

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ  
УЧРЕЖДЕНИЕ ОБРАЗОВАНИЯ  
«БРЕСТСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ТЕХНИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»

**И.И. ОБУХОВА**

# **ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК**

*2-е, переработанное и дополненное,  
издание учебного пособия,  
допущенного Министерством образования Республики Беларусь  
для студентов экономических специальностей высших учебных  
заведений*

*Брест 2005*

УДК 336.74 /.77  
ББК 65.9(4Бел.) 262.2я73  
О 26

Рецензенты:

*директор Брестского филиала научного института РУП ЦНИИТУ, доктор экономических наук, профессор кафедры экономики и управления Брестского государственного университета им. А.С. Пушкина* О.А. Высоцкий;  
*заместитель управляющего по экономическим вопросам РУСП «Стройтрест №8», кандидат экономических наук, профессор* П. Н. Иваровский

**Обухова И.И.**

О 26 ~~Финансовый~~ рынок: Учебное пособие. – Брест: Изд-во БГТУ, 2005. – 192 с.

ISBN 985-493-008-4

Читателю предлагается второе, дополненное и переработанное издание книги «Финансовый рынок», которая была утверждена к печати 16.10.2000г. Министерством образования Республики Беларусь в качестве учебного пособия для студентов экономических специальностей высших учебных заведений. В нем раскрыта экономическая сущность финансового рынка, приведена научно-обоснованная трактовка его структуры, функций и механизма функционирования, рассмотрены основные инструменты регулирования денежно-валютного рынка, рынка ценных бумаг и рынка ссудного капитала, описаны современные методы хеджирования финансовых рисков, выполнен анализ социально-экономического развития Республики Беларусь, выявлены проблемы национального финансового рынка и намечены пути их решения.

Книга предназначена для студентов экономических специальностей высших и средних специальных учебных заведений, аспирантов, преподавателей и специалистов финансово-кредитной системы.

УДК 336.74 /.77  
ББК 65.9 (4Бел.)262.2 я73

ISBN 985-493-008-4

© *Обухова И.И., 2005*  
© Брест. Издательство БГТУ, 2005

## ПРЕДИСЛОВИЕ

Необходимость разработки 2-го, переработанного и дополненного, издания книги «Финансовый рынок», которая в 1-м издании была допущена Министерством образования Республики Беларусь в качестве учебного пособия для студентов экономических специальностей высших учебных заведений (решение № 06-12/221 от 16.10.2000 года), вызвана рядом объективных причин. С момента выхода в свет 1-го издания в Республике Беларусь и на всем мировом пространстве произошли серьезные изменения. Благодаря комплексу мер, предпринятых Президентом и Правительством нашей страны за период с 2000 г. по 2004 г., были достигнуты высокие темпы экономического роста и значительно снижена инфляция, обеспечена определенная стабильность национальной валюты и произведены прогрессивные преобразования на денежно-валютном, кредитном и фондовом рынках, улучшился инвестиционный климат и активизировалась деятельность по привлечению иностранных инвестиций.

Развитие международных экономических отношений на современном этапе привело к значительному увеличению масштаба финансовых операций, интернационализации и глобализации товарных и финансовых рынков, интеграции и конвергенции мирового рынка ссудного капитала. Страны Западной и Центральной Европы, входящие в Европейский экономический союз, перешли во взаимных расчетах на единую валюту - Евро, заменившую существовавшие ранее национальные денежные единицы и практически вытеснившую из наличного и безналичного оборота евродоллар и ЭКЮ. Поступательное увеличение обменного курса Евро и соответственное снижение курса американских денежных единиц снизили значение доллара США как опорной и резервной валюты, применяемой правительствами различных государств для образования государственных золотовалютных резервов.

Инновационное развитие национальной экономики Республики Беларусь, которое является стратегической целью текущего этапа рыночных преобразований, требует всестороннего совершенствования финансово-кредитных отношений во всех сферах социально-экономического комплекса. Для успешного решения поставленных перед белорусским народом задач необходимо сформировать в государстве соответствующий управленческий потенциал, обладающий глубокими знаниями объективных законов, теоретических основ, принципов и особенностей функционирования комплексного рыночного механизма, владеющий научными методами финансовых расчетов, эффективными способами и приемами регулирования рынка. Поэтому спецкурс «Финансовый рынок», наряду с другими специальными дисциплинами, изучающими проблемы рыночной экономики, по решению Совета Брестского государственного технического университета включен в учебные планы экономических специальностей.

Значительные трудности при изучении финансовой сферы рыночной экономики возникают по причине отсутствия единого научно-методологического подхода к теоретиче-

той трактовки структуры национального и международного финансовых рынков, основных их определений, категорий и понятий. Это, безусловно, затрудняет процесс реализации насущной задачи совершенствования финансовых взаимоотношений между субъектами как национальной, так и мировой экономики. Для решения этой проблемы в Республике Беларусь требуется создать комплексный механизм финансового рынка, способный к эффективному функционированию в условиях социально-рыночной экономики. А это возможно только на базе глубокого усвоения экономической сущности исследуемой категории и ее понятийного аппарата путем изучения зарубежного и отечественного опыта в данной области.

Некоторые вопросы, связанные с анализом особенностей современного финансового рынка, в отечественной и зарубежной литературе освещаются с разных позиций. Предлагаемое вниманию читателей учебно-методическое пособие представляет собой систематизированный аналитический обзор многочисленных литературных источников. Для того чтобы помочь тем читателям, которые хотят более глубоко изучить какие-либо вопросы функционирования финансового рынка, после каждой части пособия приводится перечень использованной при их разработке основной литературы. Кроме этого, в конце учебного пособия дан общий список литературных источников, нормативной базы и периодических изданий по проблемам финансового рынка.

В учебно-методическом пособии предпринята попытка преодолеть расхождения во взглядах на содержание категории "финансовый рынок", присущих некоторым отечественным экономистам, с трактовкой западных ученых. Традиционный подход, зачастую используемый в нашей экономической литературе, основывается на рассмотрении финансового рынка как составной части рынка ссудных капиталов, на которой осуществляются краткосрочные операции с ценными бумагами денежного характера, а также среднесрочные и долгосрочные сделки с капитальными ценными бумагами<sup>1</sup>. В такой трактовке понятие "финансовый рынок" адекватно понятию "рынок ценных бумаг". Ее использование может привести к сужению проблематики и ограничению содержания научной дисциплины "финансовый рынок", для содействия в изучении которой предназначено данное учебное пособие.

Известно, что категория "финансы" представляет собой совокупность экономических отношений в процессе образования и использования финансовых ресурсов. Эти ресурсы могут выступать в виде кредитного капитала, краткосрочных денежных инструментов и ценных бумаг, обращение которых происходит в финансовой сфере с целью насыщения экономики инвестициями. Обеспечить оптимальное движение, распределение и перераспределение всего разнообразия инвестиционных ресурсов должен финансовый рынок. Следовательно, он представляет собой сложный механизм, организующий, обслуживающий и регулирующий все финансовые потоки инвестиционной сферы. Рынки же ценных бумаг, ссудных капиталов и других финансовых товаров по мере развития кредитно-денежных отношений в обществе выделяются в отдельные сегменты финансового рынка<sup>1</sup>.

В этой связи в качестве методологической основы пособия принято наиболее широкое понятие финансового рынка как совокупности всех секторов, на которых осуществ-

---

<sup>1</sup> /1/, стр. 171-173; /67/, стр. 112

<sup>1</sup> /78/, стр. 110 – 112; /27/, стр. 273; /16/, стр. 11-13



ляется купля-продажа любых финансовых товаров в виде фондовых, кредитных и денежно-валютных ресурсов. Этот подход характерен для большинства зарубежных экономистов. Структура финансового рынка, описанная в данном учебном пособии, включает в себя денежный и валютный рынки, рынок среднесрочных и долгосрочных кредитов и рынок ценных бумаг. В соответствии с принятой позицией пособие также представлено в трех частях.

### **ЧАСТЬ 1. ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК В ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИСТЕМЕ ОБЩЕСТВА**

В 1 и 2 главах пособия рассмотрена структура и функции национального и международного финансовых рынков, приведены их основные понятия и категории, выполнена характеристика элементов, объектов, кредитно-финансовых инструментов и участников всех сегментов биржевого и внебиржевого финансового рынка, освещены современные методы его организации.

### **ЧАСТЬ 2. ВАЛЮТНЫЕ ОТНОШЕНИЯ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК**

3 и 4 главы посвящены изучению механизмов функционирования текущего валютного рынка, рынков форвардных операций с валютой, валютных фьючерсов и опционов, способов курсообразования и валютного регулирования, а также анализу современных финансово-экономических расчетов и характеристике инструментов покрытия против риска, применяемых на финансовом рынке.

### **ЧАСТЬ 3. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕСУРСЫ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ**

В 5 и 6 главах изложены основные вопросы, характеризующие особенности формирования финансовых инвестиций, свойственные рынку кредитов и рынку ценных бумаг в современных условиях, раскрывается экономическая сущность процессов образования доходности финансовых инструментов, описываются способы управления рисками и роль процентной ставки в рыночной экономике.

Особое место в 3-й части занимает глава 7, посвященная анализу макроэкономических тенденций национальной экономики, проблем и перспектив развития финансового рынка в Республике Беларусь, в написании которой при подготовке 1-го издания книги принимал участие председатель комитета по экономике и рыночным отношениям Брестского облисполкома В. И. Степанов.

Предлагаемое вниманию читателей учебное пособие предназначено для студентов экономических специальностей, изучающих финансовые отношения современных субъектов хозяйствования, направленные на обеспечение наиболее эффективного использования имеющихся у них активов. Это такие специальности, как "Финансы и кредит", "Международные экономические отношения", "Основы коммерческой деятельности", "Экономика и управление на предприятии", "Бухгалтерский учет, анализ и аудит" и некоторые другие.

Надеемся, что пособие будет полезным также и практическим работникам, чья деятельность связана с управлением движением финансовых ресурсов на микро- и макроэкономическом уровнях. Преподаватели и аспиранты смогут использовать заинтересовавшие их положения, примеры или расчеты при подготовке к лекциям и семинарским занятиям.

С целью наилучшего усвоения излагаемого материала в конце каждой главы приводятся вопросы для повторения изученной темы, задачи и упражнения, самостоятельное выполнение которых позволит закрепить полученные знания. Так как в настоящее время фактически отсутствуют практикумы по задачам финансового рынка, в тексте соответствующих глав рассмотрены условные примеры расчетных задач и анализа конкретных ситуаций на рынках кредитных ресурсов, валюты и ценных бумаг, которыми можно руководствоваться при выполнении самостоятельных заданий.

Содержащийся в пособии теоретический материал и практические задания были апробированы в учебном процессе при преподавании дисциплины «Финансовый рынок» в Брестском государственном техническом университете. Как показал наш опыт, постоянное обновление, корректировка и адаптация лекционного курса к конкретной ситуации и совершенствующимся научным методам являются неперенными условиями обеспечения надлежащего качества знаний студентов по данной дисциплине.

Автор выражает свою признательность рецензентам 1-го издания учебного пособия «Финансовый рынок» заместителю Министра экономики Республики Беларусь, кандидату экономических наук Ткачеву С.П. и доценту кафедры финансов Белорусского государственного экономического университета, кандидату экономических наук Шелегу Е.М. за высокую оценку книги и высказанные ими ценные замечания, которые были учтены при подготовке 2-го издания.

В новом издании доработан и дополнен раздел 2.4 «Современные методы организации финансового рынка», в котором обобщен опыт финансовых учреждений Республики Беларусь по использованию передовых компьютерных технологий в банковской сфере; в 3-ю часть пособия включен новый раздел 7.1 «Макроэкономические тенденции и перспективы развития Республики Беларусь», где выполнен анализ основных этапов и перспектив развития нашей экономики; переработано заключение; обновлен материал, используемый для решения задач и анализа ситуаций в расчетных примерах и тестах, дополнен список нормативной базы и литературных источников.

Проблемный характер изучаемого объекта, каким отличается в настоящее время финансовый рынок, требует аналитического подхода к предлагаемым в пособии определениям, положениям, классификациям, расчетам. Дело в том, что динамичный механизм финансового рынка в каждом государстве имеет свою специфику и не может создаваться на основе простого заимствования элементов более развитых западных моделей или опыта российской экономики. Однако критическое их осмысление и системный анализ процессов становления и развития являются необходимыми условиями цивилизованного подхода к решению проблем и расширению перспектив белорусского финансового рынка как органичного элемента создаваемой в Республике Беларусь социально ориентированной рыночной экономики.

Заранее благодарим всех наших читателей за их замечания, предложения и пожелания по содержанию пособия, которые они могут выслать по адресу: 224017, г. Брест, улица Московская, 267, Брестский государственный технический университет, кафедра бухгалтерского учета, анализа и аудита, профессору Обуховой И.И.

## ЧАСТЬ 1

# ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК В ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИСТЕМЕ ОБЩЕСТВА

## ГЛАВА 1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ФИНАНСОВОГО РЫНКА

### 1.1. СТРУКТУРА ФИНАНСОВОГО РЫНКА, ЕГО ФУНКЦИИ И ЗНАЧЕНИЕ В РЫНОЧНОЙ ЭКОНОМИКЕ

Функционирование рыночной экономики основано на активном взаимодействии совокупности конкретных рыночных механизмов, отличающихся друг от друга видами товарных ресурсов, особенностями регулирования, целями, задачами и условиями жизнедеятельности. Уровень развития рыночных отношений зависит от эффективности **товарного, ресурсного и финансового рынков** в государстве.

Категория **“рынок” (market)** весьма сложна и многогранна.

По своей экономической сущности рынок представляет собой систему экономических отношений по поводу купли–продажи различных востребованных обществом товаров (услуг), в рамках которой формируются спрос, предложение и цена рыночных ресурсов.

Понятие **“рынок”** используется также для характеристики той сферы экономики, где реализуется товарно-денежный оборот, посредством которого товарные ресурсы превращаются в деньги, а деньги обмениваются на товар.

В наиболее узком смысле слова категория **“рынок”** означает конкретное место для организации и проведения торговых операций. Сущность рыночной экономики и значение рынка в экономической системе общества проявляются через реализацию его общих функций, обеспечивающих экономический и социальный эффект.

Общие функции рынка характеризуют основные направления его воздействия на экономику и включают в себя:

- обеспечение эффективных взаимоотношений между производством и потреблением посредством предоставления предприятиям условий для сбыта продукции, а потребителям для удовлетворения их спроса на товары и услуги;
- стимулирование количественного роста производства и качественного его развития во всех сферах экономики через создание конкурентной рыночной среды и современной обслуживающей инфраструктуры;

- содействие объективной оценке потребительной стоимости товаров и формированию равновесной рыночной цены;

- создание предпосылок для оптимального перелива капитала, структурной перестройки экономики и эффективной деятельности хозяйствующих субъектов.

Функционирование всех видов рынков подчиняется объективным экономическим законам, реализация которых позволяет создать в государстве эффективную саморегулирующуюся рыночную структуру.

Основными законами рыночной экономики являются:

- **закон стоимости**, который признает основой процессов производства, обращения и обмена стоимость товаров как совокупность общественно необходимых затрат на их изготовление;

- **закон цены**, определяющий в качестве основных факторов рыночного ценообразования стоимость товара, величину спроса и предложения;

- **закон спроса**, предполагающий, в общем случае, уменьшение объема спроса при увеличении цены товара;

- **закон предложения**, устанавливающий прямую зависимость между ценой товара и величиной предложения на рынке;

- **закон убывающей предельной полезности** товара, характеризующий уменьшение предельной полезности каждой дополнительной единицы рыночного товара при насыщении рынка;

- **закон возрастающих общественных потребностей** в соответствии с повышением социально-экономического уровня общества в целом и каждого отдельного государства или региона.

