на условиях предоплаты или после платы. Исполнение договора начинается с момента его заключения, что делает невозможным биржевую спекуляцию на колебании цен. Поэтому эти сделки, с точки зрения курсовых и других биржевых рисков, считается наиболее надежными, в силу этого они имеют широкое применение в странах с мало развитым правовым механизмом защиты участников хозяйственных отношений.

Срочные (форвардные) сделки

Характерным признаком этих договоров является то, что, в отличие от кассовых сделок срок их исполнения предусматривается в будущем. Такие срочные (форвардные) сделки характеризуются следующими признаками:

Во-первых, они направлены на реальную передачу прав и обязанностей относительно товара, который является предметом договора. Следует определить, что в отличие от других сроков сделок, стороны, заключая срочный договор, предусматривают реальное отчуждение продавцом и приобретение покупателем товара.

Во-вторых, передача товара, а также переход права собственности на него осуществляется в будущем, в срок, предусмотренный в сделке.

На бирже заключаются следующие виды сделок на срок:

- твердые сделки на срок;
- онкольные сделки на срок;
- премиальные сделки.

Под твердыми сделками на срок понимаются такие сделки, которые предусматривают поставку финансовых активов в количестве и по курсу, зафиксированному сторонами в данных сделках.

Твердые сделки на срок могут предусматривать такие условия поставки финансовых активов:

- в срок, зафиксированный в сделке;
- с правом покупателя требовать поставки финансовых активов

ежедневно до указанной в сделке последней даты с предварительным сообщением об этом контрагенту.

Под онкольными сделками на срок понимаются такие сделки, которые предусматривают выполнение расчетов по курсу на день, указанный в сделке.

Срочные сделки в отличие от кассовых, предусматривают более длительные сроки исполнения. Эти сроки определены в Правилах биржевой торговли. Сроки поставки определяются в договоре с указанием на конкретный месяц, в котором осуществляется исполнение обязательств. Сроки исполнения не выбираются свободно, а подгоняются к последнему числу месяца, или же к середине месяца, в зависимости от правил, установленных на бирже.

Вторым отличительным признаком срочных сделок является то, что их предметом может выступать как тот товар, который находится в собственности продавца, так и тот, который физически не существует, но к моменту исполнения обязательства будет изготовлен продавцом.

Срочные договора на основании определенных выше признаков (реальность передачи товара и передача его в будущем) являются особенной формой договора поставки.

Купля товара на условиях срочного контракта осуществляется без предвари-тельного осмотра товара. Это вызвано тем, что: во-первых, в большинстве случаев товар на момент заключения договора еще не существует и предоставить его экспертизе невозможно; во-вторых, товар, который на момент заключения договора еще находится в собственности продавца, не отгружен на склад биржи для осмотра и проведения экспертизы, поскольку в следствие длительных сроков поставки продавец оплачивал бы бирже значительные денежные суммы за хранение товара. Хотя при наличии на бирже образцов выставленного на торги товара их могут поместить в торговый зал для осмотра заинтересованными особами.

Срочные контракты в биржевой практике очень часто стандартизированы, поскольку это упрощает биржевой товарооборот и исполнение обязательств. Хотя, беря во внимание тот факт, что предмет этих сделок на момент проведения торгов, может физически существовать и находиться в собственности продавца, допустимо заключение договоров не на основе стандартных, созданных биржевой практикой, условий, а на условиях соглашения сторон.

После поступления и оприходования товаров на склад биржи при сделках «спот» и «форвард», биржа или складское предприятие, с которым биржа установила соответствующие соглашения по хранению и другим сопутствующим транспортно-экспедиционным складским операциям, выдает владельцу товара специальный документ. Этот товарораспределительный документ, свидетельство о сохранности и залоге, который продавец хранит в

банке и представляет покупателю при наступлении срока поставки товара. Продавец при этом оплачивает расходы по хранению и страхованию товара на складе. Покупатель после приобретения товарораспределительного документа становится владельцем товара. Для этого он производит оплату чеком, переводом денег или наличными.

При заключении срочных договоров стороны могут предусмотреть, если это не предусмотрено в стандартном договоре, обеспечение исполнения обязательств, т.е. установить меры имущественного характера, которые обязуют должника к надлежащему и своевременному исполнению взятых на себя обязательств. Мерами такого обеспечения в биржевой практике, как правило, выступают задаток и залог.

Фьючерсные сделки

Предметом фьючерсной сделки является фьючерсный контракт - документ, определяющий права и обязанности на получение или передачу имущества (включая деньги, валютные ценности и ЦБ) или информации с указанием порядка такого получения или передачи. Фьючерсный контракт не может быть просто аннулирован, или, согласно биржевой терминологии, ликвидирован. Если он заключен, то может быть ликвидирован либо путем заключения противоположной сделки с равным количеством товара, либо поставкой обусловленного товара в срок, предусмотренный контрактом.

Правила торговли фьючерсными контрактами дают возможность продавцу сохранять право выбора - поставить продукцию или откупить срочный контракт до наступления срока поставки товара; покупателю - принять товар или перепродать срочный контракт до наступления срока поставки.

Основными признаками фьючерсной торговли служат:

- фиктивный характер сделок, при котором купля-продажа совершается, но обмен товаров практически полностью отсутствует. Целью сделок является не потребительная, а меновая стоимость товара;
- преимущественно косвенная связь с рынком реального товара (через хеджирование, а не через поставку товара);
- полная унификация потребительной стоимости товара, представителем которого потенциально служит биржевой контракт, непосредственно приравняемый к деньгам и обмениваемый на них в любой момент. (В случае поставки по фьючерсному контракту продавец имеет право поставить товар любого качества и происхождения в рамках, установленных правилами биржи);
- полная унификация условий в отношении количества разрешенного к поставке товара, места и сроков поставки;
- обезличенность сделок и заменимость контрагентов по ним, так как они

закключаются не между конкретными продавцом и покупателем, а между их брокерами и расчетной палатой - специальной организацией при бирже, которая берет на себя роль гаранта выполнения обязательств сторон при покупке или продаже ими биржевых контрактов. При этом сама биржа не выступает в качестве одной из сторон в контракте или на стороне одного из партнеров.

Предметом фьючерсной сделки является фьючерсный контракт - документ, определяющий права и обязанности на получение или передачу имущества (включая деньги, валютные ценности и ЦБ) или информации с указанием порядка такого получения или передачи.

Во фьючерсных операциях сохранена полная свобода сторон только в отношении цены, а ограниченная - в отношении выбора срока поставки товара. Все остальные условия строго регламентированы и не зависят от воли участвующих в сделке сторон. В связи с этим фьючерсную биржу иногда называют «рынком цен» (т. е. меновых стоимостей) в отличие от рынков товаров (совокупности и единства потребительных и меновых стоимостей), где покупатель и продавец могут согласовать между собой практически любые условия контракта. А эволюцию от сделок с реальными товарами к сделкам с фиктивными сравнивают с прогрессом от обращения денег с реальной стоимостью к бумажно-денежному обращению.

Фьючерсные сделки обычно используются для страхования-хеджирования от возможных потерь в случае изменения рыночных цен при заключении сделок на реальный товар. К хеджированию прибегают также фирмы, покупающие или продающие товары на срок на бирже реального товара или вне биржи. Операции хеджирования состоят в том, что фирма, продавая реальный товар на бирже или вне ее с поставкой в будущем, принимая во внимание существующий в момент заключения сделки уровень цен, одновременно совершает на срочной бирже обратную операцию, то есть покупает фьючерсные контракты на тот же срок и на то же количество товара. Фирма, покупающая реальный товар с поставкой в будущем, одновременно продает на бирже фьючерсные контракты. После сдачи или соответственно приемки товара по сделке с реальным товаром осуществляется продажа или выкуп фьючерсных контрактов. Таким образом, фьючерсные сделки страхуют сделки на покупку реального товара от возможных убытков в связи с изменением цен на рынке на этот товар. Принцип страхования здесь построен на том, что если в сделке одна сторона теряет как продавец реального товара, то она выигрывает как покупатель фьючерсов на то же количество товара, и наоборот. Поэтому покупатель реального товара осуществляет хеджирование продажей, а продавец реального товара - хеджирование покупкой.

Например, торговец (посредник, дилер, агент) покупает большие количества сезонного товара (зерно, хлопок и пр.) в определенный, обычно

сравнительно короткий срок для того, чтобы затем обеспечить полную и своевременную поставку товара по заказам своих потребителей. Не прибегая к хеджированию, он может понести убытки при последующем возможном снижении цен на его товары, находящиеся на складе. Чтобы избежать этого или свести риск до минимума, он одновременно с закупкой реального товара производит хеджирование продажей, то есть заключает на бирже сделку на продажу фьючерсных контрактов, предусматривающих поставку такого же количества товара. Когда торговец перепродает свой товар потребителю, предположим, по более низкой цене, чем он купил, он терпит убыток по сделке с реальным товаром. Но он одновременно выкупает ранее проданные фьючерсные контракты по более низкой цене, в результате чего получает прибыль. К хеджированию продажей прибегают часто и непосредственные потребители биржевых товаров (зерна, сахара и др.) в тех случаях, когда они покупают эти товары на срок.

Хеджирование покупкой ("длинное" хеджирование) - это покупка фьючерсных контрактов с целью страхования цен на продажу равного количества реального товара, которым торговец не владеет, с поставкой в будущем. Цель этой операции состоит в том, чтобы избежать любых возможных потерь, которые могут возникнуть в результате повышения цен на товар, уже проданный по зафиксированной цене, но еще не закупленный ("не покрытый").

Механизм биржевого осуществления финансовых сделок

В зависимости от потребностей рынка, организация торговли ценными бумагами на Украинской фондовой бирже осуществляется в виде простого (одностороннего) аукциона "с голоса" или двойного (онкольного или непрерывного) аукциона.

Торги «с голоса» проводятся путем выставления определенного количества финансового товара (*лота*) на аукцион, в котором принимают участие брокеры биржи. Аукцион ведет *лицитатор*, который объявляет начальную цену и *шаг цены* (сумму, на которую изменяется цена при каждом согласии на приобретение). До счета «три», объявляемого лицитатором, участники торгов имеют возможность условленным знаком сообщить о своем согласии на покупку. При этом цена лота автоматически повышается на один шаг и другим участникам торгов вновь предоставляется возможность до счета «три» сообщить про свое согласие с дальнейшим увеличением цены. Покупателем становится брокер, назвавший последнюю цену, после чего других согласий на покупку не поступало.

Организация двойного онкольного аукциона осуществляется на основании заказов участников торговли путем сопоставления Котировочной комиссией

УФБ встречных заказов (формирование перечня котировок) или с применением электронной системы приказов с одноразовой фиксацией курса (фиксинг) ценных бумаг.

Механизм котировки ценных бумаг по принципу двойного онкольного аукциона состоит в накоплении в заранее определенное биржей время заказов на куплю и продажу ценных бумаг путем одновременного их выполнения по единому биржевому курсу.

Технология двойного непрерывного аукциона предусматривает немедленное полное или частичное выполнение заказа после его подачи, при наличии в торговой системе одного или нескольких встречных заказов, которые совпадают с ним по цене.

Если заказ, который введен в систему, перекрещивается по цене с наилучшим из противоположных заказов, система фиксирует сделку, которая по объему равна наименьшему объему из этих заказов. При этом ценой сделки является средняя между ценами подобранных заказов.

Если заказ выполнен частично, его выполненная часть удаляется из торговой системы и заносится в реестр сделок. Для части заказа, которая не удовлетворена, эта процедура может повторяться, пока не будет исчерпан весь объем этого заказа или пока не будут выполнены все встречные заказы, которые перекрещиваются с ним по цене. При этом невыполненная часть заказа продолжает принимать участие в торгах и для определения приоритета времени невыполненной части используется начальный срок регистрации заказа.

Заказы, которые удовлетворяет по цене встречный заказ, выполняются в соответствии с принятым набором приоритетных правил по приоритетам цены и времени его регистрации.

Внебиржевые сделки на финансовом рынке основываются на различных формах гражданских договоров: купли-продажи, комиссии и поручения (торговля ценными бумагами); уступки права требования и перевода долга (факторинговые услуги); лизинга (финансовый лизинг).

На профессиональном языке финансовых посредников заключенные, но незавершенные на данный момент сделки называются *открытыми позициями*, завершенные сделки – *закрытыми позициями*. Осуществление сделки, направленной на приобретение финансового актива (или превышение объема покупок актива над объемом его продаж), характеризуется как *длинная позиция*, а противоположные действия – как *короткая позиция*.

5. ПРОИЗВОДНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

- 5.1. Классификация производных ценных бумаг
- 5.2. Практическое применение производных ЦБ.
- 5.3. Организация выпуска производных ценных бумаг.