Под влиянием основных законов рыночной экономики складываются главные принципы ее функционирования:

- **принцип экономической независимости** товаропроизводителей;

- **принцип свободного ценообразования** на большинство товаров;

- **принцип свободного выбора** при высокой платежеспособности спроса;

- **принцип ориентации на потребителя** и общественную полезность товара;

- **принцип сбалансированности** спроса и предложения;

- **принцип свободной конкуренции**;

- **принцип экономических взаимоотношений** между всеми участниками рынка.

Систему рыночного механизма образуют различные виды рынков.

Материальной базой механизма рыночной экономики является **товарный рынок**, который представляет собой сферу непосредственного обмена денежных средств на реальные товары и услуги.

Здесь происходит торговый оборот в соответствии с потребностями общества и отдельных его субъектов через реализацию общественного продукта.

Товарный рынок может быть представлен в виде специализированных и универсальных рынков, предназначенных для оптовой продажи товаров (**оптовые рынки**) или для торговли мелкими партиями товара (**розничные рынки**). Организация товарного рынка и особенности его функционирования изучаются в специальных дисциплинах.

Производственные факторы в виде средств труда, предметов труда и трудовых ресурсов служат товарами на **ресурсном рынке**, который представляет собой рынок факторов общественного производства.

На рынке производственных факторов осуществляется обращение основных экономических ресурсов, владельцы которых совершают акты их продажи собственникам финансового капитала. Покупатели направляют приобретенные ресурсы в производственную и непроизводственную сферы экономики для организации производственно-хозяйственной деятельности с целью получения максимальной прибыли.

Предложение факторов производства на ресурсном рынке определяется его конъюнктурой, то есть соотношением между ценами ресурсов и издержками на их воспроизводство, объемами совокупных спроса и предложения, условиями конкуренции.

На ресурсном рынке выделяются специализированные рыночные сегменты:

- рынки топливно-энергетических и сырьевых ресурсов;
- рынки природных факторов;
- рынок труда;
- рынок подрядных работ и другие.

Организационные принципы ресурсного рынка так же, как и товарного, ориентированы на обеспечение свободного функционирования саморегулирующегося рыночного механизма для наиболее полного удовлетворения потребностей общества.

**Финансовый рынок** - особая сфера товарного обращения в государстве, в основе которой лежат экономические взаимоотношения между владельцами финансовых ресурсов, формирующими рыночное предложение фондов, и покупателями, предъявляющими на них спрос.

По своей сущности финансовый рынок представляет собой организационно оформленное экономическое пространство, где взаимодействуют участники операций купли-продажи финансовых товаров.

На финансовом рынке происходит постоянное движение, распределение и перераспределение совокупности денежных ресурсов общества в явном и неявном виде, осуществляется их объективная оценка и устанавливается рыночная цена. Назначением финансового рынка является создание постоянно действующих каналов, по которым фонды поступают от **фондателей**, располагающих излишками капитала, к **фондополучателям** для покрытия их текущих расходов по созданию конкретного вида продукции (услуг).

Наряду с реализацией общих рыночных функций, финансовый рынок решает следующие специфические задачи:

- обеспечение движения денежных средств от владельцев-собственников к заемщикам, предъявляющим спрос на финансовые ресурсы;
- перераспределение свободных финансовых ресурсов субъектов хозяйствования и сбережений отдельных частных лиц между государством и его институтами, юридическими и физическими лицами, отраслями и регионами;
- вовлечение части денежной массы, не обеспеченной товарными ресурсами, в экономику через формирование инвестиционных потоков;
- не эмиссионное покрытие дефицита государственного бюджета путем замещения наличных денег кредитно-финансовыми операциями;

- косвенное воздействие на формирование рациональной и эффективной структуры экономики и ускорение кругооборота капитала;
- создание условий для объективной оценки стоимости финансовых ресурсов и определения их цены через обеспечение равновесия спроса и предложения на финансовом рынке.

Свои специальные функции выполняют отдельные сегменты финансового рынка, отличающиеся характером товара и условиями товарообменных операций.

Структура финансового рынка включает в себя:

- **рынок ссудных капиталов**, на котором аккумулируются временно свободные денежные ресурсы субъектов экономических взаимоотношений для превращения их в ссудный капитал с целью инвестирования экономики.

В отечественной литературе рынок ссудных капиталов иногда рассматривают как сложную структуру, в которую входят:

- **денежный рынок** для проведения краткосрочных ссудных операций по финансированию оборотного капитала;
- **рынок капиталов**, предназначенный для размещения среднесрочных и долгосрочных кредитных ресурсов. Заемные ресурсы предоставляются владельцами свободных денежных средств на определенных условиях и на конкретный срок за плату покупателям-инвесторам для увеличения основного капитала.

Мы считаем более обоснованной трактовку рынка ссудного капитала как **рынка среднесрочных и долгосрочных кредитов**, или **кредитного рынка**, регулирование которого производится на основе соотношения между спросом и предложением относительно специфического рыночного товара – кредитов, с выделением денежного рынка в виде самостоятельного элемента рыночной экономики. Такую позицию сегодня разделяет большинство экономистов<sup>1</sup>.

Оплата товаров кредитного рынка осуществляется в виде взимаемой периодически процентной платы за кредит по фиксированной или плавающей ставке.

Отличительной особенностью кредитного рынка является возвратность ссудного капитала, то есть торговая сделка на этом сегменте финансового рынка не носит окончательного характера. После истечения договорного срока кредитные ресурсы возвращаются кредитодателю;

- **денежный рынок**, на котором обращаются наличные деньги, краткосрочные кредитные ресурсы и краткосрочные ценные бумаги, выполняющие функции платежных средств.

Денежный рынок весьма развит в странах с рыночной экономикой и является эффективным ее регулятором, так как всегда стремится к равновесному состоянию. Здесь обеспечивается сбалансированность объема спроса и объема предложения наличных денег, совершаются краткосрочные кредитные сделки, способствующие оптимальному переливу капитала.

Для коммерческих банков денежный рынок служит источником заемных инвестиций через возможность продажи на нем ценных краткосрочных бумаг в виде банковских де-

<sup>1</sup> /15/, стр. 11-13, /78/, стр. 272-273

позитных и сберегательных сертификатов, казначейских векселей, чеков и т.п. Эти ценные бумаги, относящиеся к категории прочих, обращаются на специфическом сегменте денежного рынка, который носит название **учетного рынка**.

На учетном рынке заключаются сделки по поводу купли–продажи свободнообращающихся ценных денежных бумаг сроком от одного - двух дней до одного года. Краткосрочный характер товаров учетного денежного рынка делает его наиболее привлекательным как для институциональных, так и для индивидуальных инвесторов, нацеленных на получение быстрой отдачи с капитала;

- **валютный рынок** как организованную форму торговых сделок с иностранной валютой, краткосрочными платежными инструментами и ценными бумагами, выраженных в иностранной валюте.

В условиях современных тенденций к интернационализации и интеграции развитых стран валютные рынки играют важную роль в укреплении внешнеэкономических связей между государствами, в развитии национальных экономических систем и мировой экономики в целом.

Из структур, обслуживающих преимущественно внешнеторговую деятельность, валютные рынки сегодня превратились в самостоятельно действующие экономические образования. Их функционирование обеспечивает регулирование экспортно-импортных операций, страхование финансовых рисков, создание и диверсификацию государственных валютных резервов, а также позволяет осуществлять крупномасштабные спекулятивные сделки;

- **рынок ценных бумаг**, на котором обращается специфический вид товара - среднесрочные и долгосрочные ценные бумаги.

Ценные бумаги - это своеобразный фиктивный капитал, представляющий собой титул реальной собственности. Не имея собственной потребительной стоимости, ценные бумаги отражают стоимость финансовых активов, обозначенную их номиналом.

Ценные бумаги характеризуют движение реального и финансового капитала.

Так, **основные ценные бумаги** в виде акций и облигаций являются обязательством заемщика - эмитента и подтверждают право владельца - покупателя на получение части чистой прибыли предприятия, в которое были инвестированы его денежные ресурсы при покупке ценных бумаг на рынке.

Движение их представляет собой долгосрочные финансовые потоки, обслуживающие процессы развития активов предприятий и формирования основного капитала, поэтому основные ценные бумаги относят к классу **капитальных бумаг**.

**Рынок капитальных ценных бумаг** называется **фондовым рынком**, а реализуемые на нем ценные бумаги представляют собой **фондовый инструмент**, с помощью которого можно получить доступ к реальным ценностям, если средства вложены в развитие основных фондов, и к денежным ресурсам - при продаже ценных бумаг на вторичном фондовом рынке.

## 1.2. СУБЪЕКТЫ И УЧАСТНИКИ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Субъектами финансового рынка, как и любой рыночной структуры, являются **продавцы, покупатели и торговые посредники**. В роли субъектов денежно-валютного рынка, рынков ценных бумаг и ссудного капитала могут выступать различные участники рынка, осуществляющие сделки купли-продажи финансового товара от своего имени или от имени клиентов.

Государство и его институты, предприятия всех форм собственности, частные предприниматели и отдельные граждане вступают в экономические взаимоотношения на финансовом рынке через совершение торговых сделок. В качестве объектов сделок здесь используются валютные ценности, кредитные ресурсы и ценные бумаги. Однако особенности структурных элементов финансового рынка и динамичность товарных ресурсов определяют своеобразный характер объектов и субъектов торговых сделок на них.

Например, эмитенты ценных бумаг могут являться продавцами на фондовом рынке и одновременно покупателями на рынке кредитов, хотя в результате как одних, так и других торговых сделок они расширяют свой капитал за счет заемных денежных средств, вкладывая их в оборот. Финансовые учреждения, продавая на рынке ссудного капитала кредитные ресурсы, в то же время выступают покупателями депозитных средств, необходимых для осуществления их инвестиционной деятельности.

Финансовый рынок функционирует благодаря присутствию на нем **владельцев капитала**, желающих предоставить за плату его излишки покупателям, нуждающимся в определенных инвестиционных ресурсах для использования в своей деятельности. Владельцы капитала – национальные и институциональные инвесторы, а также физические лица – выступают на рынке в качестве продавцов – кредиторов, формируя предложение финансовых товаров. В то же время в других сделках они могут являться покупателями, создающими спрос на рынке кредитов, ценных бумаг и денежно – валютных ресурсов. Так как финансовый рынок весьма подвижен, при определенных условиях продавцы могут становиться покупателями.

- **К национальным инвесторам** можно отнести государство, представленное различными финансовыми и нефинансовыми государственными учреждениями; местные органы власти – муниципалитеты; крупнейшие национальные и международные компании, которые имеют достаточно большие возможности в поставке соответствующих видов товаров на сектора финансового рынка (ценных бумаг, денежно-валютных ценностей, ссудного капитала.).

С одной стороны, национальные инвесторы выступают в роли кредиторов, выделяя кредиты коммерческим банкам, корпорациям и другим заемщикам и приобретая на рынке ценные бумаги, принадлежащие крупным промышленным корпорациям. С другой стороны, они же являются дебиторами на финансовом рынке, привлекая свободные инвестиционные ресурсы путем продажи государственных и муниципальных ценных бумаг в виде облигаций, векселей и т. п.

В условиях переходной экономики, независимо от принятой модели рынка, возрастает роль государства и как кредитора, и как заемщика, и как гаранта сохранения за-



конности и правопорядка, обеспечивающего соблюдение интересов всех участников финансового рынка.

Так как в руках государства находится значительная часть финансово-кредитных ресурсов, оно получает возможность контролировать состояние рынка ссудных капиталов, влиять на ставку учетного процента, осуществлять кредитование отдельных корпораций, отраслей, регионов в национальных интересах.

В то же время, размещая облигационные займы на рынке ценных бумаг, реализуя целевые комплексные государственные программы с использованием льготного налогообложения, создавая привлекательный инвестиционный климат, государство способствует повышению спроса на финансовые ресурсы и развитию рыночного механизма.

Велика роль государства как регулятора финансового рынка, оказывающего контрольно-регулирующее воздействие на его состояние и конъюнктуру посредством проведения государственной денежно-кредитной политики, совершенствования финансово-банковского законодательства, развития международного экономического и политического сотрудничества.

- **Институциональные инвесторы** представлены на рынке различными финансовыми институтами: коммерческими банками, инвестиционными и пенсионными фондами, страховыми компаниями, трастовыми и лизинговыми фирмами, ссудными и сберегательными союзами, кредитными товариществами и кооперативами.

Важнейшее место среди них занимает Центральный банк государства - Национальный банк Республики Беларусь, который выполняет представительские функции, обслуживая по поручению и от имени государства регулирование товарного обращения на финансовом рынке.

Институциональные инвесторы объединяют средства мелких владельцев капитала для приобретения доходных ценных бумаг и других товаров. Они диверсифицируют финансовые инвестиции вкладчиков с целью уменьшения степени риска, неизбежно сопутствующего операциям на финансовом рынке.

Банки могут выступать на финансовом рынке как в роли фондополучателей через продажу ценных бумаг, так и в роли фондодателей, приобретая акции, облигации и другие ценные бумаги различных эмитентов.

- **Индивидуальные инвесторы** - это частные лица, мелкие предприниматели, небольшие фирмы, например венчурные, занимающиеся инновационными проектами. На финансовом рынке они выполняют, в основном, покупательские функции, хотя некоторые предприятия, имеющие на это право, могут выводить на рынок и свои ценные бумаги. Для повышения конкурентоспособности акции таких компаний, как правило, обещают высокие доходы, но большая степень финансового риска при покупке ценных бумаг малоизвестных фирм делает их непривлекательными для других инвесторов.

Взаимоотношения между кредиторами и дебиторами на финансовом рынке реализуются в процессе **кругооборота денежных фондов** через создание финансового союза. Он является той сферой, в которой проявляются все сложности и специфические особенности разнообразных финансовых операций и торговых сделок, сопровождающих инвестиционную деятельность субъектов современной экономики.

Кругооборот денежных фондов в экономике представляет собой регулярно совершаемые сделки купли – продажи капитала в той или иной форме.

Владельцы денежных ресурсов выступают на финансовом рынке в качестве продавцов фондов, то есть инвесторов, чей товар оплачивается рентной процентной ставкой.

Желая выгодно разместить свободные деньги и получить при этом наибольший доход, инвесторы приобретают ценные бумаги на фондовом рынке либо предоставляют заемщикам кредиты и ссуды на кредитном рынке. Собственники денежных средств являются покупателями фиктивного капитала и продавцами кредитных товаров.

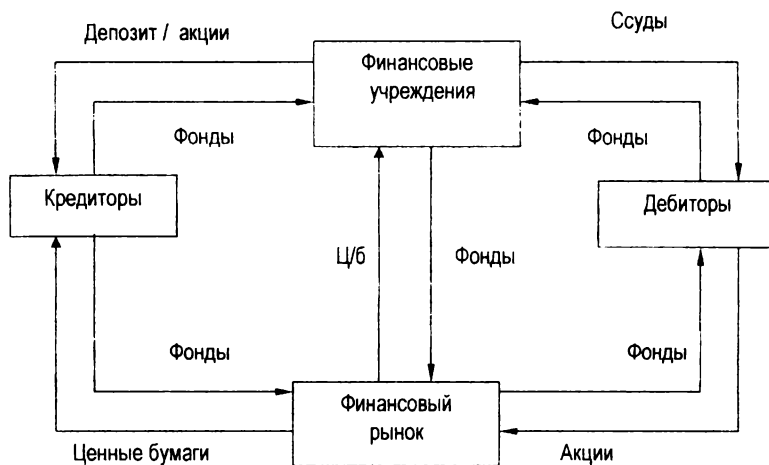


Рис. 1.1. Кругооборот фондов в экономике<sup>1</sup>

На рисунке 1.1 схематично представлены основные товарно-денежные потоки финансового рынка. Они характеризуют многообразие взаимоотношений между субъектами рыночной экономики, возникающие по поводу создания инвестиционных ресурсов. С одной стороны, это **кредиторы**, предоставляющие свои временно свободные денежные средства в финансовые учреждения, например банки, и покупающие на финансовом рынке фиктивный капитал в форме ценных бумаг, надеясь на получение процентного дохода. С другой стороны, **дебиторы**, приобретающие в банках кредитные ресурсы на принципах возвратности и платности или реализующие в качестве эмитентов долговые ценные бумаги на фондовом рынке, получая взамен финансовые ресурсы, необходимые для инвестиций.

Профессиональная деятельность на финансовом рынке направлена на качественное обслуживание торговых сделок, создание условий для ускорения кругооборота денежных фондов и наиболее эффективного функционирования рыночного механизма в интересах клиентов и государства.

К **профессионалам финансового рынка** относятся: **брокеры** – посредники при заключении сделок между продавцом биржевого товара и его покупателем, выполняющие

<sup>1</sup> / 73/, стр.35

от имени клиента и за его средства все операции, связанные с куплей–продажей товара. Сфера их деятельности включает услуги по консалтингу, приобретению и размещению ценных бумаг, регистрации сделок и оформлению необходимых документов. По поручению клиента брокеры могут выполнять также и другие действия, не противоречащие законам и нормативным актам, получая при этом комиссионные в зависимости от суммы сделки; **дилеры** - помимо обслуживания клиентов могут самостоятельно заключать спекулятивные сделки на финансовом рынке, вкладывая в них собственный капитал. Целью их деятельности является получение прибыли за счет реализации приобретенного товара по цене, превышающей цену его покупки. Дилеры выполняют посреднические функции, информационное обслуживание клиентов и другие поручения; **джобберы** - консультанты по проблемам конъюнктуры и тенденций динамики финансового рынка, которые могут оценить достоинства ценных бумаг, определить перспективы изменения курсов акций различных эмитентов, провести консультации участников рынка, брокеров и дилеров по различным вопросам, связанным с прибыльностью осуществляемых сделок. На развитых рынках создаются временные исследовательские коллективы джобберов, их услуги являются наиболее ценными и высокооплачиваемыми; **регистраторы** - составители реестра ценных бумаг на фондовом рынке. В нем приводится систематизированный перечень инвесторов и принадлежащих им ценных бумаг с указанием категории, объема прав и других сведений; **биржевые маклеры** - работники биржи, занимающиеся обслуживанием участников биржевых торгов, организацией и проведением аукционов, техническим обеспечением сделок и прочими торговыми процедурами.

Большое значение для эффективности рынка имеет деятельность специальных подразделений и служб, осуществляющих определенные функции.

**Объектами инфраструктуры** финансового рынка являются: **биржи** – акционерные компании, корпорации, государственные или частные учреждения постоянно функционирующего оптового рынка валюты или ценных бумаг, осуществляющие посредничество между продавцами и покупателями финансовых товаров; **депозитарии** - оказывают услуги по учету, хранению и обслуживанию ценных бумаг или сертификатов на основе депозитарного договора с их владельцем, а также выполняют бухгалтерские проводки и банковские операции. Важнейшей задачей депозитариев является осуществление контроля над выплатой дивидендов и выполнением других обязательств участниками сделок; **клиринговые отделы** - осуществляют разнообразную деятельность по определению и оформлению взаимных обязательств участников сделок; сбору, сверке, корректировке информации; подготовке документов для гражданско-правовых сделок по распоряжению клиента на основе заключенного договора; **трастовые отделы** - занимаются обслуживанием ценных бумаг, принадлежащих клиентам, с целью обеспечения их сохранности, прибыльного размещения и высокой доходности в интересах владельцев, заключивших соответствующий договор с трастовым отделом банка, траст-компанией или фирмой; **консалтинговые службы** - в их функции информационное обеспечение, выполнение научного анализа и прогноза состояния финансового рынка, выявление направлений и тенденций в деятельности конкретных его секторов, а также оказание консультационных услуг клиентам.

### 1.3. МЕЖДУНАРОДНЫЙ КРЕДИТНО-ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК

#### 1.3.1. Характеристика мирового финансового рынка

Объективной основой функционирования и развития финансового рынка служат закономерности кругооборота капитала в экономике, схема которого представлена на рис.1.1. Его непрерывное обращение сопровождается возникновением характерных противоречий в распределении финансовых ресурсов.

Это приводит к появлению невостребованных излишков фондов в одних регионах и, наоборот, к их недостатку в других. Такие противоречия могут быть разрешены только на уровне мировой экономики с помощью международного финансового рынка, обслуживающего процессы межнационального движения капитала.

Развитие национальных финансовых рынков на фоне общего совершенствования хозяйственной деятельности отдельных стран и межгосударственного предпринимательства привело к мощным интеграционным процессам в финансовой сфере мировой экономики. Интернационализация финансово-экономической деятельности государств вылилась в создание **международного финансового рынка (МФР)**, который образовался во второй половине XX века.

За истекший период структура, географические границы и поле деятельности МФР постоянно расширялись. Этому способствовали укрепление взаимосвязей между внутренней экономикой и внешнеэкономической деятельностью отдельных государств, миграция капитала и трудовых ресурсов, относительное выравнивание валютных курсов и государственное их регулирование.

Международный финансовый рынок развивался и укреплялся путем создания транснациональных кредитно-финансовых институтов, унификации организационного оформления и стандартизации основных видов деятельности стран-участниц, что сопровождалось появлением международных фондовых и валютных бирж, брокерских и дилерских союзов, мировых финансовых агентств.

В настоящее время на международном финансовом рынке осуществляются как коммерческие операции, связанные с осуществлением взаиморасчетов по экспортно-импортным потокам, так и финансовые сделки по поводу инвестиционных ресурсов и ссудного капитала.

Вся совокупность экономических взаимоотношений между участниками международного оборота на уровне мирового хозяйства реализуется на базе мирового кредитно-финансового рынка. Основные элементы международного финансового рынка показаны на рисунке 1.2.

Мировой кредитно-финансовый рынок состоит из двух видов рынков: **международного кредитного рынка** и **международного рынка ценных бумаг**.

В отдельный сегмент международного финансового рынка выделился **еврорынок ссудных капиталов**. Это мощное региональное образование, имеющее свою особую структуру, которая будет рассмотрена ниже.

Товарами на еврорынке служат **евроакции, еврооблигации** и другие межгосударственные фонды, эмитированные в иностранной валюте. Оплата их производится с помощью иностранных денежных инструментов, выполняющих функции **евровалют**.

Характер товарных ресурсов, условия проведения торговых операций и особенности функционирования отдельных секторов мирового рынка в целом аналогичны соответствующим параметрам национальных рынков.

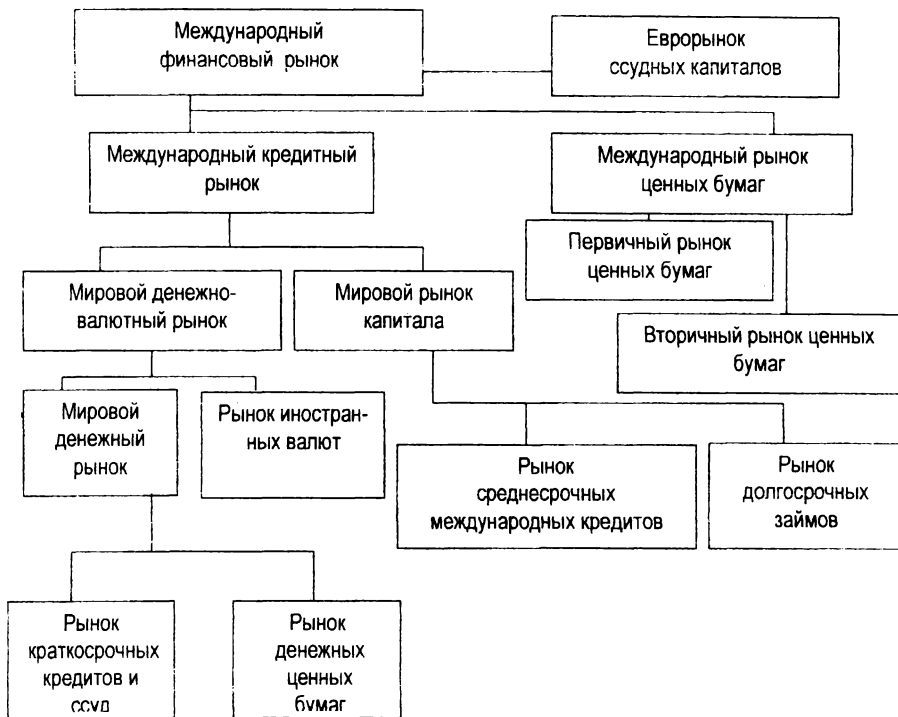


Рис. 1. 2. Структура мирового финансового рынка<sup>1</sup>

Основу **международного кредитного рынка** составляют срочные депозиты банков, за счет средств которых иностранным заемщикам предоставляются все виды международных кредитов, способных значительно увеличить объем инвестиционных ресурсов государств – участников МФР.

В структуре кредитного рынка можно выделить несколько элементов.

<sup>1</sup> Составлено на основе /1/, стр. 173; /15/, стр. 11-13, /14/, стр. 4

- **Мировой рынок капитала** обслуживает международные операции, связанные с долгосрочными финансовыми займами и международными кредитами.

Большое значение для его развития имеют **оффшорные компании**, обладающие особыми правами в области кредитной деятельности. Более подробно о них будет сказано в разделе 1.3.4.

- **Мировой денежно-валютный рынок** включает в себя рынки краткосрочных денежных ссуд и иностранных валют.

**Международный рынок иностранных валют** может быть как биржевым, так и межбанковским, функционирующим без посредников. На валютном рынке продавцы и покупатели иностранной валюты вступают между собой во взаимоотношения по поводу **конвертации** денежных средств.

Национальные денежные единицы могут обмениваться на иностранную валюту на условиях немедленной оплаты или с ее отсрочкой, по текущему или форвардному курсу. Более подробно эти вопросы будут рассмотрены в главе 4.

**На мировом денежном рынке** совершаются операции краткосрочного кредитования для обслуживания международных торговых сделок, а также осуществляется оборот краткосрочных ценных бумаг, выраженных в иностранной валюте.

- **Международный рынок ценных бумаг** существует для обслуживания мирового оборота капитальных ценных бумаг в виде **акций и облигаций**, эмитированных иностранными корпорациями, а также производных финансовых инструментов, называемых **дериватами: фьючерсов, опционов, свопов**.

На рынке ценных бумаг выделяются два сегмента:

- рынок наличных операций с ценными бумагами – **рынок СПОТ**,
- рынок срочных операций - **форвардный рынок**.

На СПОТ - рынке продаются преимущественно основные ценные бумаги, на форвардном рынке реализуются также и производные финансовые инструменты.

В зависимости от особенностей формирования предложения ценных бумаг рынок может быть первичным и вторичным.

- **Первичный рынок** предназначен для эмиссии и реализации международных финансовых инструментов в виде акций, облигаций и других иностранных фондов непосредственно после их выпуска.

- **На вторичном рынке** происходит обращение ценных бумаг в последующий после первичной реализации период.

Таким образом, с одной стороны международный финансовый рынок, представляет собой организованное экономическое пространство, на котором реализуются финансовые взаимоотношения между правительствами различных стран, национальными финансовыми рынками и транснациональными корпорациями.

С другой стороны, его можно рассматривать как своеобразный суперрынок, участниками которого являются не отдельные юридические и физические лица, а целые государства в лице Центральных банков, финансовых и промышленных корпораций и других резидентов. Здесь встречаются и взаимодействуют национальные и международные финансовые активы, переплетаются интересы разных стран, формируются межнациональные инвестиционные ресурсы.

### 1.3.2. Международные валютные единицы

В качестве платежных средств на мировом финансовом рынке используются мировые деньги, функции которых выполняют международные валютные единицы. Следует отметить, что большинство международных валютных единиц имеет условный характер, так как они предназначены для осуществления безналичных клиринговых расчетов между контрагентами разных государств. В последние десятилетия для взаиморасчетов по экспортно-импортным операциям и прочим внешнеэкономическим сделкам широко использовались такие платежные инструменты, как СДР, ЭКЮ, ЕВРО. В связи с переходом стран ЕС на ЕВРО в качестве единого платежного средства условная денежная единица ЭКЮ прекратила свое существование.

- **СДР - SDR (Special Drawing Rights) - специальные права заимствования.** Эта валютная единица, возникшая в 1970 г., была приравнена по золотому содержанию к доллару. С 1981 года ее ценность стала определяться исходя из набора, содержащего 5 валют. В "валютную корзину" СДР включены наиболее распространенные валюты, долларовой эквивалент которых определяется согласно удельному весу каждого валютного компонента (таблица 1.1)

Таблица 1.1 - Валютная корзина СДР

Наименование валют	Валютный компонент	Обменный курс, единиц за 1 \$	Долларовый эквивалент, USD
Фунт стерлингов	0.453	1.5525	0.290
Французский франк	0.800	5.3280	0.150
Японская иена	31.80	100.37	0.310
Фунт стерлингов	0.081	0.6184	0.125
Доллар США	0.572	1.0000	0.572
Итого 1 СДР			1.456

Примечание: Для расчета принят обменный курс валют по состоянию на 15.08.94 г. <sup>1</sup>

- **ЭКЮ - ECU (European Currency Unit) - европейская валютная единица.** Данная условная валюта также применялась для осуществления международных взаиморасчетов только в безналичной форме. Ею пользуются как в официальном, так и в частном секторах мирового финансового рынка при проведении валютных интервенций, осуществлении международных займов и кредитов. Стоимость 1 экю определялась в долларах США на основе "валютной корзины", состоящей из 12 валют ведущих стран Европы с учетом удельного веса, соответствующего доле данного государства в совокупном валовом продукте стран Европейского Содружества.

- **ЕВРО-общеевропейская денежная единица,** основанная на твердой фиксации паритета между всеми европейскими валютами. В отличие от СДР и ЭКЮ, ЕВРО пред-

ставляет собой реальный платежный инструмент на общеевропейском экономическом пространстве, используемый в наличном и безналичном обороте.

В настоящее время на **Европейском финансовом рынке** действует Валютный Союз, заключенный государствами, входящими в ЕС (Европейский Союз). С 1 января 1999 года в него входят одиннадцать стран: Германия, Франция, Нидерланды, Ирландия, Финляндия, Португалия, Испания, Бельгия, Люксембург, Австрия и Италия. Уroveň развития экономики в этих странах достаточно высока, что способствует ее интернационализации и переходу к единой вненациональной валюте.

Применение новых европейских универсальных платежных средств означает создание большого единого рынка, на котором можно будет более эффективно бороться с инфляцией, сравнивать цены, процентные ставки, налоги, значительно их снизить.

С появлением ЕВРО усилилась конкуренция, увеличился товароборот, образовалось единое валютное пространство, способное вытеснить доллар США из международных расчетов. Кроме стран, входящих в Европейский валютный союз, которые уже перешли на единую валюту, планируется постепенный переход всех государств Западной Европы на новые денежные единицы.

Использование единой валюты для осуществления расчетов на международном финансовом рынке значительно упрощает валютные отношения между государствами, способствует развитию внешней торговли, миграции капитала, улучшению инвестиционной ситуации в Европе и мире.

### 1.3.3. Европейский финансовый рынок

С середины XX-го века на базе мирового кредитно-финансового рынка стали создаваться региональные международные рынки, функционирующие автономно от национальных рынков. Одним из них является **Европейский рынок ссудного капитала**, или **евровалютный рынок**, предоставляющий **еврокредиты** и займы в **евровалюте** государствам Западной Европы и других регионов.

Товарные ресурсы евторынка образуются на основе финансовых средств национальных инвесторов, желающих разместить их за пределами государства. Такими товарами являются **евроакции**, **еврооблигации** и **другие межгосударственные фонды, эмитированные в иностранной валюте**. Оплата их производится с помощью иностранных денежных инструментов, выполняющих функции **евровалют**.