Литература:

1. *Валовая Т. Д.* Валютный курс и его колебания / Т. Д. Валовая. – М. – 1996. – 212 с.
2. *Суторміна А. М.* Фінансовий ринок: Навч.-метод. посібник / А. М. Суторміна, В. М. Радзієвська, Б. С. Стеценко. – К.: КНЕУ, 2001. – 100 с.
3. *Томсетт М.* Торговля опционами / М. Томсетт. – М.: ИД Альпина, 2001. – 360 с.
4. *Чекулаев М.* Загадки и тайны опционной торговли / М. Чекулаев. – М.: ИК Аналитика, 2001. – 432 с.
5. *Шелудько В. М.* Фінансовий ринок: Підручник. - 2-ге вид., стер. – К.: Знання, 2008. – 535 с.

Производные ценные бумаги, с точки зрения качественных характеристик, можно классифицировать по следующим признакам:

В зависимости от специфики базового актива, такие бумаги бывают – фондовые, товарные и валютные.

Украинское законодательство своеобразно рассматривает правила выпуска и обращения производных ЦБ в зависимости от базового актива. Так к фондовым деривативам (финансовым инструментам, базовым активом которых являются другие ЦБ) могут относиться опционы, варранты и фьючерсы. Регистрацию выпуска этих бумаг, порядок их обращения и особенности функционирования регулирует Комиссия. Нормативными документами Комиссии предусмотрены специальные Правила выпуска и обращения фондовых деривативов (1997г.). В соответствии с ними, например, фондовые опционы могут выпускать только ТЦБ, варранты – ОАО, а фьючерсы – расчетно-клиринговая палата, или расчетно-клиринговый банк. Такие бумаги (кроме варрантов) обращаются исключительно через биржу и базовым активом предусматривают акции, облигации, др. ЦБ (в ряде случаев, в перспективе Украинского законодательства, базовым активом фондовых производных ЦБ, смогут выступать сами деривативы, фондовые индексы, ЦБ инвестиционных фондов, ипотечные и другие ЦБ). Сроки обращения фондовых деривативов составляют от 1-го до 2-х лет.

Выпуск и обращение товарных деривативов регулируется как Комиссией (выпуск) так и органами государственной исполнительной власти (МинЭкономики, Минаграрной политики). Именно такие деривативы составляют львиную долю

всех выпусков производных ЦБ в Украине. Базовым активом таких бумаг являются определенные товары и услуги, которые, как правило, должны отвечать требованиям массовости (серийности). Товарные деривативы выпускают как для оптимизации налогообложения (опционы) так и для получения конкретных товаров (услуг) в будущем на определенных условиях (фьючерсы, форварды). В зависимости от условий поставки товаров, складывающейся на них цены и сроков проведения расчетов – существуют внутренние классификации товарных деривативов, определяющие специфику каждого контракта.

Регулированием выпуска и обращения валютных деривативов занимается НБУ. В настоящее время, к таким ЦБ относят форварды и фьючерсы. Так, Положением НБУ (1998) предусмотрены Правила выпуска валютных форвардов, в соответствии с которыми расчеты по поставке валюты на определенных условиях в будущем, осуществляются между банками, с учетом специфики производных ЦБ.

В зависимости от обязательства сторон по поводу выполнения контракта, производные ЦБ бывают: с правом покупателя на куплю (продажу) базового актива и с обязательством купить (продать) такой актив.

Группу «прав» представляют опционы и варранты.

Опционы, как классические производные ЦБ, с богатой историей обращения на регулируемом и нерегулируемом рынке, через особенности реализации права (но не обязательства) приобрести (продать) определенные ценности, формируют уникальные возможности по стратегиям хеджирования, спекуляций, арбитражных сделок. Варранты, как разновидность опционов на покупку, предусматривают размещение акций ОАО в процессе эмиссии, с правом покупателя отказаться от приобретения ЦБ, с потерей небольшой суммы – опционной премии (цены опциона).

Обязательства по купле (продаже) базового актива предусматриваются условиями выпуска фьючерсов и форвардов.

Такие производные ЦБ, в обязательном порядке предусматривают либо поставку ценностей (и их соответствующую оплату), либо зачет денежных средств, в пользу одной из сторон в зависимости от сложившейся цены на базовый актив, на определенную дату, установленную контрактом. При этом в форвардных контрактах, как правило, расчетная цена фиксируется при его заключении, а во фьючерсах – на момент выполнения обязательств сторонами контракта.

В зависимости от условий поставки базового актива, производные ЦБ бывают: с обязательством поставки базового актива и без обязательства на его поставку.

В первом случае, базовый актив производной ЦБ в обязательном порядке предоставляется держателю (покупателю) дериватива по условиям контракта. Как правило, такие обязательства распространяются на товарные бумаги,

предусматривающие поставку конкретных ценностей. В отличие от товарных, при завершении сделки по фондовым дериватам, в большинстве случаев поставка ценных бумаг не предусмотрена. Сделки на фондовом рынке предусматривают зачет взаимных требований, к моменту истечения срока действия дериватива, с фиксацией положительной разницы от колебания цены на базовый актив, в пользу одного из участников. Как в случае выпуска товарного дериватива, главной целью его приобретения является товар, так в случае покупки фондового – получение прибыли от правильно выбранной стратегии изменения цены на ценные бумаги (базовый актив), без дополнительных усилий на приобретение по контракту таких ЦБ с последующей реализацией.

В зависимости от специфики базового актива формируются и стратегии по получению результата от приобретения (продажи) производных ЦБ. В товарных сделках это хозяйственная деятельность, деятельность по страхованию от неблагоприятного изменения цены на приобретаемые товары, деятельность по фиксации (с предоплатой) цены на покупаемые вещи, деятельность по планированию своих расходов и др. При проведении фондовых сделок – это спекулятивные операции, операции по выравниванию цен на различных фондовых рынках на идентичные ЦБ, хеджирование цен на имеющиеся в портфеле ЦБ, вывод на рынок ЦБ новых фондовых инструментов и др.

В зависимости от условий обращения производные ЦБ бывают: обращающиеся на биржевом рынке и внебиржевые ЦБ.

Обязательным котировкам на фондовой или товарной бирже подлежат опционы и фьючерсы. Форварды часто называют «внебиржевым фьючерсом», а варранты, как разновидности опционов на приобретение акций в процессе эмиссии, могут распространяться как на биржевом, так и на внебиржевом рынках. Биржевой рынок производных ЦБ наиболее характерен для фондовых инструментов, когда базовым активом дериватива выступают сами ЦБ, фондовые индексы, другие производные ЦБ, различные фондовые конфигурации.

В зависимости от степени риска, участниками рынка производных ЦБ выступают хеджеры и спекулянты.

Открытые позиции характеризуются отсутствием законтрактованного базового актива, предусмотренного договором. Продавец дериватива обязуется приобрести соответствующий товар уже после заключения контракта. В таком случае значительно повышаются ценовые риски выполнения договора, при условии действительной поставки товаров держателям производной. Продажа деривативов при открытых позициях (спекулятивные операции), как правило, характерна при оформлении договоров без обязательства по поставке базового актива. Такие договора предусматривают начисление положительной разницы в цене на базовый актив, в пользу одного из участников сделки. Характерными производными ЦБ при открытых позициях выступают фондовые опционы и

фьючерсы.

Закрытые позиции по сделкам с деривативами предусматривают наличие соответствующих активов у продавца. В таком случае риски продавца могут составлять лишь сумму недополученной прибыли от реализации товара – базового актива, если конъюнктура рынка изменилась в сторону увеличения стоимости актива. В случае же падения стоимости базового актива в течение действия договора, переплата стоимости товара ложится на покупателя, от которой он может (опцион) или не может (фьючерс) отказаться. Такие позиции характерны для товарных деривативов, когда главной целью сторон является купля (продажа) конкретных ценностей в будущем, с условием их поставки на определенную дату, с фиксацией цены на момент заключения контракта.

Практическое применение производных ЦБ

Значительный интерес к этим фондовым инструментам вызван, как появлением «внятной» законодательной базы их функционирования, так и неоспоримыми возможностями таких финансовых продуктов привносить в деятельность предприятия новые, оригинальные хозяйственные решения. К таким возможностям, в частности, относятся:

- оптимизация налогообложения деятельности предприятий (НДС)
- получение «невозвратной» и гарантируемой предоплаты за товары
- распространение товаров на «оригинальных» условиях
- распространение акций ОАО в процессе эмиссии
- хеджирование (страхование) рисков от неблагоприятного изменения конъюнктуры цен на товары
- спекулятивные операции.

Оптимизация налогообложения деятельности предприятий

Ключевой задачей решаемой производными ЦБ в современной хозяйственной деятельности предприятий является оптимизация НДС. Законодательством предусмотрено, что операции с ЦБ (в том числе с производными) освобождены от уплаты такого налога. Это обстоятельство и является главным фактором эмиссии деривативов, в частности товарных опционов. Практика использования опционов при оптимизации НДС сводится к следующему:

Например, фирма А, продавая определенные серийные товары (оказывая стандартные услуги), выпускает опционы, как двусторонние стандартизированные договора, с правом приобретения таких товаров по себестоимости (ниже себестоимости), в течение конкретного (как правило небольшого) периода. Цена опциона (стандартизированного контракта) устанавливается на уровне прибыли от сделки, или в виде разницы между ценой продажи товара (предоставляемых услуг) и рассчитанными затратами на

его приобретение (возможно с корректировкой налогооблагаемой базы в себестоимости продукции (услуг)). Гипотетически покупатель может отказаться от проведения сделки, но в таком случае он теряет стоимость опциона (как ПРАВА на покупку), который может составлять 30-40-50% от стоимости товара. При приобретении товаров через опционные стратегии, НДС уплачивается с суммы нематериальных (облагаемых НДС) затрат в себестоимости продукции, сама же стоимость дериватива (и, соответственно положительная разница при продаже) в состав налогооблагаемой базы не включается.

С учетом предусмотренных законодательством позиций по «сравнительным» ценам (недопустимой, с точки зрения налогообложения, продажи товаров ниже обусловленной рынком цены), использование «оптимизационных» опционов в основном используется как право на получение определенных (возможно эксклюзивных) услуг, либо прилагаемых к товару, либо осуществляемых самостоятельно, как отдельный вид хозяйственной деятельности.

Затраты на проведение опционной программы сводятся к расходам по регистрации эмиссии производной ЦБ в Комиссии и комиссионным издержкам ТЦБ и фондовой (товарной) бирже (как обязательному атрибуту проведения операций с такими бумагами).

Предоплата за товары (услуги)

Оптимизация НДС при использовании опционов приятная, но не единственная возможность использования этого финансового инструмента. Сам факт получения определенной предоплаты за товары (услуги) с дальнейшим предоставлением товара, с фиксацией сделки на биржевых торгах, является положительным стимулом выпуска таких ЦБ. Конечно, такие условия действуют в подавляющем случае по товарным деривативам, когда поставка товара, фиксация цены на него и сроки предоставления, являются главной целью заключения сделки. Покупатель, в таком случае, гарантировано получит оплаченную собственность, а продавец – сможет разместить свои активы по приемлемой для него цене. Покупатель, боится собственные риски от неблагоприятного изменения цены на приобретаемые товары. Продавец пользуется предоплатой, как собственными средствами до момента отгрузки товара. При этом в зависимости от условий договора, продавец дериватива, может гарантированно рассчитывать на «невозвратность» предоплаты, даже в случае отказа покупателя от приобретения базового актива.

Распространение товара на «оригинальных» условиях

Производные ЦБ являются новым, многими не понятным и неизвестным финансовым инструментом. Оригинальность их обращения и практического применения еще вызывают определенный скептицизм участников финансового процесса, хотя с другой стороны, разобравшись с их основными чертами, можно использовать деривативы как рекламный или информационный фактор распространения товаров. В принципе, теория производных ЦБ, позволяющая находить в любой бытовой или хозяйственной жизни черты «прав» и «обязанностей» сторон по сделкам, может широко применяться при продвижении товаров потребителям, защищая продавцов производных ЦБ и расширяя маневренность покупателей. Например, реализуя однотипное, высоколиквидное имущество, используя товарные опционы, продавец уже получает часть денег до физической поставки товара. Покупатель же приобретает товар в рассрочку, с возможностью «застолбить» определенные ценности, с окончательной их оплатой, после (во время) истечения контракта.

Производные ЦБ могут свободно покупаться (продаваться) на фондовом рынке, и соответственно покупателями могут оперировать ценностями, составляющими базовый актив контракта до момента его окончательной оплаты. Покупая (продавая) деривативы, можно извлекать дополнительную прибыль в зависимости от динамики изменения цены на базовый актив и сроков окончательных расчетов по контракту.

Распространение акций ОАО в процессе эмиссии

Производной ЦБ, позволяющей предлагать к продаже акции новой эмиссии, до ее окончательного распространения, является варрант. Такой финансовый инструмент выпускается только открытыми АО вместе с собственными привилегированными акциями или облигациями и предоставляет его владельцу право на приобретение простых акций данного эмитента на протяжении определенного срока (не более 1-го года) по определенной цене.

Варранты являются разновидностью опционов на покупку, и их объем выпуска не должен превышать 50% объема акций данного эмитента.

Так, к примеру если АО проводит публичное размещение своих акций, одним из стимулов их приобретения для инвесторов могут выступать варранты, которые дают право за небольшую сумму определять качество этих акций в будущем, позволяя инвестору через время окончательно определиться с покупкой эмитированных ЦБ. Определенная отсрочка с покупкой акций в процессе эмиссии может быть вызвана как нехваткой средств на их приобретение, так и проверкой динамики изменения их стоимости. В случае неблагоприятной тенденции курса стоимости акций, инвестор всегда может отказаться от их покупки.

Хеджирование рисков

Производные ЦБ позволяют страховать временные риски, вызванные неблагоприятной конъюнктурой цен на базовые активы. Простым примером такого страхования служит покупка акций определенного эмитента и покупка опциона на продажу этих же акций. Так, в случае роста цены на акции, опцион не предъявляется и условным страховым взносом (финансовыми потерями) служит цена такого опциона. При падении цен на акции, опцион предъявляется продавцу производной ЦБ и последний компенсирует разницу в курсовой цене акций. Деньги, заплаченные за опцион при его приобретении, также являются своеобразной страховой платой за возможность компенсировать неблагоприятный курс базового актива.

Спекулятивные операции

Производные ЦБ являются востребованными инструментами для проведения спекулятивных операций на фондовом рынке. Такие операции могут проводиться как непосредственно с базовыми активами, так и по сами производным ЦБ. Главными критериями таких операций являются срочность выполнения контрактов, обязательность расчетов и объемы проводимых сделок. В основе таких операций лежат прогнозы изменения цены на базовый актив в краткосрочной перспективе. Как правило, участники спекулятивных операций, совершая срочные сделки, в отличие от хеджеров не имеют в наличии активы, по которым совершаются операции. Здесь присутствует полный риск потерь от неблагоприятного изменения курса стоимости базового актива, как, впрочем и возможность получить прибыль без первоначальных затрат на приобретение таких активов.

Организация выпуска производных ценных бумаг

Производные ЦБ, имеющие обращение в Украине подразделяют на опционы, варранты, фьючерсы и форварды.

Опцион – стандартный документ, который удостоверяет право приобрести (продать) базовый актив на определенных условиях в будущем, с фиксацией цены на время составления такого контракта или на время такого приобретения по решению сторон контракта.

Опцион должен иметь следующие реквизиты:

- а) название контракта;
- б) вид опциона (с поставкой или без поставки базового актива);
- в) стороны опциона;
- г) разновидность опциона (опцион на поставку, опцион на продажу);
- д) базовый актив опциона и его характеристики (эмитент, вид и количество ЦБ, его номинальная стоимость, срок обращения, другие сведения

для ЦБ; вид и количество валюты – для средств, ассортимент для товаров);

е) цена исполнения;

ж) срок исполнения (для опциона с исполнением в течение срока действия) или на день исполнения (для опциона с исполнением на определенную дату);

з) порядок оплаты приобретенного (проданного) базового актива;

и) размер премии опциона;

к) ответственность продавца опциона в случае невыполнения или ненадлежащего выполнения обязательств, установленных опционом;

л) порядок рассмотрения споров, которые возникают во время составления и выполнения опционов;

м) адреса, подписи, печати, реквизиты банковских счетов (для юридических лиц) и паспортные данные (для физических лиц) сторон опциона.

Вид опциона – с поставкой или без поставки базового актива, имеет существенное значение для целей выпуска опционов. Как правило, фондовые опционы, выпускаемые исключительно торговцами ЦБ, не предполагают расчеты непосредственно базовым активом – например акциями. В случае купли (продажи) товарных опционов наоборот, предполагается обязательная поставка базового актива по условиям опциона.

В соответствии с разновидностями опционов их подразделяют на: опционы на покупку (колл) и опционы на продажу (пут).

Сроки действия опционов предусматривают две системы. В соответствии с первой (американской) исполнение опциона, по желанию его владельца, может проводиться в течение всего срока обращения опциона. Вторая система (европейская) предусматривает исполнение опциона на определенную заранее дату, как правило «на» или «около» даты его истечения.

Регистрация опционов проводится в Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку. Для такой регистрации необходимо предоставить следующие документы:

а) заявление;

б) образец сертификата опциона (для документарной формы) или глобальный сертификат выпуска опциона (для бездокументарной формы выпуска);

в) информационное сообщение, которое должно распространяться среди потенциальных покупателей опционов, с описанием рисков, связанных с инвестированием в данные опционы;

г) зарегистрированную информацию о выпуске ЦБ, которые являются базовым активом, если такой выпуск был зарегистрирован не Комиссией;

д) годовой отчет эмитента базового актива за предыдущий год и (при наличии) последний после годового полугодовой отчет (для акций и облигаций предприятий или объединений), если они не были поданы в центральный

аппарат Комиссии;

е) для опционов, базовым активом которых являются деньги (валютные ценности) – разрешение Национального банка Украины на использование этих средств (валютных ценностей) как базового актива опциона.

Разрешается одновременная подача документов для регистрации нескольких выпусков разных опционов. При этом срок действия любого опциона не должен превышать один год с момента регистрации его выпуска.

Основаниями для отказа в регистрации выпуска опционов является:

- а) нарушение порядка регистрации выпуска опционов;
- б) наличие в поданных документах сведений, которые свидетельствуют о несоответствии условий выпуска действующему законодательству;
- в) наличие в поданных документах недостоверной информации;
- г) предоставление для регистрации опционов, срок действия (обращения) которых превышает срок обращения базового актива.

Комиссия может отказать в регистрации выпуска опционов, если придет к выводу, что этот выпуск может негативно повлиять на рынок базового актива через недостаточное количество или недостаточную ликвидность базового актива опциона.

Варрант – разновидность опциона на покупку, который выпускается эмитентом вместе с собственными привилегированными акциями или облигациями и дает его собственнику право на приобретение простых акций данного эмитента на протяжении определенного периода по определенной цене.

Сертификат варранта должен иметь следующие реквизиты:

- а) полное наименование эмитента варрантов и его юридический адрес;
- б) указание количества ЦБ, которые являются базовым активом варранта;
- в) общее количество варрантов данного выпуска;
- г) срок размещения;
- д) срок действия варранта;
- е) подпись уполномоченного лица и печать эмитента.

Варранты могут выпускаться только открытыми акционерными обществами и только в документарной форме.

Срок действия варранта не должен превышать 1 год, а объем базового актива эмитента варрантов не должен превышать 50% объема акций данного эмитента, выпуск (выпуски) которых были зарегистрированы.

Не разрешается выпуск варрантов для покрытия убытков от хозяйственной деятельности эмитента с зачислением поступлений от продажи варрантов как результата текущей хозяйственной деятельности.

Для регистрации выпуска варрантов эмитент подает в Комиссию следующие документы:

- а) заявление;
- б) образец сертификата варранта;
- в) зарегистрированную информацию о выпуске ЦБ, которые являются базовым активом;
- г) годовой отчет за предыдущий год и (при наличии) последний после годового полугодовой отчет.

Фьючерсный контракт (фьючерс) – стандартный документ, который удостоверяет обязательство приобрести (продать) базовый актив в определенное время и на определенных условиях в будущее, с фиксацией цен на момент выполнения обязательств сторонами контракта.

Фьючерсный контракт должен иметь следующие реквизиты:

- а) название контракта;
- б) вид контракта (с поставкой или без поставки базового актива);
- в) стороны контракта;
- г) базовый актив контракта и его характеристики (эмитент, вид ЦБ, его номинальная стоимость, срок обращения, другие сведения для ЦБ; вид валюты – для денег; ассортимент – для других товаров);
- д) объем контракта;
- е) размер начальной маржи;
- ж) механизм определения цены на момент исполнения;
- з) цена исполнения;
- и) единица измерения цены;
- к) срок исполнения;
- л) ответственность сторон в случае невыполнения или ненадлежащего выполнения обязательств, установленных этим контрактом;
- м) порядок рассмотрения споров, которые возникают во время составления и исполнения контракта;
- н) адреса, подписи, печати, реквизиты банковских счетов (для юридических лиц) и паспортные данные (для физических лиц) сторон контракта.

Эмитентом фьючерса является созданная фондовой (товарной) биржей клирингово - расчетная палата или расчетно-клиринговый банк.

Зарегистрированный фьючерс может находиться в обращении в сроки, которые не превышают два года с момента его регистрации в Комиссии.

Для выпуска фьючерсов в обращение их эмитент подает в Комиссию следующие документы:

- а) заявление;
- б) образец сертификата фьючерса на определенное количество базового актива;

в) информационное сообщение, которое будет распространяться среди потенциальных покупателей товарных фьючерсов, с описанием рисков, связанных с инвестированием в данные товарные фьючерсы;

г) для фьючерсов, базовым активом которых являются товарные ресурсы – разрешение (согласование) Министерства экономики Украины на использование этих ресурсов как базового актива, для фьючерсов, базовым активом которых являются деньги (валютные ценности) – разрешение (согласование) Национального банка Украины.

Эмитент фьючерса должен также предоставить требования по вычислению вариационной маржи. Такие требования должны предоставлять возможность покрытия 100% среднего изменения в цене на протяжении торгового дня. Среднее изменение в цене должно рассчитываться по результатам торговых дней на протяжении последних шести месяцев.

Форвардный контракт (форвард) – двухстороннее соглашение по стандартной (типовой) форме, которое удостоверяет обязательство лица приобрести (продать) базовый актив в определенное время и на определенных условиях в будущем, с фиксацией цен такой продажи во время заключения форвардного контракта.

Форвардный контракт должен иметь такие реквизиты:

а) название контракта;

б) стороны контракта;

в) базовый актив контракта и его характеристики (эмитент, вид ЦБ, его номинальная стоимость, срок обращения, другие сведения по ЦБ; вид валюты – для денег, ассортимент – для товаров);

г) количество базового актива;

д) стоимость контракта;

е) цена исполнения;

ж) срок действия;

з) порядок оплаты приобретенного (проданного) базового актива;

и) ответственность сторон в случае невыполнения или ненадлежащего выполнения обязательств, установленных этим контрактом;

к) порядок рассмотрения споров, которые возникают вовремя составления и исполнения контракта;

л) адреса, подписи, печати, реквизиты банковских счетов (для юридических лиц) и паспортные данные (для физических лиц) сторон контракта.

6. ОРГАНИЗАЦИЯ ФЬЮЧЕРСНОГО РЫНКА

6.1. Общая характеристика стандартных биржевых фьючерсов (фьючерсных контрактов) .

6.2. Организация фьючерсной торговли и формирование фьючерсных цен.

6.3. Использование фьючерсов, в том числе в целях хеджирования.

Литература:

1. *Валовая Т. Д.* Валютный курс и его колебания / Т. Д. Валовая. – М. – 1996. – 212 с.

2. *Долан Э. Дж.* Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / Э. Дж. Долан, К. Д. Кэмбелл, Р. Дж. Кэмбелл. Пер. с англ. – СПб., 1994. – 496 с.

3. *Есипов В. Е.* Ценообразование на финансовом рынке / В. Е. Есипов. – СПб: Питер, 2000. – 176 с.

4. *Кандинская О. А.* Управление финансовыми исками: поиск оптимальной стратегии / О. А. Кандинская. – М.: Консалтбанкир, 2000. – 272 с.

5. *Рэдхэд К.* Управление финансовыми рисками / К. Рэдхэд, С. Хьюс. Пер. с англ. – М.: ИНФРА - М, 1996. – 288 с.

6. *Шелудько В. М.* Фінансовий ринок: Навч. посібник / В. М. Шелудько. – К.: Знання-Прес, 2003. – 535 с.

Определение фьючерсного контракта приведено в темах 4 и 5. Ликвидности фьючерсного контракта способствует институт профессиональных биржевых посредников, которым вменяется в обязанность покупать и продавать фьючерсные контракты. Преимущество фьючерсного контракта заключается в том, что его исполнение гарантируется биржей. Поэтому нет необходимости выяснять финансовое положение и надежность контрагента. После заключения фьючерсного контракта полномочия контрагентов переходят к расчетной конторе биржи, которая выступает уже стороной контракта. Расчетная палата отвечает перед инвестором за поставку или прием реального товара. На расчетную контору возлагается обязанность подыскания соответствующей открытой позиции. Расчетная контора биржи имеет право осуществлять текущее консультирование контрагентов, но только в пределах данного торгового дня.