К возникновению евторынка ссудного капитала привели объективные причины, связанные с необходимостью использования во внешних экономических отношениях универсальных финансовых инструментов, обладающих стабильностью и облегчающих взаиморасчеты между государствами.

Евторынок обычно рассматривают как совокупность двух секторов: **рынка еврокредитов** и **евторынка ценных бумаг**. Названия этих рынков не означают, что территориально они расположены в европейском регионе и обслуживают только страны Европы. Просто впервые **евробумаги** были эмитированы действительно в Европе в начале 60-х годов, а затем стали выпускаться и в других странах мира, сохранив свое первоначальное название<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> /67/, стр. 139-144



- Функционирование **рынка еврокредитов** обеспечивает предоставление иностранным заемщикам краткосрочных и долгосрочных ссуд за счет срочных депозитов национальных банков. При этом краткосрочные еврокредиты выдаются под фиксированный процент, а долгосрочные – по плавающей ставке кредитного процента.

Кредитным инструментом на еврорынке могут служить векселя и депозитные сертификаты, выраженные в евровалюте, либо **евроноты** – краткосрочные долговые обязательства с банковской гарантией и плавающей процентной ставкой.

- С 80-х годов наблюдается бурное развитие **еврорынков ценных бумаг: евроакций, еврооблигаций, евровекселей, финансовых инноваций**, способных быстро покрывать валютные и кредитные риски путем комбинации валют и сроков валютирования. Особое значение в формировании международных инвестиционных потоков имеет рынок еврооблигаций, который может быть первичным и вторичным.

На **первичном рынке** еврооблигации предлагаются иностранным инвесторам непосредственно эмитентами (международными финансовыми и промышленными корпорациями) с целью получения займов. Значительный сегмент рынка еврооблигаций занимают иностранные государственные облигации, эмитируемые непосредственно правительствами стран Западной Европы. Эти облигации менее подвержены финансовому риску, так как имеют государственные гарантии и надежное обеспечение, поэтому они пользуются повышенным спросом.

На **вторичном рынке** еврооблигации, благодаря высокой степени ликвидности, меняют владельца и реализуются по рыночной цене, обеспечивающей определенную прибыль продавцу и обещающей доход покупателю.

Национальные депозиты, размещенные за пределами государства, выражаются в различных валютах, которые получают название **евровалют**. **Евровалюта** - свободно обмениваемая, конвертируемая валюта какой-либо страны, переведенная на счета в иностранных банках и используемая для операций вне государства.

В течение длительного времени на еврорынке господствовал **евродоллар** - американский доллар, полученный западноевропейским банком в качестве вклада.

В настоящее время на финансовом рынке широко используются такие валюты, как фунт стерлингов Великобритании и международные денежные единицы СДР и ЕВРО.

Функционирование еврорынка позволяет его участникам быстро удовлетворять потребности в финансировании, не обращаясь к внутренним источникам капитала; дает возможность рационально размещать финансовые ресурсы как внутри, так и вне страны; диверсифицировать свою деятельность на финансовом рынке с целью повышения доходов и уменьшения риска.

### 1.3.4. **Оффшорный бизнес на финансовом рынке**

Обязательными участниками международного рынка капиталов являются **оффшорные компании**, обладающие практически неограниченными возможностями в размещении своих финансовых ресурсов по всему миру. Они создаются в государствах, предусматривающих в качестве стимула для развития определенных видов коммерческих структур льготное налогообложение и свободу выхода на внешний рынок.

Развитию международного кредитно-финансового рынка способствует создание так называемых **оффшорных зон**, или **оффшорных рынков**, имеющих повышенную конкурентоспособность по сравнению с национальными рынками за счет весьма значительных льгот по налогообложению кредитно-финансовых операций, предоставляемых иностранным компаниям правительством некоторых государств. Эти государства являются центрами **оффшорного бизнеса**. (**Off shore** - "на расстоянии от берега"). Такие оффшорные зоны обычно расположены вдали от главных финансовых центров. Это, как правило, небольшие государства с ограниченными экономическими ресурсами: страны Карибского бассейна, островные государства и т.д. Мировой опыт свидетельствует о том, что использование возможностей оффшорного законодательства во многом способствует экономическому развитию государств и преодолению кризисных явлений в социально-политической их жизни. Кредитно-финансовые операции в оффшорных зонах совершаются между национальными институтами, филиалами зарубежных финансовых корпораций и иностранными лицами. В качестве платежных средств выступает иностранная или евровалюта.

Разнообразны услуги, предоставляемые клиентам в оффшорных зонах. Это обмен информацией, открытие филиалов зарубежных финансовых корпораций, посреднический бизнес на основе банковских и страховых сделок, размещение инвестиций через холдинговые и трастовые компании, операции с вкладами иностранных лиц в инвалюте и другие. Все эти виды деятельности являются весьма прибыльными вследствие уменьшения налогового прессинга и различных финансовых льгот и привилегий. Немаловажен и тот фактор, что предоставление банковских услуг через оффшорные депозиты для иностранных вкладчиков происходит в условиях полной секретности. Благодаря этому, при льготном налоговом режиме обеспечивается возможность избежать национального контроля, что, кстати, привлекает к оффшорному бизнесу лиц, желающих скрыть свои доходы от государственной налоговой полиции и совершать валютные спекуляции на мировом финансовом рынке.

Для снижения доли криминальных операций в оффшорных зонах существуют определенные правила, исполнение которых является обязательным для резидентов и нерезидентов. Так, например, оффшорный депозит должен открываться не на основе внесения наличных средств вкладчиком, а путем клиринговых операций, то есть перевода определенной суммы с банковского счета клиента в национальном банке на открываемый срочный депозит в банке оффшорной зоны. Трастовые компании помогают своим клиентам выбрать наиболее надежный оффшорный банк, прибыльно разместить вклады, избежать уплаты налогов.

Таким образом, оффшорный рынок оказывает существенное влияние на структуру и объемы международных кредитных операций, хотя и не создает дополнительных кредитных ресурсов. Привлечение иностранных инвестиций через оффшорные центры осуществляется благодаря более высоким ставкам процентов по депозитным вкладам и более низким по кредитным операциям, а также по причине предоставления свободы от существующих внутринациональных ограничений, повышенной конкурентоспособности и надежности по сравнению со многими национальными кредитно-финансовыми институтами. В качестве инвесторов оффшорных зон выступают государственные агенты иностранных правительств и Центральные банки государств, транснациональные

компании и финансово-промышленные корпорации или частные лица, располагающие значительными свободными, иногда криминальными, средствами.

В странах, создающих оффшорные зоны, правительство имеет возможность с их помощью влиять на структуру экономики. Создание ограниченных оффшорных зон позволяет привлекать определенных инвесторов к участию в экономическом развитии государства: промышленные или судовладельческие компании (Панама, Греция), торгово-посреднические фирмы (Нидерланды, Дания) и другие <sup>1</sup>.

Зональная оффшорная деятельность способствует ускоренному развитию экономики в определенных регионах государства, так как позволяет привлечь к финансированию крупных проектов в данных зонах иностранных инвесторов, желающих получить высокие прибыли благодаря оффшорным льготам. Обширные оффшорные зоны создаются в государствах с переходной экономикой, где существуют серьезные экономические проблемы, а ограниченность национальных ресурсов не позволяет обеспечить финансирование развивающихся отраслей.

Благодаря оффшорному статусу, на льготных условиях иностранный капитал привлекается к участию в инвестировании экономики государства, создавшего оффшорный режим, и способствует его выходу из экономического кризиса.

В настоящее время многие страны Европы и Азии используют такой инструмент регулирования экономики, как создание свободных экономических зон в отдельных регионах, отличающихся особо благоприятными условиями для привлечения и реализации иностранных инвестиций.

Более подробно данная проблема будет рассмотрена в главе 7.

#### 1.4. ВОПРОСЫ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ

1. Назовите виды и особенности рынков, взаимодействие которых обеспечивает движение, распределение и перераспределение совокупного общественного продукта в условиях рыночной экономики.
2. Какие экономические законы и принципы лежат в основе функционирования товарного, ресурсного и финансового рынков?
3. Опишите структуру финансового рынка и охарактеризуйте основные виды товаров, реализуемых на его секторах.
4. Дайте характеристику общим и специальным функциям финансового рынка и его значению в рыночной экономике.
5. Кто может быть участником национального и международного финансового рынка и его отдельных секторов?
6. Кем осуществляется профессиональная деятельность на финансовом рынке?
7. Назовите основные виды структурных подразделений и компаний, оказывающих различные услуги клиентам и участникам рынка.
8. Как происходит кругооборот денежных фондов в экономике?
9. Какова роль финансового рынка в упорядочении кругооборота фондов?
10. Опишите структуру международного кредитно-финансового рынка.

---

<sup>1</sup> /36/, стр.54-56

11. Перечислите международные валютные единицы, используемые в качестве платежных инструментов на финансовом рынке.
12. Какие принципы лежат в основе определения курса 1 СДР, 1 ЕВРО и других международных платежных инструментов?
13. Расскажите о структуре, участниках и товарах евровалютного рынка.
14. Раскройте сущность оффшорного бизнеса и его значение для формирования международного рынка инвестиционных ресурсов.

### 1.5. ЗАДАЧИ И СИТУАЦИИ К ГЛАВЕ 1

**ЗАДАЧА 1.** Определить учредительскую прибыль от реализации на первичном финансовом рынке 110 штук доходных ценных бумаг, если реальный капитал, титулом которого является ценная бумага, составляет 1200 \$ США, прогнозируемый годовой доход по ценной бумаге – 200 \$ США, а норма ссудного процента 8 %.

**ЗАДАЧА 2.** Определить подлежащую возврату сумму платежа по краткосрочному кредиту, выданному на 3 месяца под 24 % годовых, если размер кредита составляет 35 млн. белорусских рублей.

**ЗАДАЧА 3.** Рассчитать капитализированную сумму по депозитному вкладу в размере 200 тыс. рублей, выплаченную вкладчику через 36 месяцев, если договором депозита предусмотрен годовой доход 17 %.

**ЗАДАЧА 4.** Какую сумму должен возратить в банк заемщик, которому был выдан кредит в размере 3 млн. рублей сроком на 1 год, если кредитным договором предусмотрена фиксированная ставка оплаты за кредит в размере 23 % годовых, а начисление процентов производится ежемесячно от суммы остатка по долгу?

**ЗАДАЧА 5.** Какую сумму необходимо положить вкладчику на двухлетний депозит под 15 % годовых, чтобы получить по истечении срока 2 млн. рублей?

**ЗАДАЧА 6.** Предприятие желает в течение 4 лет накопить инвестиции в размере 10 млн. руб., необходимые для модернизации производства.

Определить, какую сумму надо поместить на депозитный счет, если банк гарантирует по данному виду вкладов фиксированный процент дохода 16 % годовых.

## ГЛАВА 2. БИРЖЕВАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

### 2.1. ХАРАКТЕРИСТИКА БИРЖЕВОГО РЫНКА

Как было показано в 1-й главе, в рыночной экономике вся совокупность товарно-денежных отношений реализуется на функционирующих параллельно и взаимодействующих между собой рынках реальных товаров и услуг, производственных факторов и финансовых ресурсов. Они являются сегментами единого мирового рынка и предназначены для организации и обслуживания оптовой торговли соответствующими видами товаров на основе действующих законов и установленных правил.

Организованная коммерческая деятельность на мировом и национальных оптовых рынках осуществляется особыми экономическими институтами, функционирующими на товарном, финансовом и ресурсном рынках - **биржами**.

Биржи, как специальные коммерческие учреждения на оптовых рынках, регулируют процессы купли-продажи соответствующих видов товаров и деятельность их участников. С помощью бирж товары из сферы производства поступают крупными партиями в сферу потребления через совершаемые по определенным правилам торговые сделки.

В зависимости от характера функционирования и обслуживаемого торгового оборота различают следующие виды бирж:

- **Национальные биржи** обслуживают, главным образом, субъектов национальной экономики и иностранных нерезидентов, действующих на внутреннем экономическом пространстве страны.
- **Международные биржи**, действующие на мировом рынке, предназначены для организации и проведения торговых сделок с финансовыми и реальными товарами между различными странами – участниками, их правительствами и резидентами. Деятельность международных бирж способствует также проведению арбитражных операций между национальными биржами, расположенными в разных странах.
- **Неофициальные биржи**, на которых заключаются контракты и осуществляются сделки в те периоды, когда соответствующие биржи официально не работают.
- **Товарные биржи** - учреждения, обслуживающие оптовые рынки товаров массового производства по представленным производителями образцам с заранее согласованными размерами партий по рыночным ценам.
- **Финансовые биржи**, осуществляющие посредническую и организационную деятельность на фондовом и валютном рынках.

Торговые операции в условиях биржи иногда проводятся в наличной форме с непосредственной передачей биржевого товара от продавца покупателю и обменом его на деньги. Однако в подавляющем большинстве сделок происходит безналичная торговля товарами по образцам, сертификатам и паспортам.

**Валютирование**, или оплата по свершенной сделке, согласно условиям биржевого контракта может выполняться немедленно в течение 2-3 банковских дней - на СПОТ - рынке, либо в срочной форме со сдвигом момента исполнения сделки на определенный срок на форвардном рынке.

Оптовая торговля может осуществляться и на **внебиржевом рынке** путем заключения договоров непосредственно между партнерами по бизнесу, продавцом и покупателем конкретного товара. Внебиржевая форма коммерческих взаимоотношений носит нерегулярный характер. Она наиболее распространена на товарном и ресурсном рынках и сопряжена со значительным риском.

Развитие рыночных отношений требует создания организационно оформленного регулярно действующего оптового рынка, предоставляющего определенные гарантии его участникам и разделяющего с ними возможные риски. Такими свойствами, в отличие от внебиржевого рынка, обладает только биржевой, имеющий процессинговый и организационный центр в виде биржи.

Благодаря централизации регулирующих, контролирующих и технологических функций, биржевой рынок представляет собой высокоэффективную систему оптовой торговли. В ее основе лежит конкретная нормативно-правовая и экономическая база, развитая информационная сеть, принципы гласности и стандартизации оформления сделок, определенные требования по защите интересов участников рынка.

Биржа является самостоятельным субъектом рыночной экономики - юридическим лицом, обладающим собственным имуществом и финансовыми активами. Ее деятельность осуществляется с целью обеспечения быстрой и эффективной купли-продажи товаров любого рода и получения при этом биржевого дохода, позволяющего окупить все затраты и обеспечить биржевую прибыль.

Биржевая прибыль – учредительская или курсовая – образуется вследствие торговых-посреднических операций, проведения биржевых спекуляций, а также из вступительных взносов участников биржи и комиссионных от биржевых сделок. Таким образом, биржевая деятельность является специфической разновидностью коммерческой и осуществляется в интересах как конкретного экономического субъекта - собственника капитала биржи, так и общества в целом, помогая дальнейшему развитию рыночных отношений и экономическому росту государства.

Работа биржи организуется в виде биржевых сессий, на которых, по официальному режиму и утвержденному распорядку, проводятся торги и заключаются сделки. Успеху биржевой деятельности также способствует квалифицированное участие в ней профессиональных работников - посредников между участниками торгов.

Сотрудники биржи - курсовые маклеры, дилеры, работники брокерских фирм, депозитариев, клиринговых и трестовых отделов, научно-информационных центров и арбитража - выполняют конкретные функции на биржевом рынке, обслуживая клиентов и обеспечивая развитие биржи. Специфические особенности их деятельности были описаны в главе 1.

Большое значение в организации эффективного биржевого рынка имеет техническая оснащенность бирж и использование современных средств связи, которые будут рассмотрены в разделе 2.4.

В зависимости от разнообразия товара, реализуемого на бирже, различают универсальные и специализированные биржи.

- На **универсальной бирже** совершаются оптовые торговые сделки по самым различным видам товаров. Такая биржа была впервые создана в России в 1703 году по ука-

зу Петра 1. На ней продавали сырье, товарные ресурсы, акции, государственные облигации, иностранные векселя.