Организация фьючерсной торговли нацелена на обеспечение двух главных целей фьючерсных операций – хеджирование (страхование рисков) и доход на курсовой разнице (спекуляция). Цели хеджирования и цели дохода часто не совпадают. Для обеспечения целей хеджирования биржа гарантирует равный и свободный доступ к основной котировочной информации, гласность осуществляемых сделок, строгий контроль за биржевыми брокерами и предельно жесткую борьбу с получением и использованием инсайдерской (закрытой) информации.

Для того чтобы обеспечить реализацию спекулятивных целей, биржи предоставляют свободу выбора биржевых брокеров, сроков и условий фьючерсных контрактов и достаточно большое количество активов (видов валюты, акций различных эмитентов, биржевых товаров). Расходы инвестора при инвестировании во фьючерсные контракты являются незначительными, если не считать комиссионных.

Поскольку при заключении фьючерсного контракта никто никому денег за предмет контракта (то есть, за базовый актив) не уплачивает (ведь исполнение сделки отложено на определенный срок), то для определения текущего выигрыша/проигрыша по фьючерсу до наступления срока его исполнения используется особый биржевой механизм.

Инвестор при приобретении фьючерса (открытии длинной позиции) должен внести на счет своего брокера в расчетной конторе (клиринговой палате) биржи денежный залог — *первоначальную маржу*, размер которой для данного вида фьючерсов определен правилами биржи. То же самое должен сделать продавец фьючерса (открытие короткой позиции).

Если по форвардным сделкам расчет между участниками происходит по истечению контракта, то по фьючерсным сделкам ежедневно. В каждый из последующих дней биржевые цены аналогичных фьючерсов могут меняться. Клиринговая палата ежедневно будет переоценивать приобретенный инвестором фьючерс исходя из биржевой цены, сложившейся к концу текущего дня. Сумма такого отклонения последней биржевой фьючерсной цены от цены предыдущего дня называется *вариационной маржей*.

Если цена на фьючерс выросла, то вариационная маржа подлежит списанию со счета продавца на счет покупателя и наоборот. При ежедневном повышении или понижении фьючерсной цены, постоянное списание средств со счета одного и того же участника сделки может привести к отсутствию денег на данном счете. Чтобы исключить это, правилами биржи устанавливается размер *минимальной* или *поддерживающей маржи*, до уровня которого участник торгов обязан пополнять свой счет у брокера.

Остатки на клиентском счете не могут быть меньше минимальной величины, установленной биржей. Инвестор обязан пополнять свой маржевый счет до установленного минимума. Сумма такого пополнения называется *дополнительной маржей*. Пример осуществления взаиморасчетов между участниками фьючерсной торговли после открытия позиции (купли-продажи фьючерса на бирже) приведен в табл. 1.

В результате, к концу 3-го дня на маржевом счете покупателя оказалось 150 долларов, из которых 80 долларов он может снять. Продавец к концу 3-го дня проиграл 50 долларов и был вынужден внести дополнительные 20 долларов для поддержания своей позиции.

В случае отсутствия средств для поддержания позиции брокер может кредитовать инвестора. Если продавец не вносит соответствующую сумму для погашения маржевого счета, то брокер имеет право погасить контракт инвестора путем офсетной сделки.

Урегулирование взаимных позиций продавца и покупателя осуществляется в конце каждого торгового дня на основе котировочной (расчетной) цены.

Таблица 1. - Упрощенный пример изменения маржевого счета

	Открытие позиции (день 0)	Следующие дни		
		1	2	3
Фьючерсная цена, долл	1500	1520	1530	1550
Начальная маржа, долл	100			
Минимальная маржа, долл	70			
Позиция покупателя:				
Состояние маржевого счета, долл	100	120	130	150
Вариационная маржа, долл		20	10	20
Накопленный выигрыш/проигрыш, долл		20	30	50
Позиция продавца:				
Состояние маржевого счета, долл	100	80	70	70
Вариационная маржа, долл		- 20	- 10	- 20
Накопленный выигрыш/проигрыш, долл		- 20	- 30	- 50

Котировочная цена — среднее значение фьючерсных цен, по которым продавались и покупались контракты перед закрытием биржи в конце торгового дня.

Биржа ограничивает ценовые колебания с целью недопущения слишком больших колебаний и усиливает систему гарантий. Ограничение колебаний осуществляется путем установления лимита отклонения фьючерсных цен от котировочной цены предыдущего дня. Если лимит превышает в несколько раз, то торги в течение нескольких дней начинаются и сразу же прекращаются без совершения сделок. Кроме ценового лимита, биржа ограничивает количество и структуру открытых позиций для одного инвестора. Это также служит стабилизирующим фактором.

Цена СПОТ — цена, по которой поставляется и принимается актив при заключении и исполнении кассовой сделки (если не указано иное, то в течение одного торгового дня).

Цена СПОТ отражает сегодняшнюю реальную рыночную стоимость товара. Цены СПОТ могут выступать объектом прогнозирования, то есть инвесторы могут рассчитывать определенное, наиболее вероятное, с их точки зрения, значение цены СПОТ в будущем. Расчет и прогнозирование цены СПОТ является обязательным рабочим инструментом подготовки и исполнения фьючерсных сделок. Те контракты, которые не ликвидируются к месяцу поставки обратной сделкой, заканчиваются поставкой по цене СПОТ.

Фьючерсная цена отражает ожидание инвесторов относительно будущей цены СПОТ данного актива. Смыслом спекулятивной игры инвестора является отклонение фьючерсной цены от наиболее вероятной цены СПОТ. В момент поставки по фьючерсному контракту фьючерсная цена сравнивается с ценой СПОТ.

Если фьючерсная цена выше цены СПОТ, то инвестор может продать фьючерсный контракт и купить более дешевый актив. Если фьючерсная цена ниже цены СПОТ, то выгодно продать актив по кассовой сделке и купить фьючерсный контракт. Потом по фьючерсной сделке принимаем актив по низкой цене и продаем его в ходе кассовой сделки по более высокой цене СПОТ.

Если образуется существенная разница между фьючерсной ценой и ценой СПОТ, то большинство инвесторов начнут интенсивно продавать относительно дорогие фьючерсные контракты и покупать относительно дешевый актив по кассовым сделкам. В результате фьючерсные контракты упадут в цене и одновременно поднимется стоимость активов по кассовой сделке.

Если установится неравновесие с более низким текущим уровнем фьючерсной цены, то все инвесторы начнут скупать фьючерсные контракты и продавать реальный актив. Таким образом, благодаря свободе фьючерсных и СПОТ сделок, фьючерсная цена устойчиво тяготеет к цене СПОТ. Разница между ценой СПОТ и фьючерсной ценой актива в различные моменты жизненного цикла фьючерса существует и называется *базисом*. В момент поставки базис равен нулю. Заключение фьючерсных контрактов между инвесторами основано на предвидении будущей цены СПОТ.

Цена поставки — это все затраты инвестора, связанные с владением активом в течение времени действия фьючерсного контракта плюс упущенная выгода от альтернативного вложения денег:

$$F = S + I_k + Z, \quad (6.1)$$

где: S — цена СПОТ;

I_k — банковский процент;

Z — издержки, связанные с хранением и страхованием базового актива.

Если на рынке это соотношение не соблюдается, то у инвестора появляется возможность арбитражной операции.

Если $F > S + I_k + Z$, то инвестор может продать фьючерсный контракт и купить реальный актив, заняв деньги под процент I_k .

Если $F < S + I_k + Z$, то инвестор купит фьючерсный контракт и продаст базовый актив, разместив средства под процент I_k .

Фьючерсные сделки заключаются по однородным товарным активам (нефть, зерновые, металлы, т. п.), ценным бумагам и валютным активам, фондовым индексам. Важно, чтобы базовый актив фьючерсного контракта обладал *волатильностью* (изменчивостью) цены СПОТ. Иначе срочные сделки с базовым активом не будут представлять интереса ни для спекулянтов, ни для хеджеров.

Из-за чрезмерной стандартизации условий фьючерсные контракты плохо приспособлены к товарным потребностям конкретных покупателей. Поэтому большинство фьючерсных контрактов исполняются не путем поставки и приема реального актива, а путем совершения обратных офсетных сделок до истечения срока контракта. Для этого инвестор должен известить расчетную контору биржи и исполнить обратную сделку.

В обязательный состав реквизитов фьючерсного контракта входят:

1. Наименование актива.
2. Наименование биржи.
3. Размер контракта и единица измерения.
4. Единица котировки.
5. Месяц поставки.

Кроме операций с целью получения спекулятивного дохода, фьючерсы используются для решения задач минимизации рисков. Целью фьючерсного хеджирования является возможность избежать неблагоприятного изменения цены СПОТ на товарный актив. При этом появляется возможность минимизировать риск убытков за счет отказа от возможностей получения сверхприбыли. Продавцы активов стремятся застраховаться от падения цен путем *короткого хеджирования* (то есть путем продажи фьючерсов с обязательством поставить базовый актив по зафиксированной цене). Покупатели активов страхуются от повышения цен при помощи *длинного хеджирования* (путем покупки фьючерсов на интересующий базовый актив). Если в результате операций с фьючерсами риск неблагоприятного изменения цен был полностью устранен, то такой вариант хеджирования называют *идеальным*. Если для хеджирования операций на товарном рынке удастся найти количество фьючерсных контрактов с тем же базовым активом и на тоже самое его количество, то такой вариант называется *прямым полным хеджированием*. Если для хеджирования используются фьючерсы с несколько иным (но схожим по ценовым колебаниям) базовым активом, то это *непрямое хеджирование*. Если не весь объем операций с активом на товарном рынке удастся покрыть соответствующим объемом базового актива по фьючерсным контрактам, то имеет место *неполное хеджирование*.

На рынке одновременно могут продаваться фьючерсы с одинаковым базовым активом, но различными сроками исполнения и с одинаковым сроком исполнения, но разными базовыми активами. Разница фьючерсных цен на такие контракты называется *спрэдом*. Такое же название носят и комбинации упомянутых фьючерсов, применяемые в целях хеджирования. Например, спрэд «бабочка» («баттерфляй») представляет собой приобретение трех фьючерсов с разными сроками исполнения и разными фьючерсными ценами на один и тот же базовый актив. При такой позиции инвестор может рассчитывать, что проигрыш по одному или двум контрактам будет уменьшен или перекрыт выигрышем по иным контрактам (контракту).

7. ОПЦИОННАЯ ТОРГОВЛЯ

- 7.1. Опционы, их классификация и сфера применения.
- 7.2. Расчет опционной премии (цена опциона).
- 7.3. Участники опционного рынка и организация опционных торгов.

Литература:

1. *Валовая Т. Д.* Валютный курс и его колебания / Т. Д. Валовая. – М. – 1996. – 212 с.
2. *Долан Э. Дж.* Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / Э. Дж. Долан, К. Д. Кэмбелл, Р. Дж. Кэмбелл. Пер. с англ. – СПб., 1994. – 496 с.
3. *Есипов В. Е.* Ценообразование на финансовом рынке / В. Е. Есипов. – СПб: Питер, 2000. – 176 с.
4. *Кандинская О. А.* Управление финансовыми рисками: поиск оптимальной стратегии / О. А. Кандинская. – М.: Консалтбанкир, 2000. – 272 с.
5. *Рэдхэд К.* Управление финансовыми рисками / К. Рэдхэд, С. Хьюс. Пер. с англ. – М.: ИНФРА - М, 1996. – 288 с.
6. *Томсетт М.* Торговля опционами / М. Томсетт. – М.: ИД Альпина, 2001. – 360 с.
7. *Чекулаев М.* Загадки и тайны опционной торговли / М. Чекулаев. – М.: ИК Аналитика, 2001. – 432 с.
8. *Шелудько В. М.* Фінансовий ринок: Навч. посібник / В. М. Шелудько. – К.: Знання-Прес, 2003. – 535 с.

Опционный контракт – это срочный контракт на определенное количество базового актива по зафиксированной цене, суть которого состоит в предоставлении одной из сторон срочной сделки права выбора – исполнять контракт в установленный срок или отказаться от его исполнения. В опционной сделке участвуют два лица. Одно лицо (*держатель* опциона) приобретает опцион и получает право выбора, другое лицо (*надписыватель*) выписывает (продает) опцион, то есть предоставляет контрагенту право выбора. Таким образом, в конечном итоге предметом опционного контракта является право выбора, за которое покупатель опциона уплачивает продавцу вознаграждение, называемое *опционной премией*.

Для надписывателя опциона интерес заключается в опционной премии, которую выплачивает держатель независимо от того, состоялась поставка базового актива или нет. При определении размера премии стороны исходят из величины ожидаемого дохода от исполнения опциона и вероятности получения этого дохода. В результате биржевых торгов складывается такая величина опционной премии, которая соизмерима уровнем потенциального выигрыша держателя.