- По мере развития рыночных отношений на базе универсальных создавались **специализированные биржи** по продаже определенных видов однородных товаров: товарные (нефтяные, хлопковые и т.д.), фондовые, валютные.

- В отдельную разновидность выделились **биржи труда**, представляющие собой организованный рынок трудовых ресурсов.

- **Товарная биржа** предназначена для оптовой торговли материально-сырьевыми ресурсами, в том числе и факторами производства.

- На **фондовой бирже** осуществляется регулярная продажа и покупка ценных бумаг, акций, облигаций, сертификатов, векселей и т.д.

- **Валютная биржа** - регулярно действующая коммерческая структура валютного рынка. На ней происходит **форексная** торговля валютой и ценными краткосрочными бумагами в иностранной валюте.

- В последнее время появилась особая разновидность бирж – **бартерные биржи**, на которых происходит натуральный товарообмен реальными товарами, например средствами производства, вызванный недостатком у участников сделок платежных инструментов при совпадении их торговых интересов.

Независимо от характера специализации, все биржи выполняют следующие основные функции на мировом и национальном рынках:

- аккумуляция спроса и предложения на биржевой товар;
- содействие в формировании рыночной цены - биржевого курса товара - и в установлении равновесного состояния рынка;
- регулирование биржевой деятельности всех участников;
- участие в структурных преобразованиях экономики путем создания условий для эффективного перемещения капитала из одной отрасли в другую;
- обеспечение достоверной информации о рыночных ценах, конъюнктуре и пропорциях биржевой торговли как отражении реальных процессов в экономике;
- создание условий для повышения эффективности рынка путем улучшения технического оснащения бирж, развития их материальной базы, формирования рациональной организационной структуры и профессионального персонала;
- урегулирование конфликтов и споров между участниками биржевых торгов через арбитраж (третейский суд);
- надзор за соблюдением законности биржевых сделок, за правильностью их оформления и своевременностью расчетов между участниками сделок;
- обеспечение надежных правовых гарантий участникам биржевого рынка при заключении сделок на бирже.

Кроме перечисленных основных функций, специализированные биржи решают ряд конкретных задач, способствующих достижению главных целей биржевой деятельности - максимизации прибыли биржи и удовлетворению имманентных интересов ее членов.

Как общие, так и специфические функции бирж закрепляются в Уставе биржи и других нормативных документах.

## 2.2. ЭКОНОМИЧЕСКИЙ МЕХАНИЗМ ФОНДОВОЙ БИРЖИ

Особенности функционирования механизма фондовой биржи зависят от целого ряда факторов: характера и качества биржевого товара, жесткости действующих норм и правил осуществления торговых операций, национальных традиций и политической ситуации в государстве, степени развитости рыночных отношений, наличия рыночной инфраструктуры и т.д.

**Фондовая биржа (биржа ценных бумаг)** является коммерческим институтом на рынке ценных бумаг, обслуживающим функционирование организованного, регулярного, обеспеченного информацией и техническим оснащением, рынка.

**Задачи фондовой биржи:**

- организация биржевой торговли фондовым товаром – ценными бумагами;
- проверка качества товара и надежности ценных бумаг (фондов), предлагаемых на рынке, путем листинга;
- установление и регулирование текущей рыночной цены биржевого товара;
- обеспечение сохранности ценных бумаг, их учет и регистрация, а также реализация общих функций биржи, о которых было сказано выше.

**Характер деятельности фондовой биржи** определяется спецификой биржевого товара. Таким товаром являются ценные бумаги, поступающие на финансовый рынок. Значение рынка ценных бумаг в развитии экономики государства очень велико, так как именно здесь формируются основные инвестиционные потоки.

До появления фондовой биржи в экономике существовало острое противоречие, обусловленное особенностями долгосрочных инвестиций. Его суть сводится к следующему. Известно, что финансовый капитал динамичен и стремится к постоянному движению с целью **капитализации**, то есть наращивания прибыли. Вложение же его в основные производственные фонды препятствует этому движению, так как происходит омертвление капитала на весь период производственно-коммерческого цикла вплоть до момента реализации товара.

Появление фондового рынка позволило устранить это противоречие, потому что осуществление инвестиций в форме ценных бумаг сделало долгосрочные капитальные вложения высоколиквидными, легко превращаемыми в денежный капитал. Благодаря этому свойству, фонды могут участвовать в финансовом обороте независимо от реальной стадии производства. Однако здесь иногда возникает новое противоречие – искусственное увеличение объема фиктивного капитала вследствие возможного превышения рыночного курса ценных бумаг над стоимостью реального капитала, положенного в их основу. Такая ситуация может вызвать рост уровня инфляции и привести к “биржевому краху”, в результате которого резко падает курс фондов на рынке. Напротив, состояние рынка, при котором с целью получения максимальной прибыли за счет разницы между курсами ценных бумаг искусственно вздуваются цены на определенный фондовый товар, в результате чего происходит резкий кратковременный скачок текущего курса, называется “биржевым бумом” и также негативно влияет на рыночную конъюнктуру.

Разрешить данные противоречия помогает деятельность фондовых бирж. Они следят за колебаниями рыночной цены выставляемых на продажу ценных бумаг, принимая в случае необходимости соответствующие меры для регулирования их текущего курса.



Благодаря массовым процессам приватизации и акционирования предприятий, с конца XIX века фондовая биржа является основой механизма ликвидного инвестирования капитала. Акции фирм, корпораций, финансовых учреждений обращаются на фондовом рынке наряду с государственными и муниципальными ценными бумагами, способствуя его развитию.

В настоящее время фондовые биржи действуют практически во всех странах мира. Крупнейшие биржи мира – Нью-Йоркская, Лондонская, Токийская и Парижская<sup>1</sup>. Они обслуживают значительный оборот ценных бумаг не только национальных, но и международных финансовых корпораций и промышленных магнатов. Успешно действуют на финансовом рынке и многие другие фондовые биржи, внося свой вклад в развитие мировой экономики. В отличие от внебиржевого, а также стихийного уличного рынка, фондовые биржи способствуют оптимальному накоплению, распределению и перераспределению капитала, осуществляют косвенное регулирование финансовых и реальных инвестиций и позитивно влияют на уровень инфляции в государстве.

Для координации их деятельности в различных странах и повышения эффективности международного экономического сотрудничества создана Международная Федерация фондовых бирж (МФФБ), в которую вошли около 200 бирж крупнейших стран мира, объединенных в биржевые системы.

**Биржевая система** – сложный механизм финансового регулирования, объединяющий взаимосвязанные и взаимодействующие между собой региональные фондовые и валютные биржи.

На мировом финансовом рынке действуют два типа биржевых систем:

- **моноцентрические**, в которых доминирует одна, наиболее крупная, биржа. Обычно она располагается в главном финансовом центре страны и обслуживает большую часть национального оборота ценных бумаг. В регионах действуют фондовые рынки местного значения, являющиеся операционными филиалами центральной биржи ценных бумаг;

- **полицентрические** биржевые системы, как правило, представляют собой вторичный рынок децентрализованного характера. Таким системам свойственна тенденция к объединению, как, например, в Германии, России и других странах.

**Членами биржи** могут быть государственные административные структуры, органы муниципального управления, промышленные и финансовые корпорации, юридические и физические лица. Они выступают как в качестве продавцов ценных бумаг, так и их покупателей (инвесторов).

На первичном рынке роль продавцов выполняют эмитенты – дебиторы. Покупатели фондов инвестируют свои временно свободные денежные средства в экономику посредством приобретения на первичном рынке предложенных им акций, облигаций и других ценных бумаг.

Официальное посредничество при совершении сделок осуществляют биржевые маклеры, которые, в отличие от брокеров и дилеров, не имеют права совершать покупку или продажу ценных бумаг за свой счет и в своих интересах. Все спорные вопросы, возникающие между участниками биржевых торгов, разрешаются с помощью биржевого

---

<sup>1</sup> /55/, стр. 101 – 103

арбитража – специального третейского суда, решения которого являются обязательными для членов биржи.

**Механизм биржевой торговли описывается следующей схемой**<sup>1</sup>.

- **Корпорация-эмитент**, желающая разместить ценные бумаги на первичном рынке, подает заявку на государственную регистрацию. В ней содержатся сведения об эмитентах, подтвержденные соответствующими документами.

- **Листинговая комиссия** биржи осуществляет проверку финансового положения эмитента, удостоверяет качество ценных бумаг и правильность сведений, представленных в заявке. В случае неудовлетворительного результата проверки осуществляется **делистинг**, то есть **декотировка** ценных бумаг через разработанный механизм их отзыва с рынка. Делистинг может происходить также и при обесценении фондов, невыполнении участниками торгов каких-либо условий биржи, длительном отсутствии спроса на ценные бумаги данной компании и в некоторых других случаях, оговоренных нормативными документами.

- **Регистратор** биржи ведет реестры эмитентов и ценных бумаг, осуществляет их учет и регистрацию, хранит и обновляет информацию об участниках операций и биржевом товаре.

- **Клиенты или члены биржи** подают заявки на участие в биржевых торгах, открывая при этом определенную **позицию**. Прием биржей заявки на продажу акций означает открытие у продавца **длинной позиции**, а заявка на покупку акций соответствует появлению **открытой короткой позиции** у покупателя биржевого товара. Если общее количество заявок на продажу акций на бирже превышает число заявок на их покупку, на бирже имеется открытая длинная позиция, и наоборот.

- **Биржевой маклер**, ведущий торги, отслеживает объем спроса и предложения, определяет тип открытых позиций и принимает оперативные меры по их закрытию. Закрытая биржевая позиция характеризует равновесное состояние рынка, которое достигается путем некоторого увеличения или уменьшения уровня цены, а также регулированием объема спроса и предложения по конкретным ценным бумагам на основе скупки биржей их излишка или дополнительной продажи необходимого количества акций.

- **Постоянно действующая котировальная (котировочная) комиссия** определяет и фиксирует курс ценных бумаг путем закрытия открытых позиций, отслеживает ликвидность акций и возвращает на доработку те акции, которые не пользуются спросом на рынке и имеют низкую ликвидность. Определение текущей рыночной цены фондового товара является наиболее важной процедурой, влияющей на эффективность рынка.

Стоимость ценных бумаг на финансовом рынке формируется под воздействием объективных и субъективных факторов.

- К **субъективным внутренним факторам** можно отнести параметры реального капитала, титулом которого является котлируемая ценная бумага. Эти факторы в обязательном порядке учитываются при расчете номинала акции и эмиссионной ее цены.

Простейшие методы расчета цены акций и облигаций на финансовом рынке изложены в главе 6.

---

<sup>1</sup> /66/, стр. 263-265

- **Объективные внешние факторы**, отражающие сложившуюся конъюнктуру рынка ценных бумаг, выступают на нем в виде существующих в момент котировки курса объемов спроса и предложения по каждому конкретному виду биржевого товара, а также средней процентной ставки на финансовом рынке.

Определение единого курса ценных бумаг на фондовой бирже основано на фиксации той рыночной цены, которая устраивает большинство участников торгов и позволяет удовлетворить наибольшее число поступивших на биржу заявок. Рассмотрим последовательность выполняемых при этом расчетов на примере <sup>1</sup>.

**ПРИМЕР.** На фондовую биржу поступили следующие заявки на продажу и покупку акций промышленной корпорации:

**а) на продажу - 150 заявок, в том числе:**

продать по любой цене – 20 заявок; продать по цене 120 у. е. за акцию – 40 заявок; продать по цене 121 у. е. за акцию – 60 заявок; продать по цене 122 у. е. за акцию – 30 заявок;

**б) на покупку – 180 заявок, в том числе:**

купить по любой цене – 30 заявок; купить по цене 122 у. е. – 50 заявок; купить по цене 121 у. е. – 40 заявок; купить по цене 120 у. е. – 60 заявок.

**Определить курсовую цену акций.**

**Решение.**

Прежде всего, необходимо определить тип открытой позиции. Так как объем спроса на акции данной компании (180 заявок) выше, чем объем предложения (150 заявок), открытую позицию в данный биржевой день можно считать короткой.

Курсовая цена акций рассчитывается путем закрытия позиции, то есть фиксируется тот курс акций, при котором объем спроса и предложения равны между собой. Для удобства расчетов можно использовать схему, представленную в таблице 2.1. В ней объем спроса по конкретной цене рассчитывается как сумма количества заявок на приобретение заявок по более высокому и данному курсу. Следовательно, при самой низкой цене – менее 120 у. е. за акцию – объем спроса будет равен суммарному количеству заявок на покупку акций. Аналогично определяется объем предложения при каждом уровне цены.

Таблица 2.1 – Схема котировки рыночной цены акций

Заявки на покупку акций		Цена акций, условных единиц	Заявки на продажу акций	
Количество заявок	Объем спроса		Количество заявок	Объем предложения
30	30	Более 122 у. е.	Всего	150
50	80	122 у. е.	30	150
40	120	121 у. е.	60	120
60	180	120 у. е.	40	60
Всего	180	Менее 120 у. е.	20	20

<sup>1</sup> Составлено на основе /8/, стр.129-132

*Как следует из выполненных в таблице расчетов, максимальный объем предложения будет наблюдаться при самой высокой курсовой стоимости – более 122 у. е. за акцию, так как по этому курсу можно удовлетворить все заявки на продажу. Максимальный объем спроса соответствует наименьшей цене – менее 120 у. е. Наибольшее же количество заявок будет удовлетворено при курсе 121 у. е. за акцию: 120 заявок на покупку и 120 заявок на продажу акций, то есть всего 240 заявок, что будет соответствовать 120 сделкам.*

*Таким образом, рыночный курс акций в данный биржевой день будет зафиксирован на уровне 121 у. е.*

В тех случаях, когда не возникает закрытых позиций ни при каком уровне цены на акции, биржевой маклер с помощью различных приемов старается закрыть открытую позицию. Основным методом, используемым для этого, является манипулирование ценой биржевого товара, так как при ее повышении растет число желающих продать акции, а при понижении – число желающих их купить. Может быть принят в качестве текущего курса тот курс, при котором желания участников торгов удовлетворены в максимальной степени, то есть совершается наибольшее количество сделок купли-продажи акций данной компании.

Торговые сделки с ценными бумагами осуществляются либо путем организации **сессионной торговли**, либо на **биржевом аукционе**. Законную силу имеют только те сделки, которые зарегистрированы на бирже в течение 24 часов.

В зависимости от способа и цели совершения сделок различают: **реальные сделки**, при которых производится непосредственное обслуживание клиентов и передача товара новому владельцу; **срочные сделки** – сделки с отсрочкой оплаты и поставки фондов на определенный период времени и исполнением сделки на согласованных условиях; **кассовые текущие сделки** предусматривают немедленную передачу товара и его оплату по существующей рыночной цене; **спекулятивные сделки** осуществляются биржевыми посредниками и членами биржи с целью получения спекулятивной прибыли, **арбитражные сделки**, при которых одновременно производится купля-продажа ценных бумаг на различных биржах по разной цене с целью получения прибыли за счет курсовой разницы.

**Центром биржевой торговли** служит операционный зал - торговый зал, разбитый на определенные сегменты - "фактории", в которых продаются лоты различных ценных бумаг при посредничестве брокеров зала, конкурентных и соперничающих брокеров, представляющих интересы своих клиентов и имеющих конкретные брокерские места. Так как торги проводятся биржевыми маклерами, которые обычно располагаются по кругу зала, место проведения биржевых торгов еще называют "биржевым кольцом". Торговый зал биржи оборудуется специальными устройствами, облегчающими работу участников торгов, обеспечивающими информационный обмен и связь с клиентами. Электронные табло, компьютерные сети и средства коммуникации, традиционные грифельные доски и другое оборудование являются неперенными атрибутами фондовой биржи, обеспечивающими ее эффективное функционирование и высокий имидж на рынке, делая ее привлекательной для клиентов.