Для держателя опциона величина максимального убытка ограничена и равна величине опционной премии. Для надписывателя формально величина убытка неограничена.

В опционных сделках можно использовать два способа определения срока поставки :

- 1) календарная дата поставки (*европейский опцион*);
- 2) календарный интервал поставки (*американский опцион*), то есть опцион может быть исполнен в любой день до истечения контракта или в этот день.

Американский опцион является наиболее распространенным.

Опционные контракты являются стандартизованными, то есть условия поставки и платежа, сроки являются унифицированными.

Опцион на покупку — *опцион колл (call ; опцион на продажу* — *опцион пут (put)*. *Опцион колл* дает право держателю купить означенный базовый актив по оговоренной цене или отказаться от этой сделки. *Опцион пут* дает право покупателю продать надписывателю указанный актив по цене оговоренной в контракте.

Опцион колл на акции называется *варрантом*.

Надписыватель опциона открывает короткую позицию, держатель – длинную. *Короткий колл* – выписать опцион колл. *Длинный колл* – получение опциона на покупку.

Все опционы делятся на три группы:

- 1) опционы с выигрышем;
- 2) опционы без выигрыша;
- 3) опционы с проигрышем.

Опционы исполняются, если они являются опционами с выигрышем. Под выигрышем понимается ситуация, когда полученный доход является не нулевым или отрицательным, но меньшим, чем опционная премия. Очевидно, что в основе опционного решения лежит опционная премия.

Опционная премия складывается из двух компонентов:

- внутренней стоимости;
- временной стоимости.

Внутренняя стоимость — разность между текущей ценой актива и ценой исполнения опциона с выигрышем. Если в какой-то день до истечения срока исполнения опциона текущая цена равна 125 долларов, а цена исполнения по опциону колл составляет 120 долларов, то внутренняя стоимость равна 5 долларам.

Временная стоимость — разница между внутренней стоимостью и премией. В данном случае она равна нулю. Если до момента поставки остается длительный срок, то временная стоимость может достигать существенных размеров. По мере приближения срока поставки временная стоимость будет уменьшаться и в день истечения срока она будет равна нулю. Таким образом, опционная премия

является курсом данного опциона.

Предметом опционной сделки является право выбора и поэтому экономическая оценка стоимости права выбора основывается на оценке вероятного дохода, который инвестор может получить благодаря реализации этого права.

Например, инвестор приобретает опцион колл на 3 месяца. Цена исполнения опциона 100 долларов. За предыдущий год инвестор по биржевой статистике проводит анализ, насколько часто (вероятность q в %) по аналогичным опционам цена СПОТ (P в долл) отклонялась в ту или иную сторону от цены исполнения опциона к моменту их закрытия. Данные о таких отклонениях представлены в табл. 2

Таблица 2. Вероятность отклонения цены СПОТ на базовый актив от цены исполнения опциона

P	120	110	105	100	90	80
q	10 %	20 %	25 %	20 %	15 %	10 %

Подобного рода статистику собирает сам инвестор за предшествующий период в течение не менее 12 месяцев, для того чтобы обязательно учесть возможные колебания цен.

Ожидаемый доход инвестора рассчитывается как сумма, полученная в результате сложения отдельных значений дохода, умноженных на вероятность данного дохода:

$$20 * 0,1 + 10 * 0,2 + 5 * 0,25 + 0 * 0,2 + 0 * 0,15 + 0 * 0,1 = 5,25.$$

Эта величина потенциального дохода инвестора, который он ожидает получить через 90 дней. Поскольку речь идет о сегодняшних платежах и оценке будущего дохода, то инвестор должен привести полученное значение к сегодняшнему дню.

В инвестиционных расчетах на спекулятивном рынке принята следующая формула дисконтирования будущего дохода:

$$Pr = Pn * E^{-i t}, \quad (7.1)$$

где Pn – номинальный доход;

i – ставка дохода по безрисковым инвестициям;

t – срок инвестирования в годах;

Pr – сегодняшняя стоимость ожидаемого дохода.

Для нашего случая (5,25) мы получаем следующие значения:

$$5,25 * 2,718281838^{-0,08 * 0,25} = 5,15.$$

Сегодняшняя стоимость ожидаемого через три месяца дохода 5,25 долларов при безрисковой ставке 8% годовых составляет 5,15 долларов. Это означает, что инвестор не заплатит надписывателю опциона колл более этой суммы, так как в противном случае ожидаемый результат будет для него убыточным. С другой стороны надписыватель не согласится на уровень премии ниже этой величины по аналогичным мотивам. Таким образом, при заключении опционного контракта обе стороны делают одни и те же аналитические выводы. В этом случае выигрыш или проигрыш одной из сторон носит сугубо вероятностный характер. Как правило, распределение вероятностей значения цен подчиняется нормальному закону распределения.

Если рынок длинного актива имеет относительно длительную историю и является сбалансированным, то кривая распределения вероятностей тяготеет к симметричной форме и пик значения вероятности приходится на среднее ожидаемое значение цены. Если же рынок испытывает воздействие возмущающих факторов, то вершина кривой может смещаться влево или вправо.

Если инвестор открывает только короткие или только длинные позиции, то распределение вероятностей для него является смещенным. Если открываются одновременно и длинные и короткие позиции, то это свидетельствует о симметричности ожиданий. Анализ позиций других инвесторов может использоваться для быстрого получения формы кривой распределения у других инвесторов.

Анализ вероятностей движения рыночных котировок всегда является профессиональной обязанностью инвестора. Публикация любой информации о вероятности какого-либо ценового колебания является противозаконной, поскольку это является потенциально нечестным методом конкурентной борьбы. Кроме того, любым эмитентам запрещено публиковать информацию о планируемых и ожидаемых доходах.

Поскольку владение опционом в комбинации с другими активами позволяет инвестору иметь гарантированный доход, постольку при оценке цены опциона инвестор может использовать принцип эквивалентности стоимости опциона и безрискового портфеля. В основе метода безрискового портфеля лежит возможность компенсации падения курса акций ростом цены опциона и, наоборот.

Для каждого временного интервала необходимо соотносить требуемое количество акций на один опцион с целью полной компенсации опционных рисков. Формируя такой безрисковый портфель, инвестор может каждый раз устанавливать надлежащую комбинацию активов, позволяющую исключить фактор риска. Оценка стоимости безрискового портфеля является основой для расчета цены опциона в биномиальной модели и в модели Б. Шоуза.

Формулы оценки стоимости опциона используются профессиональными инвесторами не всегда, поскольку существует широкий вторичный рынок опционных контрактов на опционных биржах и площадках, и инвесторы могут

ориентироваться на господствующие котировки, кроме этого использование индивидуальных прогнозов инвесторами приводит к тому, что они задают условия «не выше и не ниже».

Опционы, по сравнению с фьючерсами, предоставляют еще больше возможностей для хеджирования. Принцип страхования риска заложен в самой схеме потенциального отказа от сделки. Но эффективность хеджирования повышается при применении опционов в сочетаниях с операциями по товарным базовым активам или при комбинировании операций с несколькими опционами.

Схема *опцион - акция* имеет более широкое значение, чем спекулятивные сделки на фондовом рынке. Инвестор может избрать несколько вариантов сочетания реального актива и опционного контракта:

1. *Инвестор может продать опцион колл и купить акцию.* В этом случае, если рыночная стоимость акции оказалась ниже цены исполнения, то держатель отказывается от исполнения сделки и выигрыш надписывателя складывается как абсолютная сумма опционной премии и разницы между ценой приобретения и рыночной ценой акции. По форме данная сделка становится очень похожей на продажу опциона пут.

2. *Инвестор продает имеющуюся акцию и покупает опцион колл.* Данная стратегия позволяет инвестору восстановить портфель в том случае, если рыночная конъюнктура не совпадает с его интересами реального держателя активов (акционера).

3. *Инвестор одновременно покупает акцию и опцион пут.* В этом случае, если цена достигает достаточно высокого уровня, то он исполняет сделку. Если уровень цены не устраивает, то он принимает решение потерять премию без возмещения.

4. *Инвестор продает акцию и опцион пут.* В этом случае инвестор может принять решение на потерю части премии, если уровень рыночной цены превышает уровень покупки или приобретения данной акции.

В чистом виде опционные стратегии могут реализоваться без подключения реальных активов до исполнения сделки. В этом случае существуют два возможных варианта инвестиционных действий:

а) опционные комбинации, то есть использование нескольких контрактов, которые являются одновременно или только длинными, или только короткими;

б) опционный спрэд – схема инвестиционных действий, которая подразумевает обязательное использование и длинных, и коротких контрактов.

Длинная позиция по опциону – позиция держателя контракта.

Короткая позиция по опциону – позиция надписывателя контракта.

Комбинация типа *стеллаж* предполагает, что инвестор открывает короткую или длинную позицию по двум или нескольким контрактам на одни и те же акции с одинаковой ценой исполнения и одним и тем же сроком истечения. Но

один из контрактов обязательно колл, а другой – пут. Инвестор прибегает к такой позиции, если он ожидает, что произойдет существенное изменение рыночных котировок, но не знает, в каком направлении оно произойдет. Если такое большое изменение произойдет, то он получит прибыль. Если изменения цен будут незначительными, то надписыватель получит небольшой доход. В данном случае инвестор платит две премии. Если размеры этих премий существенно отличаются, то такая ситуация называется *искусственный стеллаж*.

Стренгл. Использование опционов пут и колл как и в стеллаже, но с разной ценой исполнения. Преимущество может получить продавец опционов, так как диапазон выгодного комбинирования цен в данном случае для него расширяется. Это возможно, если цена исполнения опциона колл выше цены исполнения опциона пут.

Стрэнп. Комбинация одного опциона пут и двух опционов колл. Даты истечения всех контрактов одинаковые, но допускаются разные цены исполнения. По всем трем опционам инвестор выступает либо как держатель, либо как надписыватель. Такая стратегия приемлема, если инвестор ожидает повышения курса акций.

Стрит состоит из двух опционов пут и одного колл. Даты истечения одинаковы. Инвестор приобретает стрит, если считает, что наиболее вероятно снижение цены.

Спрэд быка — приобретение опциона колл с более низкой ценой исполнения и продажа опциона колл с более высокой ценой исполнения. Сроки истечения обоих одинаковы.

Поскольку уровень премии опциона колл зависит от цены исполнения, то премия, уплачиваемая инвестором, будет выше премии, которую он получит. В этом случае позиция инвестора строится на ожидании роста рыночных котировок. В случае открытия такой позиции инвестор жестко ограничивает сумму своих потерь, но в то же время инвестор не может выиграть слишком много. Если инвестор ожидает, что цены будут двигаться в сторону повышения, то он идет на первоначальные издержки при открытии данной позиции.

Спрэд медведя — сочетание длинного контракта колл с более высокой ценой исполнения и короткого контракта колл с более низкой ценой исполнения. Выбор стратегии означает, что инвестор играет на понижении цены и в тоже время стремится ограничить свои потери в случае повышения. Поскольку инвестор выписывает контракт с более низкой ценой исполнения, то получаемая премия выше той, которую он выплачивает.

8. СДЕЛКИ СВОП

8.1. Процентный СВОП и валютный СВОП.

8.2. СВОП активов.

8.3 Товарный СВОП.

Литература:

1. *Кандинская О. А.* Управление финансовыми рисками: поиск оптимальной стратегии / О. А. Кандинская. – М.: Консалтбанкир, 2000. – 272 с.

2. *Рэдхэд К.* Управление финансовыми рисками / К. Рэдхэд, С. Хьюс. Пер. с англ. – М.: ИНФРА - М, 1996. – 288 с.

3. *Шелудько В. М.* Фінансовий ринок: Навч. посібник / В. М. Шелудько.– К.: Знання-Прес, 2003. – 535 с.

СВОП (SWOP) — соглашение между двумя контрагентами об обмене будущими платежами в соответствии с оговоренными в контракте условиями.

Простейшей формой соглашения СВОП является *процентный СВОП*. Он состоит в обмене долгового обязательства с фиксированной процентной ставкой на долговое обязательство с плавающей процентной ставкой. Участники сделки СВОП обмениваются только процентными платежами, но не номиналами обязательств. Контрагенты договариваются о взаимных платежах на определенный срок, не превышающий срок существования долговых обязательств, размещенных на финансовом рынке. Срок действия соглашений СВОП колеблется от 2 до 15 лет, что соответствует срокам погашения облигационных займов.

В качестве плавающей процентной ставки в соглашениях СВОП чаще всего фигурирует ставка Libor (межбанковская ставка предложений, по которой евробанки в Лондоне переуступают депозиты сроком на 3 – 6 месяцев). Данная ставка является справочной плавающей ставкой при заимствованиях на международных финансовых рынках.

При заключении сделок СВОП подразумевается, что плавающая ставка описывается как $\text{Libor} \pm$, где уровень отражает кредитный рейтинг заемщика. Та сторона сделки СВОП, которая осуществляет фиксированные выплаты и поэтому заинтересована в росте цены, называется покупателем СВОПа, а сторона, которая осуществляет платежи по плавающей ставке и заинтересована в снижении цены называется продавцом СВОПа.

Сделка СВОП дает возможность участникам обменивать обязательства с твердой ставкой на обязательства с плавающей ставкой. Тот, кто взял долг под

твердые проценты, ожидает понижения процентных ставок, поэтому в результате обмена твердых процентов на плавающие проценты он стремится снизить свои издержки по обслуживанию долга. Напротив, тот кто взял долг под плавающий процент, ожидает повышение ставки процента и поэтому заинтересован в фиксации процента платежей.

Изначальной целью процентного СВОПа является использование арбитражных возможностей между рынком твердопроцентных заимствований и рынком заимствований с плавающим процентом. Взаимная выгода участников такой сделки объясняется тем, что сторона с более высоким кредитным рейтингом, а значит с лучшими условиями для займов как под твердую, так и под плавающую ставку (имеющая так называемое *абсолютное преимущество*) дает возможность другой стороне сделки воспользоваться этими более благоприятными условиями. За это другая сторона «делится» с контрагентом частью полученного выигрыша. При этом вторая сторона предлагает в обмен тот вид процентной ставки, по которой она в меньшей степени отстает от более кредитоспособного партнера (так называемое *относительное преимущество*).

Например, на рынке заимствований оперируют две компании: компания *A* с высоким кредитным рейтингом и *B* с более низким. Обе компании имеют доступ к рынку твердопроцентных заимствований и к рынку заимствований с плавающим процентом. В общем виде возможности указанных компаний на рынках займов в части цены, которую они должны будут платить за заемный капитал, выглядят так:

- на рынке плавающих процентных ставок

$A \sim \text{Libor} + 0,5 \%$,

$B \sim \text{Libor} + 0,75 \%$;

- на рынке твердых процентных ставок

$A \sim 13 \%$,

$B \sim 14,5 \%$.

Компания *B* имеет абсолютно худшие условия заимствования на обоих рынках, а компания *A* имеет на этих рынках абсолютное преимущество. Но на рынке твердопроцентных заимствований компания *A* имеет еще и относительное преимущество, поскольку бремя ее расходов при переходе к плавающему рынку возрастает в большей пропорции, чем у *B*. Соответственно для компании *B* относительное преимущество возникает при переходе к рынку с плавающей ставкой, то есть ее расходы увеличатся в меньшей пропорции, чем у *A*.

Возможный порядок действий компаний при осуществлении между ними процентного СВОПа выглядит следующим образом:

1) компания *A* эмитирует твердопроцентные облигации под 13% годовых, а компания *B* эмитирует облигации с плавающим купоном $\text{Libor} + 0,75\%$;

2) затем они обмениваются процентными платежами, при этом

а) компания *A*

- выплачивает владельцам облигаций 13% годовых;
- выплачивает компании *B* ставку Libor ;
- получает от компании *B* процентный платеж 13,125%.

б) компания *B*

- выплачивает владельцам облигаций ставку $\text{Libor} + 0,75\%$;
- выплачивает компании *A* процентный платеж 13,125%;
- получает от компании *A* Libor .

По итогам данной комбинации компания *A* несет расходы по обслуживанию долга в размере ставки $\text{Libor} - 0,125\%$ (что лучше, чем первоначальная ее позиция на «плавающем» рынке – $\text{Libor} + 0,5\%$), а компания *B* несет расходы в размере ставки 13,785% (что лучше, чем первоначальная ее позиция на «твердом» рынке – 14,5%).

В практике финансового рынка распространены также сделки по обмену плавающими процентными ставками с разным механизмом их определения (например, обмен ставки Libor на плавающий процент по каким либо ценным бумагам). Такой СВОП называется *базисным*.

Валютный СВОП — обмен номинала и фиксированного процента в одной валюте на номинал и фиксированный процент в другой валюте.

Условия для валютного СВОПа складываются в том случае, если существуют разные процентные ставки для разных эмитентов при эмиссии их валютных обязательств.

Например, существуют две компании *A* и *B*, которые эмитируют свои долговые обязательства в США и Великобритании (номинированные в долларах и фунтах). При этом процентные ставки в Великобритании выше, чем в США. Компания *A* имеет преимущество в доступе к рынку капитала и в долларах и в фунтах, но компания *B* имеет относительное преимущество на рынке заимствований в Великобритании:

A	B		
\$	9,0%	11%	(+ 2,0%);
f	12,6%	13%	(+ 0,4%);
			1,6% .

В этом случае компаниям A и B есть смысл обмениваться условиями платежей на предпочтительных рынках. A желает эмитировать обязательства в f ; B желает эмитировать в $\$$. В случае СВОП компании обмениваются обязательствами на рынках со сравнительными преимуществами. Сумма выигрыша для них складывается как разность процентных ставок между ставками на займы в разных валютах. В результате происходит обмен платежами по схеме:



Каждая из компаний эмитирует свои обязательства там, где у нее есть относительные преимущества, то есть компания B в f под 13%, а компания A в $\$$ под 9%. Через механизм валютного СВОПа компании договариваются, что полученные активы вместе с процентными платежами через посредничество банка передаются друг другу. В итоге с учетом вознаграждения посреднику A получает необходимые ей f под 12% годовых, а B получает $\$$ под 10,4% годовых. Таким образом, выигрыш компаний $B = 0,6\%$, $A = 0,6\%$, а доход посредника равен 0,4%.

СВОП активов предполагает, в отличие от процентного и валютного СВОПов, взаимный обмен не процентами, выплачиваемыми по обязательствам (займам), а процентами, получаемыми по инвестициям (вкладам) в целях формирования такого портфеля у каждого из контрагентов, который обеспечивает более высокий доход (формирование синтетического актива). Такого рода сделка включает в себя обмен активов с фиксированной ставкой на актив с плавающей ставкой или активы в одной валюте на активы в другой валюте. В этом случае условия обмена идентичны вариантам процентного СВОПа с использованием ставки Libor или валютного СВОПа.

Например, компания A может купить твердопроцентные облигации с доходностью 9% или с плавающим купоном по ставке Libor. Банк имеет возможность купить облигацию с доходностью 9% или выдать кредит по ставке Libor + 25 б.п. (б.п. – базисные пункты, каждый из которых равен 0,01 процента). С точки зрения компании A выгоднее всего приобрести облигацию с плавающей ставкой, то есть компания опасается разнонаправленных колебаний ставки. Компания A покупает твердопроцентную облигацию и заключает

соглашение с банком на следующих условиях: банк выплачивает компании *A* ставку Libor, а компания *A* выплачивает банку твердую ставку 8,85 %.

В результате позиция компании *A*:

1. Покупает на рынке облигацию с доходностью 9%;
2. Выплачивает банку 8,85%;
3. Получает от банка ставку Libor.

В итоге *A* получает доход в размере ставки Libor + 15 б.п.

Позиция банка:

1. Представляет другим клиентам кредит под ставку Libor + 25 б.п.;
2. Получает от компании *A* ставку 8,85% ;
3. Выплачивает компании *A* ставку Libor.

В результате сделки СВОП банк синтезировал твердопроцентный актив, доходность которого равна 9,1%, что на 0,1 % выше дохода по тем твердопроцентным облигациям, которые он мог приобрести.

Доход участников данной сделки возникает из разной доступности для них активов с твердой и плавающей ставкой.

Товарный СВОП заключается в обмене фиксированными платежами, плавающая величина которых привязана к цене определенного товара. Отличие от процентного СВОП заключается в том, что в качестве базы берется не ставка Libor, а текущая рыночная цена конкретного товара. Целью товарного СВОП является обеспечение гарантированных уровней платежей для покупателей товарных активов.

Например, наша потребность составляет 10 тыс. баррелей нефти в год. Для стабилизации условий получения нефти мы берем обязательства выплачивать компании *B* в течении 5 лет по 300 тыс. долларов ежегодно. Компания *B* обязуется в течении того же срока выплачивать нашей компании ежегодно сумму, равную 10 тыс. умноженную на X , где X – текущая рыночная цена 1 барреля нефти. В результате мы обеспечим для себя гарантированное приобретение нефти на 5 лет по цене 30 долларов за баррель. Наш контрагент заключает сделку в расчете на снижение рыночных цен на нефть.

9. СОВРЕМЕННАЯ СТРУКТУРА И ИНФРАСТРУКТУРА ФИНАНСОВОГО РЫНКА, ЕГО ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

Все основные сегменты финансового рынка, рассмотренные в рамках данного курса, тесно взаимосвязаны, а границы между ними достаточно условны. Операции, кредитные по своему характеру, могут производиться с иностранной валютой; краткосрочные ценные бумаги служат предметом сделок как на денежном, так и на фондовом рынке; драгоценные металлы выступают в качестве обеспечения банковских займов и некоторых видов ценных бумаг.

Поэтому различные сегменты финансового рынка имеют и сходные принципы внутренней организации, и определенные структурные различия.

Общим является то, что главными участниками финансового рынка являются *эмитенты* (поставщики) финансовых активов, *инвесторы* (приобретатели, вкладывающие средства в данные активы), а также *посредники*, связывающие их друг с другом.

Первые продажи финансовых активов происходят на так называемом *первичном рынке* и могут не требовать участия финансовых посредников, если эмитент (создатель актива) в состоянии сам реализовать инвесторам всю совокупность финансовых активов, и это допускается законодательством (например, акционерному обществу в ходе подписки удалось самостоятельно распространить все выпущенные акции).

Приобретая финансовый актив, инвестор, как правило, получает право перепродавать его другим лицам с целью получения дополнительного дохода от прироста рыночной цены или для рефинансирования собственной деятельности. Такие последующие перепродажи формируют так называемый *вторичный финансовый рынок*, на котором резко возрастает роль финансовых посредников.

В качестве эмитентов финансовых активов могут выступать государство (эмитирующее денежную массу и государственные ценные бумаги), предприятия (выпускающие коммерческие ценные бумаги или другие кредитные обязательства и требования), граждане (выдающие векселя), производители драгметаллов.

Большинство инвесторов – это граждане или юрлица, располагающие временно свободными денежными средствами и желающие вложить их на финансовом рынке для получения дополнительного дохода, предотвращения от обесценивания или с целью страхования возможных рисков. Инвестирование не является для них основным видом деятельности. Особой группой инвесторов являются *институциональные инвесторы*, для которых вложения на финансовом рынке представляют основной вид деятельности или вид деятельности, неразрывно связанный с основным. К их числу относятся инвестиционные фонды, банки, страховые компании, пенсионные фонды.

Финансовые посредники оказывают услуги эмитентам по первичному размещению финансовых активов среди инвесторов и активно посредничают на вторичном рынке. При этом они выполняют следующие основные функции:

- формируют из множества мелких капиталов крупный капитал, пригодный для промышленного использования;
- переводят капитал из формы, неудобной по каким-то причинам для эффективного использования, в другую, более удобную для применения форму.

Например, ценные бумаги предприятия путем их распространения превращаются в денежные средства, пополняющие оборотный ресурс фирмы. И, наоборот, денежный капитал пенсионного фонда для предотвращения его обесценивания переводится в ценные бумаги, приносящие фонду регулярный доход.

Функции финпосредников выполняют банки, кредитные союзы, торговцы финансовыми активами (дилеры и брокеры), факторинговые и лизинговые фирмы. В Украине посредники могут оказывать финансовые услуги только на основании соответствующей лицензии. К финансовым услугам относятся: выпуск платежных документов (карточек, чеков); предоставление денег в кредит; перечисление денег; обмен валют; доверительное управление финансовыми активами; привлечение финансовых активов с условием их возврата; финансовый лизинг; торговля ценными бумагами; предоставление гарантий и поручительств; факторинг (покупка-продажа долгов); услуги в сфере страхования и накопительного пенсионного обеспечения.

По месту проведения операций с финансовыми товарами различают *межбанковский, биржевой и внебиржевой рынки*.

На межбанковском рынке в сделках участвуют только банковские учреждения, хотя они могут действовать не только в своих интересах, но и по поручению клиентов. Межбанковская форма организации рынка характерна для валютного, кредитного рынков и рынка драгметаллов.

Биржевая торговля находит применение на валютном рынке, рынке драгметаллов и рынке ценных бумаг. Внебиржевая торговля ценными бумагами тоже может быть достаточно регламентированной и организованной, если она осуществляется через электронные торгово-информационные системы (ТИС), функционирующие аналогично фондовым биржам.