### 2.3. ОРГАНИЗАЦИЯ ВАЛЮТНОЙ БИРЖИ

Основным финансовым институтом организованного валютного рынка является **валютная (форексная) биржа**. Это специальное учреждение, в котором происходят валютные торги для организации сделок купли-продажи иностранных валют.

Биржевой валютный рынок в государстве может функционировать как подразделение Центрального банка или автономно.

Например, до 1992 г. в СССР существовала валютная биржа, которая являлась структурным подразделением Госбанка СССР. На ее базе действовал государственный Центр проведения межбанковских операций. После распада СССР центральная валютная биржа стала полностью самостоятельной и функционирует параллельно с региональными биржами, образуя общенациональную форму организации межбанковского валютного рынка.

Следует отметить, что в большинстве государств с рыночной экономикой валютные биржи являются независимыми самокупаемыми коммерческими институтами, обслуживающими валютно-обменный рынок страны и подчиняющимися законодательству и другим нормативно-правовым актам.

**Целью деятельности валютной биржи** является организация и обслуживание эффективного, постоянно действующего валютного рынка на основе систематизации и регулирования взаимоотношений между его участниками, а также максимизация биржевых доходов и прибыли.

В соответствии с поставленной целью валютная биржа решает следующие задачи:

- создание необходимых условий для регулярного функционирования валютного рынка и обеспечения его равновесного состояния;
- оптимизация, диверсификация и совершенствование всех видов биржевой деятельности для увеличения прибыли и удовлетворения интересов клиентов;
- организация и проведение биржевых торгов, и определение рыночного курса иностранных валют;
- внедрение в биржевую практику современных технических и коммуникационных средств, а также научных методов сбора, обработки и анализа информации о валютном рынке в интересах участников биржи и государства;
- развитие материально-технической и информационной базы биржи и повышение эффективности биржевой деятельности.

На валютной бирже устанавливается **официальная котировка** национальной валюты, то есть определяется ее курс по отношению к иностранным денежным единицам. Текущая котировка валютного курса происходит на основе соотношения между спросом и предложением валюты по межбанковским обменным операциям.

Официальный курс валюты определяется валютной биржей посредством **закртия открытых валютных позиций** через соотношение требований и обязательств по каждому виду валют.

В тех случаях, когда объем спроса выше, чем предложение валюты, возникает **открытая короткая позиция**. Она сопряжена со значительным курсовым риском и требует валютных интервенций, позволяющих уравновесить спрос и предложение валют. Ес-

ли же предложение иностранной валюты превышает спрос, возникает **открытая длинная позиция**, которая может привести к снижению текущего курса иностранной валюты, и биржа скупает излишек валюты для закрытия позиции.

**Членами биржи** могут являться **девизные** банки, субъекты хозяйствования, а также финансовые и нефинансовые организации, имеющие государственную лицензию на право проведения валютных операций.

Лицензия выдается в установленном законодательством порядке на основании заявления претендента и пакета документов, удостоверяющих статус компании, ее экономические и финансовые показатели, данные об уполномоченных лицах и т.д.

Как правило, при выдаче лицензий Центральный банк государства устанавливает лимит на проведение валютных операций данным коммерческим учреждением, чтобы **уменьшить** долю сделок, носящих спекулятивный характер.

Члены биржи приобретают определенные права на участие в торгах, пользование техническими средствами и информационной базой, обязуясь при этом соблюдать установленные правила и положения по проведению торгов, уплачивать членские взносы, выполнять распоряжения **Биржевого совета (биржевого комитета)**.

Этот постоянно действующий орган избирается **Общим собранием** членом биржи для руководства ее текущей деятельностью.

Исполнительный орган - **Правление** во главе с президентом биржи - решает оперативные вопросы, касающиеся организации и проведения биржевых торгов на основе отработанного механизма заключения сделок.

Форексные сделки на валютной бирже заключаются профессионалами:

- **брокерами** (от имени и по поручению клиентов);
  - **дилерами** (за свой счет от своего имени или от имени клиента);
- а также непосредственно **членами биржи**.

Так как валютная биржа - закрытый институт, в биржевых торгах могут принимать участие только ее учредители и компании-члены биржи.

Механизм заключения биржевых валютных сделок включает в себя ряд последовательно выполняемых процедур, упрощенная схема которых показана ниже.

- На основе принятого клиентом решения о продаже или покупке валюты выбирается способ осуществления сделки и доверенное лицо, которому будет поручено провести операцию.
- Участник торгов - доверенное лицо продавца или покупателя - заключает с ним письменное соглашение в виде контракта, в котором оговариваются все условия сделки, права и обязанности сторон.
- Страхование риска участников торгов, заключающих сделки за свой счет, осуществляется биржей, которая требует от клиентов предоставления системы гарантийных взносов и может блокировать необходимые средства на их счетах.
- Для проведения торговой операции клиент подает заявку, в которой указывается сумма и валюта сделки, желательный курс, цель использования (при покупке валюты), данные о расчетном и валютном счетах компании.
- Не позднее, чем за 1 час до начала торгов, требуется подача предварительных заявок на личное или заочное участие в торгах от каждого участника, а также предос-

тавление уточненных сведений о наличии средств на счетах клиентов в обслуживающих их банках, сумме сделок и желательном курсе валюты сделки.

- Приобретенная в результате сделки валюта временно зачисляется на специальный счет в уполномоченном банке, где хранится до востребования ее клиентом, но не более установленного срока хранения, по истечении которого банк может продать валюту на очередных торгах.

Все биржевые сделки оформляются на контрактной основе. Оплата по сделке – **валютирование** - может производиться путем клиринговых расчетов или проводки денежных средств через систему электронных международных и внутригосударственных коммуникаций (**SWIFT**).

Купля-продажа валюты на биржевых торгах обычно проводится в виде **аукциона**. Биржевой маклер, ведущий аукцион, - биржевой аукционист - обязан непрерывно следить за величиной спроса и предложения на иностранную валюту и способствовать установлению эффективной цены каждого лота, выставленного на продажу.

Проводя аукцион, маклер стремится к ускорению биржевого оборота валюты, что способствует максимизации дохода биржи и увеличению его собственных комиссионных.

При проведении биржевых торгов по методу **фиксинга** в заявках участников устанавливается начальный курс валюты согласно зафиксированному курсу предыдущих торгов. Маклер может повышать или понижать его в зависимости от конъюнктуры рынка.

Состояние фиксинга достигается при равенстве количества заявок на продажу и покупку валюты, или тогда, когда удовлетворено максимальное их количество на данный биржевой день. Курсовые маклеры периодически сообщают сведения об объемах спроса и предложения валюты по объявленному курсу вплоть до момента их уравнивания или достижения позиции с максимальным числом удовлетворенных заявок. Равновесный биржевой курс фиксируется и служит основой для проведения будущих торгов.

С целью ускорения достижения состояния фиксинга, маклер корректирует объем спроса и предложения путем повышения или понижения курса иностранной валюты по отношению к курсу национальной, а также изменением объема продаж и покупок, приемом дополнительных заявок от участников торгов, снятием с продажи или добавлением требуемого количества валюты.

Заключенные биржевые сделки еженедельно регистрируются на валютной бирже и оформляются биржевыми свидетельствами, подписываемыми курсовым маклером и участниками торгов. На основании этих свидетельств осуществляются расчеты по биржевым операциям в установленный согласно характеру сделок срок.

Так как валютная биржа осуществляет свою деятельность по организации и регулированию форексного рынка в условиях конкретной общественно-экономической ситуации, значительное влияние на ее эффективность оказывают внешние факторы экономического, политического и социального характера, присущие каждой государственной системе.

Роль, место и значение валютных бирж в развитии финансового рынка определяются также их научно-техническим потенциалом, квалификацией работников и уровнем организационной подготовки к осуществлению всех видов деятельности.

## 2.4. СОВРЕМЕННЫЕ МЕТОДЫ ОРГАНИЗАЦИИ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Совершенствование современных информационных технологий в области финансового рынка сопровождается компьютеризацией всех сфер деятельности на нем. Развитие Интернета (**Internet**) и создание **глобальной сети (World Wide Web)** принесли множество новых возможностей, увеличивающих информативность рынка, расширяющих его свободу и автоматизирующих большинство рутинных операций, неизбежно сопутствующих купле и продаже товарных ресурсов.

В первую очередь компьютеризация затронула сферу взаиморасчетов на финансовом рынке. Удобные, надежные и безопасные расчеты с использованием пластиковых кредитных и дебетных карт производятся с помощью специальных терминалов, проверяющих подлинность и действительность карты, ее идентификацию владельцу, кредитоспособность владельца и состояние его банковского счета.

Аналогичные расчеты могут производиться через Интернет посредством глобальной сети, которая здесь выступает как коммуникационный канал и заменяет телефон, теле-тайп или какое-либо другое средство связи. Быстрота и удобство выполнения расчетных процедур в этой системе, однако, не означают появления принципиально новых форм организации финансового рынка, так как подавляющее большинство сделок осуществляется на биржах с участием посредников и всех прочих элементов традиционного денежно-валютного рынка.

Еще более современными являются схемы расчетов с использованием **Смарт-карт (Smart-card)** – пластиковых карт с вмонтированными в них микросхемами. Такие карты выпускаются банком-эмитентом, вписывающим в микросхему информацию о владельце счета и состоянии его банковского капитала. Взаиморасчеты осуществляются с помощью терминалов, передающих подтвержденные сообщения (**транзакции**) о сумме платежа, а также идентифицирующие данные о покупателе, продавце и эмитенте. **Процессинговый центр** эмитента производит операции по переводу необходимой суммы с **карт-счета** покупателя на счет продавца. Так как весь процесс полностью автоматизирован и банк, как промежуточное звено, фактически выключен из схемы, расчеты покупателя с продавцом происходят моментально.

В отличие от традиционных видов платежей, взаиморасчеты с помощью Смарт-карт позволяют экономить средства на транспортные перевозки и обслуживание денежного оборота, но также не меняют сути традиционного биржевого рынка.

Дальнейшее развитие Интернета привело к появлению **электронной коммерции (e-Commerce, e-Business)**. Она позволяет создать принципиально новый финансовый рынок, на котором фактически отсутствует конкуренция, ценовое давление, территориальные границы и бюрократические структуры. С помощью **онлайн-технологий** (on-line – текущая информация), внедряя системы электронной коммерции на финансовом рынке, можно проводить и совершенствовать любые финансовые операции с минимальными затратами труда и энергии, не выходя из дома или не покидая своего рабочего места. Это дает возможность банкам расширить свою клиентуру и снизить расходы на обслуживание каждого клиента. Активность индивидуальных инвесторов также возрастает, так как, обладая новейшей информацией о конъюнктуре рынка, они могут



незамедлительно послать со своего компьютера заявку на куплю–продажу любого финансового товара.

Для внедрения систем электронной коммерции в деятельность финансового рынка необходимо наличие соответствующей законодательной базы, высококачественных коммуникаций, совершенных технологий, профессиональных работников, владеющих глубокими теоретическими знаниями в области компьютерных технологий и изучивших опыты их применения на развитых финансовых рынках передовых стран.

Следует также помнить о том, что использование современных информационных систем в финансовой сфере сопряжено с серьезными рисками, связанными как с технической стороной используемого оборудования и самой сети, так и с возможностью перехвата и фальсификации конфиденциальной коммерческой информации путем виртуального проникновения на Интернет–сервер посторонних лиц. Для снижения этих рисков требуется комплексная система технических, организационных и юридических мер, а также создание соответствующих средств защиты и специальной инфраструктуры. Специалисты практически всех стран – участниц мирового финансового рынка постоянно работают над новыми концепциями создания интегрированных, технически совершенных, надежных и безопасных систем электронной коммерции, охватывающих все сферы жизнедеятельности государств.

Уже в 60-е годы в Европе и Америке проводились исследования, направленные на разработку научных основ и стандартов обмена коммерческой информацией на базе существовавшей в то время компьютерной техники. В 1968 году появились первые системы “электронной коммерции” в системе обслуживания авиационного, железнодорожного и автомобильного транспорта<sup>1</sup>.

На мировом рынке стали использоваться два стандарта: единый стандарт обмена информацией между организациями американского образца (**EDI**) и европейский набор стандартов для международной торговли (**Tradacoms**).

Существование двух различных тенденций в развитии информационных технологий тормозило их внедрение на финансовом рынке, на котором весьма настойчиво проявлялись интеграционные тенденции. Поэтому стандарты начали объединяться, совершенствоваться, что в конце 90-х годов XX-го века привело к бурному росту Глобальной сети и появлению электронной коммерции, основанной на почтовых стандартах **Internet /SMTP - MIME/**.

Электронная коммерция постепенно сформировалась в отдельную отрасль, состоящую из нескольких секторов. Сектор **“бизнес-бизнес”** охватил отношения между предприятиями; сектор розничной торговли включил в себя виртуальные магазины и **Internet-shopping**; сектор **“бизнес-администрация”** автоматизировал самые разнообразные финансовые отношения между корпорациями и государством; сектор **“потребитель-администрация”** позволил осуществлять уплату налогов населением и выплату ему социальных пособий через сеть Интернет.

Важнейшим элементом электронной коммерции явился **финансовый сектор**. В него вошли **Интернет–банкинг**, предназначенный для проведения расчетов между банками и клиентами через Глобальную сеть; **Интернет-страхование**, проводящий все процеду-

ры по электронному страхованию клиентов, и **Интернет-трейдинг**, позволяющий своим пользователям принимать виртуальное участие в операциях на рынке ценных бумаг.

Распространение Интернет-трейдинга способствовало значительной активизации инвестиционных процессов, так как многих потенциальных инвесторов привлекала возможность напрямую, без посредников, связаться с операционными центрами финансовых рынков и оперативно провести желаемые операции. При этом, что немаловажно, экономятся затраты на их проведение, не нужны расходы на оплату услуг брокера, можно практически бесплатно получить оперативную информацию и принять правильное инвестиционное решение.

Представляют интерес для участников финансового рынка и такие информационные продукты, как Интернет-сервер биржи в комплексе с удаленными информационными терминалами, которые позволяют оперативно следить за складывающейся на рынке ситуацией, отслеживать направления изменения котировочных курсов, производить их анализ и своевременно воздействовать на конъюнктуру рынка. Использование этих средств способствует повышению информационной прозрачности финансового рынка в тех странах, где доступ на фондовые и валютные биржи ограничен. Появляются также практически неограниченные возможности сотрудничества с финансовыми рынками других стран.

Интернет-технологии на финансовом рынке способствовали быстрому развитию кредитных платежных систем с передачей информации об использовании ресурсов кредитной карточки через сеть на основе стандарта **SET (Secure Electronic Transaction)**. Данный стандарт предусматривает конкретные программы, обеспечивающие высокую надежность платежей, конфиденциальность и практическую мгновенность проведения всех клиринговых операций между банками, даже трансконтинентальных.

Неоспоримые преимущества современных информационных технологий в последнее десятилетие реализованы и на финансовых рынках государств СНГ. В 1996 году была открыта первая российская система брокерского обслуживания через Глобальную сеть Интернета – Интернет-брокер. В 1998 году появилась система "Домашний банк", позволяющая управлять через сеть банковскими счетами, а в 1999 году начали проводиться страховые операции на основе Интернета.

Создана и достаточно стабильно функционирует электронная биржевая торговая система на Белорусской валютно-фондовой бирже, повышая надежность, ликвидность и технический уровень национального финансового рынка. В последние годы на белорусском финансовом рынке быстрыми темпами стали развиваться современные банковские технологии, такие, например, как SMS-Банкинг. Данная система позволяет клиенту управлять своим банковским карт-счетом посредством SMS-сообщений, производить оплату за услуги мобильной связи, получать нужную информацию. Такие услуги предоставляются всем абонентам – физическим лицам, являющимся держателями пластиковых карточек банка.