Неорганизованная внебиржевая и внебанковская торговля финансовыми активами во многих странах допускается только на фондовом рынке и запрещена на остальных сегментах финансового рынка.

Финансовые биржи, ТИС и система межбанковской торговли входят в инфраструктуру финансового рынка, обеспечивающую надежный и удобный порядок заключения и исполнения сделок. К обслуживающим функциям рыночной инфраструктуры следует отнести также хранение наличных финансовых активов, учет и

контроль за правами собственности на товары финансового рынка, перевод финансовых активов из натуральной, наличной формы в безналичную, электронную (что облегчает и удешевляет перемещение таких активов).

Указанные задачи решаются *депозитарными учреждениями*, в число которых входят банки, хранители ценных бумаг, регистраторы и депозитарии. Система депозитарных учреждений во взаимодействии с банковской системой позволяет обеспечить гарантированное поступление оплаты за финансовые товары, реализуемые на организованном рынке, а так же производить взаимозачет (*клиринг*) по взаимным обязательствам участников финансового рынка.

Современная инфраструктура финансового рынка позволяет производить абсолютное большинство операций в электронном виде, перемещая финансовые товары в виде условных записей на соответствующих счетах (это касается даже операций с драгметаллами).

Работа финансовых посредников сопряжена с большими рисками, а привлечение ими средств множества лиц вводит в эти риски еще и социальную составляющую. Поэтому финансовый рынок является наиболее регулируемым сегментом рыночной экономики. Рычагами такого регулирования в государстве являются, как правило, следующие учреждения:

- Главное финансовое ведомство (в Украине – Министерство финансов), воздействующее на рынок посредством формирования и исполнения государственного бюджета;

- Главный банк государства (в Украине – Национальный банк), являющийся эмиссионным центром денежных ресурсов, регулятором размера процентных ставок и официальных курсов валют, органом надзора за деятельностью коммерческих банков;

- Органы надзора за деятельностью небанковских финансовых посредников и участников инфраструктуры финансового рынка (в Украине – Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку и Государственная комиссия по регулированию рынков финансовых услуг);

- Саморегулируемые организации профессиональных участников финансового рынка, в том числе биржи, разрабатывающие для своих членов внутренние правила деловой этики и профессионального поведения на рынке (в Украине – Украинская ассоциация инвестиционного бизнеса, Профессиональная ассоциация регистраторов и депозитариев, Первая фондовая торговая система, 7 фондовых бирж, прочие рыночные институты).

Деятельность органов, регулирующих сферу финансовых услуг должна быть направлена на:

- эффективное выполнение функций концентрации и рыночного перераспределения ресурсов в пользу приоритетных направлений развития общественного производства, стимулирования научно-технического прогресса;

-создание механизмов защиты прав инвесторов и потребителей финансовых услуг, обеспечение равных возможностей для конкуренции участников финансового рынка;

-создание законодательной базы для формирования справедливой и прозрачной среды во всех сегментах финансового рынка;

-адаптацию национальных финансовых рынков к правилам деятельности на международном финансовом рынке;

-обеспечение стабильного развития национальной финансовой системы.

К основным законодательным актам, в соответствии с которыми в Украине осуществляется регулирование финансового рынка, относятся Законы Украины «О банках и банковской деятельности», «О ценных бумагах и фондовой бирже», «О государственном регулировании рынка ценных бумаг в Украине», «О Национальной депозитарной системе и особенностях электронного обращения ценных бумаг в Украине», «О финансовых услугах и государственном регулировании рынков финансовых услуг», ряд законов, регулирующих деятельность инвестиционных и пенсионных фондов, ипотечных организаций, платежных систем, госорганов, курирующих банковскую и бюджетную сферы.

Традиционными методами государственного регулирования финансового рынка являются:

- лицензирование деятельности финансовых посредников (позволяет не допускать на рынок те структуры, которые не имеют достаточного уровня профессионализма и размера собственного капитала);

- регистрация выпуска в обращение финансовых активов и дальнейший учет переходов прав собственности на эти активы;

- разработка правил профессиональной деятельности на рынке и надзор за их соблюдением;

- использование рыночных рычагов воздействия на рынок путем регулирования выпуска в обращения денежной массы, курса национальной валюты, учетной процентной ставки, эмиссии государственных ценных бумаг, проведения эффективной бюджетной политики;

- создание гарантийных фондов для частичной компенсации потерь инвесторов в периоды финансовых кризисов и банкротств;

- обеспечение взаимодействия с финансовыми системами других государств.

ТЕСТ 1

1. Эмиссия ЦБ осуществляется для:

- а) формирования собственного капитала;
- б) улучшения структуры капитала;
- в) расширения возможностей финансирования;
- г) все, указанное выше.

2. Являются ли деньги ценными бумагами?

- а) да, деньги являются ценными бумагами;
- б) нет, не являются;
- в) да, являются, если это оговорено законодательно;
- г) являются, но только больших номиналов.

3. Государство и его органы могут выпускать следующие ценные бумаги:

- а) долговые ценные бумаги;
- б) долевые ценные бумаги;
- в) производные ценные бумаги;
- г) инвестиционные ценные бумаги.

4. Приобретенные АО собственные акции:

- а) не имеют права голоса;
- б) не имеют права начисления по ним дивидендов;
- в) не могут состоять на балансе более года;
- г) все, указанное выше.

5. Размер дивидендов по простым акциям рассчитывается как:

- а) процент к курсовой стоимости на дату начисления дивидендов;
- б) частное от деления части чистой прибыли на общее количество акций у акционеров;
- в) частное от деления балансовой прибыли на количество акций;
- г) частное от деления чистой прибыли АО на количество акций.

6. Эмитент-это:

- а) лицо, которое оказывает услуги по организации эмиссии ценных бумаг;
- б) лицо, которое согласовывает порядок эмиссии и обращения ценных бумаг;
- в) лицо, которое от своего имени выпускает ценные бумаги;
- г) все ответы правильные.

7. Что обычно считается наиболее рискованными формами инвестиций:

- а) акции, которые копируются на биржах;
- б) сберегательные счета в коммерческих банках;
- в) корпоративные облигации;
- г) государственные облигации.

8. Имеет ли право АО принимать от учредителей в уплату акций материальные ценности и нематериальные активы:

- а) не имеет право;
- б) имеет право;
- в) имеет право при условии, если оно действует в форме закрытого АО;
- г) имеет право при условии, если оно действует в форме открытого АО.

9. Акции закрытых акционерных обществ:

- а) могут покупаться и продаваться на фондовой бирже;
- б) не могут свободно обращаться на рынке;
- в) могут продаваться и покупаться на внебиржевом рынке;
- г) не имеют ограничений на место торговли.

10. Решение об эмиссии облигаций предприятия принимается:

- а) эмитентом;
- б) эмитентом при согласовании с местными органами власти;
- в) в соответствии с решениями правительства;
- г) по указанию ГКЦБФР.

11. Доход владельцев облигаций складывается из:

- а) процентных платежей по облигациям;
- б) разницы в ценах покупки и продажи;
- в) прироста стоимости активов, приобретенных эмитентом за счет средств эмиссии.
- г) указанное в пп. А и Б.

12. АО может выпускать свои облигации на сумму:

- а) не более 10% от уставного фонда;
- б) не более 25% от уставного фонда;
- в) не более 15% процентов от суммы активов;
- г) без всяких ограничений.

13. Средства, полученные эмитентом от размещения эмитированных им облигаций:

- а) не подлежат налогообложению;
- б) включаются в состав валового дохода и облагаются налогом по ставке 30%;
- в) облагаются налогом по льготной ставке 10%;
- г) облагаются налогом по льготной ставке 15%

14. Премия по фьючерсному контракту выплачивается:

- а) при поставке активов;
- б) при отказе одной стороны от контракта;
- в) премия по контракту не выплачивается;
- г) при покупке фьючерсного контракта

15. Базисным активом фьючерсного контракта не могут быть:

- а) именные акции;
- б) ценные бумаги на предъявителя;
- в) значения фондовых индексов;
- г) продовольственные товары.

16. Вексель можно продавать при следующих условиях:

- а) владелец векселя может его продать без всяких ограничений;
- б) владелец векселя может его продать, если нет надписи "не наказу", запрещающей индоссамент;
- в) вексель можно продавать только с согласия векселедателя;
- г) все ответы неправильные.

17. Дилеры это торговцы ЦБ, которые совершают:

- а) посредническую деятельность по выпуску и обращению ЦБ;
- б) комиссионную деятельность по покупке-продаже ЦБ;
- в) коммерческую деятельность на рынке ЦБ;
- г) все ответы правильные.

18. Брокеры - это торговцы ЦБ, которые совершают:

- а) посредническую деятельность по выпуску и обращению ЦБ;
- б) комиссионную деятельность по купле-продаже ЦБ;
- в) коммерческую деятельность на рынке ЦБ;
- г) все ответы правильные.

19. Опцион колл – это контракт, который дает право:

- а) подписателю в любое время купить оговоренный актив;
- б) подписателю в оговоренный срок продать актив расчетной палате;
- в) владельцу продать в любой срок определенный актив;
- г) владельцу купить определенный актив.

20. Надзор за размещением ценных бумаг украинских эмитентов на международных фондовых рынках обеспечивает:

- а) Министерство финансов Украины;
- б) Верховный Совет;
- в) ГКЦБФР;
- г) Кабинет Министров.

ТЕСТ 2

1. Ценная бумага на предъявителя обращается:

- а) свободно;
- б) с ограничениями, устанавливаемыми биржей;
- в) по условиям, установленным эмитентом;
- г) свободно, но только на биржах в торгово- информационных системах.

2. В Украине физические лица могут быть эмитентами следующих ценных бумаг:

- а) физические лица не могут быть эмитентами ценных бумаг;
- б) физические лица могут быть эмитентами любых ценных бумаг;
- в) физические лица могут выпускать только векселя;
- г) физические лица могут быть эмитентами любых ценных бумаг на предъявителя

3. Акция-это ценная бумага, которая дает право:

- а) на получение дивидендов, если АО принимает решение об их выплате;
- б) на участие в управлении АО;
- в) на льготы, предусмотренные уставом АО;
- г) все, указанное выше.

4. За счет эмиссии акций образуются следующие фонды АО:

- а) резервный фонд;
- б) уставный фонд;
- в) фонд развития производства;
- г) все, указанное выше.

5. Может ли акционерное общество выкупать принадлежащие акционеру акции для их аннулирования?

- а) да может;
- б) не, не может;
- в) может только по решению хозяйственного суда;
- г) может только в результате решения о ликвидации общества.

6. Эмиссия ЦБ осуществляется для:

- а) формирования собственного капитала;
- б) улучшения структуры капитала;
- в) расширения возможностей финансирования;
- г) все, указанное выше.

7. Эмитентами акций могут быть:

- а) государство и его органы управления;
- б) общества с ограниченной ответственностью;
- в) общества с дополнительной ответственностью;
- г) акционерные общества.

8. АО может выпустить привилегированные акции на сумму:

- а) не более 1000 необлагаемых минимумов;
- б) не более 10% от уставного фонда;
- в) не более 30% от уставного фонда;
- г) не более 30% от стоимости эмиссии простых акций.

9. В Украине облигации могут выпускаться в:

- а) национальной валюте;
- б) валюте других государств;
- в) двойной номинации;
- г) все, указанное выше.

10. Доходы по облигациям могут выплачиваться:

- а) с четко оговоренным и фиксированным процентом;
- б) в виде дисконта при продаже и с выкупом по номиналу;
- в) в виде процентных платежей, изменяющихся в зависимости от условий выпуска;
- г) все, указанное выше.

11. Облигации, которые могут в определенный срок обмениваться на акции этого эмитента, называются:

- а) конвертируемыми;
- б) компенсируемыми,
- в) сужаемыми.

12. Дисконт - это разница между:

- а) рыночной стоимостью ЦБ и ее номиналом, если она продается дешевле номинала;
- б) номинальной стоимостью ЦБ и ее рыночной ценой, если последняя выше;
- в) номинальной стоимостью ЦБ и ее эмиссионной ценой, если последняя выше;
- г) все ответы неправильные.

13. Опционный контракт на покупку акций определяет обязанности его эмитента:

- а) продать акции по заранее оговоренной цене;
- б) купить акции по заранее оговоренной цене;
- в) перерегистрировать акции держателя опциона на свое имя;
- г) указанное в п.п. а) и в).

14. Фьючерсные контракты заключаются:

- а) исключительно на биржах;
- б) на биржевом и внебиржевом рынках;
- в) исключительно на внебиржевом рынке;
- г) по решению участников торговли на любом рынке.

15. Переводной вексель отличается от простого тем, что:

- а) содержит требование должнику об уплате долга третьему лицу;
- б) может переводиться в части уплаты долга любому лицу;
- в) выписывается должником с обязательством перевести долг любому лицу;
- г) все, указанное выше.

16. Дилеры это торговцы ЦБ, которые совершают:

- а) посредническую деятельность по выпуску и обращению ЦБ;
- б) комиссионную деятельность по покупке-продаже ЦБ;
- в) коммерческую деятельность на рынке ЦБ;
- г) все ответы правильные.

17. Брокеры - это торговцы ЦБ, которые совершают:

- а) посредническую деятельность по выпуску и обращению ЦБ;
- б) комиссионную деятельность по купле- продаже ЦБ;
- в) коммерческую деятельность на рынке ЦБ;
- г) все ответы правильные.

18. Базисным активом фьючерсного контракта не могут быть:

- а) именные акции;
- б) ценные бумаги на предъявителя;
- в) значения фондовых индексов;
- г) продовольственные товары.

19. Премия по опциону выплачивается:

- а) по первому требованию эмитента опциона;
- б) перед исполнением контракта;
- в) при отказе владельца от исполнения контракта;
- г) при покупке опционного контракта.

20. Надзор за размещением ценных бумаг украинских эмитентов на международных фондовых рынках обеспечивает:

- а) Министерство финансов Украины;
- б) Верховный Совет;
- в) ГКЦБФР;
- г) Кабинет Министров.

ТЕСТ 3

1. В соответствии с действующим украинским законодательством ценными бумагами являются:

- а) акции;
- б) облигации;
- в) опционы;
- г) векселя;
- д) фьючерсы.

2. Бездокументарные ценные бумаги обращаются на рынке в следующем виде:

- а) в виде сертификатов ценных бумаг;
- б) бездокументарные ценные бумаги не могут обращаться на рынке;
- в) в виде записей на электронных носителях;
- г) в виде сертификатов со счета в ценных бумагах.

3. АО может выпустить привилегированные акции на сумму:

- а) не более 1000 необлагаемых минимумов;
- б) не более 10% от уставного фонда;
- в) не более 30% от уставного фонда;
- г) не более 30% от стоимости эмиссии простых акций.

4. Эмитентами акций могут быть:

- а) государство и его органы управления;
- б) общества с ограниченной ответственностью;
- в) общества с дополнительной ответственностью;
- г) акционерные общества.

5. Простая акция может одновременно принадлежать:

- а) только одному лицу;
- б) не более чем двум лицам;
- в) не более чем трем лицам;
- г) любому количеству лиц.

6. В Украине физические лица могут быть эмитентами следующих ценных бумаг:

- а) физические лица не могут быть эмитентами ценных бумаг;
- б) физические лица могут быть эмитентами любых ценных бумаг;
- в) физические лица могут выпускать только векселя;
- г) физические лица могут быть эмитентами любых ценных бумаг на предъявителя

7. За счет эмиссии акций образуются следующие фонды АО:

- а) резервный фонд;
- б) уставный фонд;
- в) фонд развития производства;
- г) все, указанное выше.

8. Ценная бумага на предъявителя обращается:

- а) свободно;
- б) с ограничениями, устанавливаемыми биржей;
- в) по условиям, установленным эмитентом;
- г) свободно, но только на биржах в торгово- информационных системах.

9. При эмиссии облигаций обеспечением может служить:

- а) имущество, принадлежащее эмитенту;
- б) ценные бумаги, выпущенные и принадлежащие эмитенту;
- в) ценные бумаги, выпущенные эмитентом и обращающиеся на рынке;
- г) все, указанное выше.

10. Конвертируемые облигации характеризуются тем, что они:

- а) выкупаются за свободно конвертируемую валюту;
- б) обмениваются на облигации, выраженные в конвертируемой валюте;
- в) обмениваются на простые акции эмитента;
- г) указанное в пп. А и Б.

11. Владельцы облигаций имеют право:

- а) на получение фиксированного дохода;
- б) на получение части дохода эмитента;
- в) на участие в управлении эмитентом;
- г) указанное в пп. А и В.

12. Средства, полученные эмитентом от размещения эмитированных им облигаций:

- а) не подлежат налогообложению;
- б) включаются в состав валового дохода и облагаются налогом по ставке 30%;
- в) облагаются налогом по льготной ставке 10%;
- г) облагаются налогом по льготной ставке 15%

13. Опционный контракт на продажу акций определяет обязанности его эмитента:

- а) продать акции по заранее оговоренной цене;
- б) купить акции по заранее оговоренной цене;
- в) продать акции по заранее оговоренной цене с учетом суммы премии;
- г) перерегистрировать акции на имя держателя опциона.

14. Фьючерсные контракты заключаются:

- а) исключительно на биржах;
- б) на биржевом и внебиржевом рынках;
- в) исключительно на внебиржевом рынке;
- г) по решению участников торговли на любом рынке.

15. Переводной вексель отличается от простого тем, что:

- а) содержит требование должнику об уплате долга третьему лицу;
- б) может переводиться в части уплаты долга любому лицу;
- в) выписывается должником с обязательством перевести долг любому лицу;
- г) все, указанное выше.

16. Дилеры это торговцы ЦБ, которые совершают:

- а) посредническую деятельность по выпуску и обращению ЦБ;
- б) комиссионную деятельность по покупке-продаже ЦБ;
- в) коммерческую деятельность на рынке ЦБ;
- г) все ответы правильные.

17. Брокеры - это торговцы ЦБ, которые совершают:

- а) посредническую деятельность по выпуску и обращению ЦБ;
- б) комиссионную деятельность по купле- продаже ЦБ;
- в) коммерческую деятельность на рынке ЦБ;
- г) все ответы правильные.

18. Премия по фьючерсному контракту выплачивается:

- а) при поставке активов;
- б) при отказе одной стороны от контракта;
- в) премия по контракту не выплачивается;
- г) при покупке фьючерсного контракта

19. Владелец опциона может отказаться от исполнения контракта на следующих условиях:

- а) при предварительном предупреждении эмитента;
- б) независимо от всех условий;
- в) при согласии эмитента и в определенный срок;
- г) если это предусмотрено контрактом.

20. Надзор за размещением ценных бумаг украинских эмитентов на международных фондовых рынках обеспечивает:

- а) Министерство финансов Украины;
- б) Верховный Совет;
- в) ГКЦБФР;
- г) Кабинет Министров.

ТЕСТ 4

1. Что обычно считается наиболее рискованными формами инвестиций:

- а) акции, которые котируются на биржах;
- б) сберегательные счета в коммерческих банках;
- в) корпоративные облигации;
- г) государственные облигации

2. Эмитент-это:

- а) лицо, которое оказывает услуги по организации эмиссии ценных бумаг;
- б) лицо, которое согласовывает порядок эмиссии и обращения ценных бумаг;
- в) лицо, которое от своего имени выпускает ценные бумаги;
- г) все ответы правильные.

3. Простая акция дает ее собственнику право:

- а) на получение заранее определенных дивидендов;
- б) в любой момент потребовать выкуп акций;
- в) на получение части прибыли АО в виде дивидендов;
- г) все указанное выше.

4. Имеет ли право АО принимать от учредителей в уплату акций материальные ценности и нематериальные активы:

- а) не имеет право;
- б) имеет право;
- в) имеет право при условии, если оно действует в форме закрытого АО;
- г) имеет право при условии, если оно действует в форме открытого АО.

5. Акции закрытых акционерных обществ:

- а) могут покупаться и продаваться на фондовой бирже;
- б) не могут свободно обращаться на рынке;
- в) могут продаваться и покупаться на внебиржевом рынке;
- г) не имеют ограничений на место торговли.

6. Являются ли деньги ценными бумагами?

- а) да, деньги являются ценными бумагами;
- б) нет, не являются;
- в) да, являются, если это оговорено законодательно;
- г) являются, но только больших номиналов.

7. Приобретенные АО собственные акции:

- а) не имеют права голоса;
- б) не имеют права начисления по ним дивидендов;
- в) не могут состоять на балансе более года;
- г) все, указанное выше.

8. Эмиссия ЦБ осуществляется для:

- а) формирования собственного капитала;
- б) улучшения структуры капитала;
- в) расширения возможностей финансирования;
- г) все, указанное выше.

9. Может ли акционерное общество выкупать принадлежащие акционеру акции для их аннулирования?

- а) да может;
- б) не, не может;
- в) может только по решению хозяйственного суда;
- г) может только в результате решения о ликвидации общества.

10. По законодательству Украины облигация не может быть:

- а) срочной;
- б) бессрочной;
- в) процентной;
- г) целевой.

11. Облигации имеют право выпускать:

- а) акционерные общества;
- б) общества с ограниченной ответственностью;
- в) предприятия без государственной доли имущества;
- г) все, указанное выше.

12. Дисконт - это разница между:

- а) рыночной стоимостью ЦБ и ее номиналом, если она продается дешевле номинала;
- б) номинальной стоимостью ЦБ и ее рыночной ценой, если последняя выше;
- в) номинальной стоимостью ЦБ и ее эмиссионной ценой, если последняя выше;
- г) все ответы неправильные.

13. Опционный контракт на покупку акций определяет обязанности его эмитента:

- а) продать акции по заранее оговоренной цене;
- б) купить акции по заранее оговоренной цене;
- в) перерегистрировать акции держателя опциона на свое имя;
- г) указанное в п.п. а) и в).

14. Премия по фьючерсному контракту выплачивается:

- а) при поставке активов;
- б) при отказе одной стороны от контракта;
- в) премия по контракту не выплачивается;
- г) при покупке фьючерсного контракта

15. Базисным активом фьючерсного контракта не могут быть:

- а) именные акции;
- б) ценные бумаги на предъявителя;
- в) значения фондовых индексов;
- г) продовольственные товары.

16. Вексель можно продавать при следующих условиях:

- а) владелец векселя может его продать без всяких ограничений;
- б) владелец векселя может его продать, если нет надписи "не наказу", запрещающей индоссамент;
- в) вексель можно продавать только с согласия векселедателя;
- г) все ответы неправильные.

17. Дилеры это торговцы ЦБ, которые совершают:

- а) посредническую деятельность по выпуску и обращению ЦБ;
- б) комиссионную деятельность по покупке-продаже ЦБ;
- в) коммерческую деятельность на рынке ЦБ;
- г) все ответы правильные.

18. Брокеры - это торговцы ЦБ, которые совершают:

- а) посредническую деятельность по выпуску и обращению ЦБ;
- б) комиссионную деятельность по купле- продаже ЦБ;
- в) коммерческую деятельность на рынке ЦБ;
- г) все ответы правильные.

19. Опцион колл – это контракт, который дает право:

- а) подписателю в любое время купить оговоренный актив;
- б) подписателю в оговоренный срок продать актив расчетной палате;
- в) владельцу продать в любой срок определенный актив;
- г) владельцу купить определенный актив.

20. Надзор за размещением ценных бумаг украинских эмитентов на международных фондовых рынках обеспечивает:

- а) Министерство финансов Украины;
- б) Верховный Совет;
- в) ГКЦБФР;
- г) Кабинет Министров

СОДЕРЖАНИЕ

	Стр.
ВВЕДЕНИЕ	3
1. Понятие финансового рынка. История формирования финансового рынка, его роль и место в структуре рыночной экономики	5
2. Товары и инструменты финансового рынка	13
3. Особенности ценообразования на финансовом рынке. Доходность и риск	23
4. Основные виды финансовых сделок и механизмы их совершения	29
5. Производные ценные бумаги	39
6. Организация фьючерсного рынка	50
7. Опционная торговля	55
8. Сделки своп	61
9. Современная структура и инфраструктура финансового рынка, его государственное регулирование	66
ТЕСТ 1	70
ТЕСТ 2	73
ТЕСТ 3	76
ТЕСТ 4	79

Навчальне видання

**Васильєв Олексій Вікторович,
Гелеверя Євгеній Михайлович**

Конспект лекцій та методичні вказівки до самостійного вивчення курсу «Фінансовий ринок» (для студентів 5 курсу напряму підготовки 0501 «Економіка та підприємництво» і слухачів другої вищої освіти, які навчаються на факультеті післядипломної освіти і заочного навчання).

(Рос. мовою)

Редактор: *М. З.Аляб'єв*
Комп'ютерне верстання: *Ю.П. Степась*

План 2009, поз. 202 Л

Підп. до друку 03.11.2009	Формат 60x84 ¹ / ₁₆
Друк на ризографі	Ум. друк. арк. 4,9
Тираж 100 пр.	Зам. №

Видавець і виготовлювач:
Харківська національна академія міського господарства,
вул. Революції, 12, Харків 61002
Електронна адреса: rectorat@ksame.kharkov.ua
Свідоцтво суб'єкта видавничої справи: ДК № 731
від 19.12.2001