Однако следует отметить, что достаточно сложная экономическая ситуация в России, Беларуси и других странах бывшего СССР тормозит развитие систем электронной коммерции. Существует также традиционное недоверие потенциальных клиентов к электронным платежным инструментам и системам и онлайн-технологиям. Тем не менее, крупные белорусские банки, в частности АСБ «Беларусбанк» достаточно успешно

проводит работу по популяризации преимуществ используемых во всем современном мире электронных методов обслуживания клиентов.

Так, владельцы карточек **Maestro** и **VISA Elektron**, входящих в международные системы **MasterCard International** и **Visa International**, имеют возможность оперативно получать наличные деньги через сеть отделений банков и систему банкоматов, оплачивать по всей территории Республики Беларусь приобретение товаров, коммунально-бытовых услуг, услуг операторов сотовой связи и Интернет-провайдеров в безналичном порядке непосредственно со своего счета. Кроме того, система Интернет-банкинг позволяет клиентам по согласованию с банком пользоваться ежемесячным кредитным лимитом в виде овердрафта, получать достоверную информацию в инфокиосках банка о предоставляемых услугах, валютных курсах, процентных ставках и т.п.

Используемые в данной системе банковские пластиковые карточки имеют повышенную степень защиты от подделок и мошенничества и высокий уровень сервиса, поэтому пользуются популярностью среди большинства населения Республики Беларусь. По желанию клиента банк может выпустить карточки на имя любого члена семьи, обеспечив ему доступ к определенному счету. В то же время владелец счета может ограничивать расходование средств путем установки лимитов, что также создает дополнительные удобства. Юридическим лицам – предприятиям, учреждениям, корпорациям – на рынке кредита предлагаются корпоративные платежные карточки **EUROCARD / MASTERCARD BUSINESS** международной платежной системы **MasterCard International**. Предприятие-держатель карточки имеет круглосуточный доступ к карт-счету фирмы через сеть банкоматов и может производить расчеты за товары, услуги и прочие расходы работников в сервисных пунктах банка в различных странах. К одному карт-счету может быть выдано несколько корпоративных карточек, что избавит предприятие от необходимости выдавать работникам наличные средства на командировочные расходы и другие нужды.

Получение ежемесячных выписок, содержащих информацию о местах и суммах расходования средств работниками предприятия, облегчает проведение финансово-экономического анализа и финансового планирования. Уполномоченные работники предприятия могут ограничивать расходование средств с карт-счета путем установления гибкой системы лимитов.

Клиенты банка могут также воспользоваться электронной платежной системой «Клиент-Банк», которая значительно облегчает и ускоряет осуществление банковских переводов и других операций в национальной или иностранной валюте. Не выходя из дома, клиент может оперативно работать с банком, получать информацию о состоянии своих банковских счетов, о картотеке платежей, ожидающих акцепта, о неоплаченных в срок платежах, о курсах валют и т.д. Переписка с банком, заявки на покупку или продажу валюты, передача списков на получение заработной платы и другая информация передается клиентом банку через электронную систему оперативно и конфиденциально, что имеет большое значение для распространения «безлюдных» банковских технологий и диверсификации спектра оказываемых банками услуг.

Специалисты финансового рынка и ученые, изучающие всемирный опыт развития онлайн-технологий и электронной коммерции, считают, что в ближайшем будущем такие системы станут играть ведущую роль во всех сферах экономики наших стран, постепенно вытесняя традиционные биржевые формы организации финансового рынка.

## 2.5. ВОПРОСЫ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ

1. Назовите особенности биржевого рынка и его основные отличия от внебиржевых операций на финансовом рынке.
2. Каковы цели, задачи и критерии эффективности биржевой деятельности?
3. Охарактеризуйте виды бирж, их функции и значение в экономике.
4. Назовите элементы экономического механизма фондовой биржи.
5. Перечислите основных субъектов биржевой деятельности.
6. Какие виды сделок осуществляются на фондовой бирже?
7. Какова роль валютной биржи в экономическом механизме финансового рынка?
8. Раскройте основные цели и задачи валютной биржи и дайте характеристику участникам биржевых валютных сделок.
9. Опишите механизм заключения биржевых валютных сделок.
10. Что такое «фиксинг»?
11. Перечислите факторы эффективности работы валютной биржи.
12. Опишите основные этапы развития Интернет - технологий в сфере бизнеса и финансов.
13. Какие преимущества имеют современные информационные технологии и системы электронной коммерции перед традиционным биржевым рынком?
14. Назовите основные элементы системы электронной коммерции.

## 2.6. ЗАДАЧИ И СИТУАЦИИ К ГЛАВЕ 2

**ЗАДАЧА 1.** Определить рыночную стоимость ценной бумаги номиналом 2000 долларов США, если годовой доход по ней составляет 300 долларов, а средний учетный процент на финансовом рынке равен 9 % годовых. Чему равна учредительская прибыль, полученная эмитентом при продаже ценной бумаги на первичном рынке?

**ЗАДАЧА 2.** Определить текущую цену акций компании по методу фиксинга, если поступившие на фондовую биржу заявки относительно ценных бумаг данной компании распределились, как представлено в таблице 2.1. Определить тип открытой позиции и предложить меры по ее закрытию.

Таблица 2.1 – Биржевая сводка

Заявки на покупку	Цена, \$	Заявки на продажу	Заявки на покупку	Цена, \$	Заявки на продажу
-	Менее 545	40	60	548	70
80	545	50	40	549	50
70	546	30	30	550	30
50	547	50	70	Более 550	-

**ЗАДАЧА 3.** Определить годовой доход по 10–летней доходной облигации номиналом 3000 \$ США, если купонная ставка к ней составляет 11 %. Какой доход получит владелец за весь срок владения облигацией?

**ЗАДАЧА 4.** Годовой дивиденд по акции выплачен в сумме 75 тыс. рублей. Определить ставку дивиденда, если номинал акции равен 1 500 тыс. рублей.

**ЗАДАЧА 5.** Цена акции составляет 2000 рублей, а годовая чистая прибыль корпорации, приходящаяся на одну акцию, равна 180 рублей. Определить, за сколько лет номинально окупятся финансовые инвестиции в акции данной корпорации, если вся прибыль будет выплачиваться в виде дивидендов.

## 2.7. ОСНОВНАЯ ЛИТЕРАТУРА К 1-й ЧАСТИ ПОСОБИЯ

1. Авдокушин Е.Ф. Международные экономические отношения. – М., 1996.
2. Биржевая деятельность. / Под ред. Грязновой А.Г., Корнеевой Р.В., Галанова В.А. – М., 1995.
3. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. – М., 1998.
4. Воловик А.М., Голда З.К. Основы биржевой деятельности. – М., 1994.
5. Гастон Дефоссе. Фондовая биржа и биржевые операции. – М., 1992.
6. Деньги, кредит, банки. / Под ред. Кравцовой Г.И. – Мн., 1997.
7. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. / Под ред. Красвиной Л.Н. – М., 1994.
8. Первозванский А.А., Первозванская Г.Н. Финансовый рынок: расчет и риск. – М., 1994.
9. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты. / Под ред. Торкановского В.С. – С.-Пт., 1994.
10. Семенов К.А. Международные валютные и финансовые отношения. – М., 1999.
11. Теория финансов. / Под ред. Заяц Н.Е., Фисенко М.К. – Мн., 1997.
12. Шипилов Д., Крюков В., Травников Ю. Электронная коммерция. О финансах без романсов. – “Подводная лодка”, № 5, 2000.

**Примечание:** Ссылки в тексте 1-й и 2-й глав даны применительно к общему списку рекомендуемой литературы, приведенному в конце учебного пособия.

## ЧАСТЬ 2

# ВАЛЮТНЫЕ ОТНОШЕНИЯ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

## ГЛАВА 3. РЫНОК КАССОВЫХ ОПЕРАЦИЙ С ВАЛЮТОЙ

### 3.1. ОСНОВЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ВАЛЮТНОГО РЫНКА

#### 3.1.1 Значение валютных отношений в мировой экономике

Развитие международных экономических отношений привело к созданию мирового рынка и укреплению на его основе политических, финансовых и социальных связей между государствами. Денежные взаиморасчеты, сопровождающие внешнеторговые операции, межгосударственный обмен товарами и услугами, трансформировались в совокупность валютных отношений - важнейший элемент валютной системы мировой экономики.

Мировая валютная система основана на взаимодействии национальных валютных систем отдельных государств. Поэтому уровень развития валютной системы государства имеет большое значение не только в национальной, но и в международной экономике, способствуя мировому экономическому росту, или, наоборот, тормозя его.

**Валютная система страны** выполняет следующие функции:

- создание условий для расширения экономической самостоятельности государства и укрепления связей с другими странами;
- регулирование процесса перераспределения экономических ресурсов между субъектами внутренней, национальной и мировой экономики;
- установление благоприятного режима для успешного функционирования национального валютного рынка и его интернационализации;
- упорядочение системы взаимных расчетов между хозяйствующими субъектами внутри страны и за ее пределами;
- повышение степени конвертируемости и обратимости национальной валюты;
- создание валютных резервов и обеспечение валютной ликвидности в стране;
- обслуживание и регулирование внутренних и международных валютных отношений и другие функции.

Современная мировая валютная система состоит из нескольких **валютных блоков**, отличающихся друг от друга характером наиболее часто используемого для взаимных

расчетов платежного инструмента – **опорной валюты**. Государство, валюта которого играет роль опорной валюты, обычно возглавляет валютный блок. Другие страны, входящие в группировку, используют эту валюту как резервную, поддерживая курс национальных денежных единиц по отношению к ней на требуемом уровне. В качестве примеров можно привести валютные блоки, использующие в своем обороте преимущественно доллары США, фунты стерлингов Великобритании, французские франки и некоторые другие виды валют.

Интернационализация европейской экономики и интеграция государств оказывают значительное влияние на развитие валютных отношений между ними и формирование государственной валютной политики. Национальные валютные рынки нуждаются в текущем оперативном регулировании, которое осуществляется Центральными банками государств, Министерствами финансов, органами валютного контроля.

В то же время участие большинства стран в международных союзах и соглашениях способствует созданию и совершенствованию рыночного механизма, управляющего структурными изменениями на мировом уровне.

В национальную валютную систему входят следующие элементы:

- **национальная валюта** в обращении, на счетах в банках, а также валютные ценности государства;
- **режим курса национальной валюты**;
- **характер курсообразования и условия обратимости** валюты;
- **паритет покупательной способности** национальной денежной единицы по отношению к валютам других стран;
- **наличие и характер государственных ограничений** на национальном и региональных валютных рынках;
- **способы внутреннего управления** системой внешнеэкономических расчетов и международной валютной ликвидностью страны;
- **национальные институты и органы**, регулирующие валютные отношения.

Валютная система оказывает значительное влияние на общее состояние экономики государства, так как движение инвестиционных ресурсов, формирование государственного бюджета, платежный баланс страны, ее место в международной системе разделения труда тесно связаны с обратимостью национальной валюты, валютными курсами и их тенденциями.

Для целенаправленного воздействия на валютные отношения правительством каждой страны разрабатывается и проводится в жизнь государственная валютная политика. Она включает в себя меры, направленные как на повседневное оперативное регулирование конъюнктуры денежно-валютного рынка, так и на осуществление долгосрочных структурных изменений в межнациональных потоках капитала посредством участия представителей страны в работе различных конгрессов, ассоциаций, союзов и соглашений на мировом уровне.

При этом эволюция внутренних и международных валютных отношений неизбежно сопровождается развитием валютного рынка как способа и фактора их реализации.

### 3.1.2. Валютные рынки, их разновидности и особенности

Национальный рынок иностранных валют, или **валютный (форексный) рынок**, представляет собой особую сферу финансовой деятельности, связанную с организованной формой купли-продажи иностранных валют, денежно-валютных ценностей, других платежных документов, а также ценных бумаг, стоимость которых выражена в иностранной валюте.

Развитию валютного рынка в Республике Беларусь и других странах способствуют многие причины.

В первую очередь к ним следует отнести:

- углубление международных экономических связей;
- интеграция и дифференциация внешнеэкономической деятельности;
- появление транснациональных и международных корпораций и компаний;
- создание холдингов и конгломератов, осуществляющих свою деятельность в самых отдаленных регионах;
- достижения научно-технического прогресса в области информационных технологий, коммуникаций и связи.

На мировом рынке в настоящее время действуют разнообразные валютные рынки, классификация которых производится на основе следующих факторов:

**по масштабу валютных операций:**

- **национальный валютный рынок** - это такой рынок, на котором хозяйствующие субъекты производят торговые операции с иностранной валютой;
- **региональный валютный рынок** – вид рынка, создаваемого, главным образом, для обслуживания отдельных регионов, например Еврорынок иностранных валют;
- **международный валютный рынок**, на котором реализуется система валютных отношений между отдельными государствами, промышленными и финансовыми корпорациями различных стран, а также резидентами и нерезидентами.

На международные валютные рынки страна выходит в тех ситуациях, когда внутренний рынок не в состоянии сбалансировать спрос и предложение какой-либо валюты и закрыть открытые валютные позиции внутри национального рынка;

**по типу производимых операций:**

- **розничный валютный рынок** – предназначен для проведения мелких торговых операций с иностранной валютой и ценными бумагами, выполняющими функции аналогичного платежного инструмента;
- **оптовый рынок** - на нем осуществляются крупные валютные операции между коммерческими и Государственными банками, национальными, транснациональными компаниями и другими участниками внешнеэкономической деятельности.

Сделки на оптовом валютном рынке заключаются с целью выравнивания открытых позиций национальных рынков, хеджирования финансовых рисков, проведения крупномасштабных валютных спекуляций. Экспортеры на оптовом рынке производят конвертирование полученной валютной выручки в национальные денежные единицы, импортеры стремятся приобрести необходимую им для закупок по импорту иностранную валюту, правительство осуществляет операции, связанные с созданием валютных резервов, обслуживанием государственного долга и т.п.



**в зависимости от порядка регулирования торговых операций:**

- **свободный рынок** - это вид рынка, регулирование которого осуществляется только с помощью рыночного механизма. Здесь формируется равновесная цена валюты на основе установления соответствия между объемом спроса и предложения;

- **регулируемый рынок** - ограниченный валютный рынок, состояние которого регулируется с помощью методов прямого и косвенного воздействия, применяемых от лица государства и по его поручению уполномоченными на это институтами: Государственным банком, Министерством финансов, законодательными и исполнительными органами власти;

**в зависимости от режима валютного курса:**

- **валютные рынки с одним плавающим режимом** – рынки, на которых курс валют устанавливается согласно текущему соотношению между спросом и предложением и зависит только от рыночной конъюнктуры;

- **валютные рынки с двойным режимом** предусматривают осуществление торговых операций с валютой по двум курсам: официальному курсу, который обычно бывает фиксированным в течение определенного периода времени, и рыночному - плавающему, изменяющемуся под воздействием спроса и предложения валют;

- **валютные рынки с множественными курсами**, использующие несколько официальных (регулируемых) и неофициальных (плавающих) курсов валюты;

**в зависимости от механизма торговли:**

- **биржевой рынок** - постоянно действующий в крупных финансово-промышленных центрах организационно оформленный валютный рынок, торговые операции которого производятся на валютных биржах и обслуживаются учреждениями биржевой инфраструктуры;

- **внебиржевой рынок** - это рынок, на котором осуществляются межбанковские валютные операции непосредственно между контрагентами сделок. В них участвуют корреспондирующие банки и другие уполномоченные институты без посредничества валютных бирж;

- **уличный - "черный" рынок**, стихийно возникающий для проведения нелегальных валютных операций в государствах с жесткими ограничениями официального рынка и недоступностью его для большинства хозяйствующих субъектов и частных лиц. Криминальная купля-продажа иностранной валюты на "черных" рынках преследуется законом, так как наносит экономический вред государству;

- **"серый" валютный рынок** - создается отдельными банками, которые осуществляют торговые операции, кроме основных видов иностранных валют, с некоторыми дополнительными валютами, имеющими спрос в данном регионе.

На начальном этапе своего развития валютные рынки предназначались для обслуживания международных коммерческих операций, государственных расчетов, иностранного туризма и носили второстепенный характер в мировой экономике. К концу XX-го века поле их деятельности значительно расширилось.

Современные валютные рынки выполняют в государстве ряд функций.

- Обеспечение обратимости национальной валюты с целью использования ее в международных расчетах и внешнеэкономической деятельности.

- Формирование рыночного курса национальной валюты и поддержание его равновесного состояния.
- Уменьшение валютных, процентных и других финансовых рисков на основе их страхования, укрепления правопорядка и законности на рынке, хеджирования риска между участниками сделок.
- Укрепление системы безналичных расчетов резидентов различных стран посредством использования международных клиринговых валют и условных денежных единиц.
- Обслуживание международных кредитных операций и формирование межнациональных инвестиционных потоков.
- Создание диверсифицированного резервного фонда валюты в стране.
- Проведение целенаправленной государственной валютной политики.
- Стимулирование развития внешней торговли.

Участниками валютного рынка могут являться транснациональные и международные банковские конгломераты вместе с сетью дочерних фирм; уполномоченные на проведение валютных операций девизные учреждения, а также крупные коммерческие банки, Центральные государственные банки, брокерские и дилерские фирмы, торгово-промышленные корпорации, портфельные менеджеры и другие субъекты.

Постоянно действующим институтом валютного рынка является **валютная биржа**, организующая регулярное проведение торгов иностранной валютой и ценными бумагами в инвалюте. Получаемую при этом прибыль, а также комиссионное вознаграждение от участников торгов биржа использует для возмещения своих затрат, технического оснащения деятельности и дальнейшего ее развития.

Большая часть биржевых сделок, как было сказано в разделе 2.3, реализуется на основе **аукционной продажи** валют по **лотовому принципу**. Каждая партия валюты может быть продана по своему индивидуальному курсу, зависящему от конкретного соотношения между спросом и предложением.

На основе учета цен и объемов проданных лотов в конце биржевого дня определяется **средневзвешенный курс валют**.

Равновесная цена валюты может устанавливаться также путем фиксации того уровня, при котором закрывается максимальное число открытых позиций на бирже. Эта цена называется "фиксингом" и является основой для котировки текущего валютного курса, обязательного для заключения сделок и валютирования.

На биржевом валютном рынке могут выполняться как торговые, так и спекулятивные операции, характер которых зависит от условий контракта, заключаемого их участниками. Основные отличия между сделками определяются способами и сроками передачи валюты–товара и осуществления платежей.

В зависимости от срока реализации контракта различают:

- **наличные кассовые сделки** – торговые сделки оперативного характера, которые сопровождаются немедленной передачей валюты-товара от продавца покупателю и оплатой покупателем сделки, как правило, в наличной форме через кассу;
- **срочные валютные операции** - сделки, исполнение которых предусматривается спустя определенный период времени.

Рассмотрим далее особенности каждого вида валютных сделок.

## 3.2. КАССОВЫЕ ВАЛЮТНЫЕ СДЕЛКИ

### 3.2.1. Сущность и значение наличных операций с валютой

**Наличные операции с валютой** получили на международном финансовом рынке название “сделок СПОТ” - от словосочетаний “SPOT RATE” – **немедленно оплачиваемый**, “SPOT TRANSACTION” – **операции с немедленной оплатой**.

В отечественной практике наиболее распространены термины: **кассовые сделки, текущие сделки**. Текущие кассовые операции купли-продажи валюты производятся по согласованному курсу на условиях оперативной поставки валюты–товара и незамедлительного валютирования, то есть его оплаты.

Перевод валют на счета участников операции должен осуществляться в течение двух – трех биржевых (банковских) дней с момента заключения сделки. При этом важным условием является одновременное, то есть “**день в день**”, выполнение платежей обоими участниками сделок.

Сделки СПОТ, как и любые финансовые операции, сопряжены с определенным **риском**. Платежные системы различных стран имеют свои специфические особенности, а разные часовые пояса оказывают влияние на сроки платежей. Риск несвоевременного выполнения взаимных обязательств участниками сделок, обусловленный территориальными, климатическими, организационными и другими причинами, может привести к опозданию валютирования и значительным денежным потерям вследствие этого.

В то же время иногда даже допустимые задержки в сроках оплаты кассовых сделок дают возможность их участникам получать дополнительную прибыль в результате благоприятного для них изменения цен на валюты сделки. Поэтому часть СПОТ - сделок на валютном рынке осуществляется с целью получения спекулятивной прибыли вследствие игры на курсовой разнице в моменты продажи валюты и поступления выручки.

В этой связи весьма важным условием эффективности наличных сделок является учет и прогнозирование тенденций и характера изменения валютных курсов по валютам товарного и платежного инструмента. Такой учет ведется на основе современных методов анализа валютного рынка и будет рассмотрен в разделе 3.2.4.

Например, при выявлении тенденции к понижению курса национальной валюты, играющей в сделке роль платежного средства, импортер, которому нужна иностранная валюта для закупки товара за границей, старается как можно быстрее произвести оплату по валютной сделке, чтобы не понести дополнительных потерь из-за повышения ее цены на национальном валютном рынке.

И, наоборот, экспортер, продающий иностранную валюту, полученную им в результате внешнеторговых операций, стремится затянуть сроки валютирования с целью получения дополнительной прибыли на росте ее курса. Если курс национальной валюты на внутреннем рынке растет, а иностранная валюта дешевеет, поведение экспортеров и импортеров прямо противоположное.

Значительная часть валютных сделок на рынке СПОТ производится для получения прибыли на разнице курсов продажи и покупки валют, называемой на мировом рынке **спрэдом (SPREAD)**. Валютные спекуляции на спрэдах распространены на всех видах валютных рынков: биржевом, межбанковском, уличном. Наличие разницы между ценой

продажи и ценой покупки валюты на кассовом валютном рынке привлекает покупателей и продавцов валют и лежит в основе механизма образования биржевой прибыли (см. раздел 3.2.3).

Маклеров валютной биржи, проводящих торги, принимающих заказы на покупку и продажу валюты, принято называть **форексными трейдерами**. Трейдеры, объявляя курс покупки и курс продажи валют, как бы создают условия для валютных спекуляций, поэтому их еще называют **market maker** - "создающие рынок". Важнейшая их роль на валютной бирже заключается также в установлении равновесия спроса и предложения на валюту путем закрытия **валютных позиций**, характеризующихся несовпадением количества требований и обязательств участников торгов

Как было сказано выше, на валютном рынке в разные моменты времени могут возникнуть различные **типы открытых позиций**:

- **открытые короткие валютные позиции**, при которых объем спроса на валюту превышает объем предложения, то есть существует дефицит валюты;
- **открытые длинные валютные позиции**, характеризующиеся превышением заявленного объема продаж над объемом покупок той или иной валюты.

Регулирование конъюнктуры валютного рынка и открытых позиций производится форексными трейдерами с помощью целого ряда различных специфических действий, основные из которых будут рассмотрены ниже.

Заключение сделок СПОТ предполагает выполнение следующих процедур: выбор желаемой валюты сделки; определение фиксированных курсов покупки и продажи валюты; согласование суммы сделки и валютирования.

Биржевой механизм наличных валютных сделок был подробно описан во 2-й главе учебного пособия.

В основе валютных СПОТ - сделок лежат следующие принципы: немедленная наличная передача товара от продавца покупателю; одновременное перечисление (проводка) валют обоими участниками сделки; доступность информации о курсах валют на бирже для всех ее членов, а также дилеров других валютных бирж по их запросам; оптимальное курсообразование, учитывающее внутренние и ситуационные факторы, требования рыночного механизма и внешней среды; своевременное документальное оформление сделок для повышения степени их надежности и снижения рисков участников операций; возможность заключения на текущем валютном рынке как двухсторонних, так и многосторонних сделок с различными валютами, в ходе которых производится неоднократная их конвертация.

### 3.2.2. Валютный курс и его регулирование

**Валютным, или обменным, курсом** называется способность одних денежных единиц, например национальной валюты, обмениваться на определенное количество других денежных единиц – иностранную валюту.

Валютный курс является важнейшим элементом денежной системы любого государства и определяется на основе **паритета покупательной способности валют (ППС)**.

При установлении ППС обычно сопоставляется стоимость определенного набора товаров и услуг, составляющих **потребительскую корзину**, которая оценивается в денежных единицах различных стран.

Номенклатура товаров и услуг, входящих в потребительскую корзину, весьма обширна, к тому же она не одинакова в разных государствах. Поэтому данный метод определения валютных курсов достаточно трудоемкий и применяется редко. В настоящее время валютные курсы определяются на основе **валютной корзины**. Она представляет собой набор валют, который используется при котировке иностранной валюты. Этот способ применяется, например, при определении курса международных денежных единиц – СДР, ЕВРО, и был рассмотрен в 1-й главе (раздел 1.3.2).

Установление текущих валютных курсов обычно происходит с учетом соотношения между объемами спроса и предложения валют на национальном и мировом валютных рынках. Обменные курсы национальной валюты имеют большое значение в экономике любого государства и регулируются Центральными банками и международными финансовыми организациями.

В валютных курсах отражаются особенности внутренней экономической и политической ситуации, меры государственного регулирования национальной экономики и способности ее взаимодействия с мировым рынком. Покупательная способность (вес валюты) складывается под воздействием внутренних факторов, присущих данному государству, а соизмерение веса валют происходит на международном уровне.

Развитие международных экономических отношений способствует выравниванию внутренних и мировых цен, то есть **паритету покупательной способности валют**. Он приводит к созданию **внешней (мировой) стоимости** валют на основе соизмерения **внутренних национальных стоимостей** денежных единиц разных стран. При этом определяется их покупательная способность и устанавливается обменный курс. Современные средства связи, например спутниковая и компьютерная связь, позволяют осуществлять непрерывный процесс обмена информацией о величине и динамике валютных курсов на валютных биржах.

Движение валютных курсов представляет собой удешевление или удорожание национальной валюты по отношению к какой-либо иностранной и отражает общее состояние экономики страны. Государство имеет возможность влиять на динамику обменных курсов при помощи значительного арсенала прямых и косвенных мер воздействия.

Одной из важнейших задач макроэкономического регулирования является обеспечение стабильности обменного курса национальной валюты, так как различные изменения его непосредственно воздействуют на субъекты хозяйствования, вызывая при этом положительный или отрицательный эффект.

Обязательным элементом общей экономической политики государства являются меры по контролю и регулированию валютного курса. С одной стороны, это экономические рычаги, направленные на снижение уровня инфляции и позволяющие стабилизировать курс национальной валюты косвенным методом. С другой стороны, Центральные банки государств широко пользуются прямыми способами регулирования в виде **валютных интервенций и учетно-кредитной политики**, которые являются директивными методами и дают быстрый эффект.

Осуществление **валютных интервенций** производится с целью регулирования конъюнктуры валютного рынка путем продажи или покупки крупных партий национальной валюты на внешних рынках или иностранной валюты на внутреннем рынке. При дополнительной продаже валюты ее курс снижается вследствие увеличения предложения, скупка же валюты, напротив, ведет к увеличению объема спроса, и, как следствие, к росту обменного курса.

Валютные интервенции на внутреннем финансовом рынке обычно проводятся на базе опорных свободно конвертируемых иностранных валют, что непосредственно влияет на внутренний курс национальных денег. В качестве опорной валюты выступают наиболее стабильные денежные единицы третьих стран, в меньшей степени подверженные воздействию инфляции и преимущественно используемые для обслуживания внешнеэкономического оборота и создания государственного резерва.

Большое значение в регулировании валютного курса имеет **дисконтная политика государства**, направленная на изменение величины учетного процента. Следует отметить, что рост учетной ставки приводит к уменьшению кредитных ресурсов и одновременному повышению суммы вкладов в национальной валюте. Соответственно падает спрос на иностранную валюту при повышении его на национальные деньги, и растет обменный курс национальных денежных единиц. Уменьшение же ставки учетного процента, напротив, ведет к падению их курса.

Некоторые государства осуществляют прямое **законодательное регулирование** валютного курса, проводя **политику девальвации** – снижения курса национальной валюты, или **ревальвации** – повышения обменного курса валюты, путем принятия соответствующих законов и подзаконных актов. Следует отметить, что законодательная девальвация негативно сказывается на состоянии экономики государства. Она приводит к сокращению объема экспорта и уменьшению выручки в национальной валюте. Однако импортеры, а также и кредиторы, предоставляющие капитал иностранным заемщикам, получают при этом дополнительную прибыль.

К методам прямого воздействия можно отнести также **выдачу государственных лицензий** на проведение операций по купле–продаже иностранной валюты. Это позволяет ограничить валютный обмен на территории страны, для которой предусмотрена процедура **внутреннего лицензирования**. **Генеральные лицензии** дают право на проведение валютных сделок как внутри государства, так и за его пределами. Государственная политика в области регулирования валютного курса может быть направлена на создание ограниченного режима обратимости национальной валюты или, напротив, на его либерализацию.

**Конвертируемость, или обратимость, валюты** характеризует возможность свободного обмена национальных денежных единиц на любую иностранную валюту без прямого вмешательства государства. Значение конвертируемости для развития национальной и мировой экономики очень велико.

Благодаря свойству обратимости валют обеспечивается свободное движение товарно-денежных потоков в масштабах мирового рынка, стираются национальные границы и нейтрализуется территориальная и экономическая обособленность различных государств, усиливаются интеграционные тенденции. Экспортеры получают возможность свободно обменивать полученную выручку на собственную валюту, что способствует

привлечению иностранного капитала и поддержанию постоянного оборота денежных средств. Импортеры приобретают на внутреннем валютном рынке столько иностранной валюты, сколько им необходимо для осуществления коммерческой деятельности, а это является стимулом для увеличения оборота. Через механизм конвертирования осуществляется свободный обмен валют, способствующий развитию внешнеэкономической деятельности, свободе конкуренции и научно-техническому прогрессу, совершенствованию системы разделения труда.

Понятие конвертируемости противоположно по своей сущности и содержанию понятию валютных ограничений.

**Под валютными ограничениями** подразумевают конкретные меры, применяемые государством и его официальными органами с целью сужения рамок и уменьшения масштабов валютных операций в стране. Ограничения, как законодательные, так и административные, входят в систему валютного контроля государства. Крайней мерой административного воздействия на движение валюты является официальное запрещение субъектам хозяйствования свободно распоряжаться валютными счетами, которое называется **блокированием**.

Валютные ограничения могут распространяться на различные сферы деятельности, например, на текущие расчеты по торговым и некоммерческим сделкам, на финансовые операции, движение ссудных капиталов и некоторые другие взаимоотношения между субъектами разных стран. Правительство принимает валютные ограничения для того, чтобы выровнять платежный баланс страны, поддержать стабильность курса национальной валюты, создать валютные резервы и сконцентрировать валютные ценности в руках государства. Валютные ограничения непосредственно влияют на конвертируемость национальной валюты. Степень обратимости ее тем выше, чем менее интенсивно вмешивается государство в процедуры валютного обмена.

В зависимости от характера ограничений на проведение валютных операций различают три разновидности валют:

- **частично конвертируемая валюта**, которая может обладать признаками внешней либо внутренней обратимости.

Внутренняя обратимость предполагает разрешение на проведение обменных валютных операций по действующему курсу для юридических и физических лиц данного государства и его резидентов с целью осуществления взаиморасчетов с иностранными партнерами по бизнесу. Внешняя обратимость предоставляет свободу обмена валюты только для иностранных субъектов (нерезидентов). Частичная конвертируемость может быть основана также на наличии государственных ограничений по отдельным операциям, по некоторым валютам или видам международного экономического оборота. В настоящее время определенные ограничения на движение валютных инвестиционных ресурсов, иностранного капитала, кредитов и т.д. существуют даже в некоторых экономически развитых государствах, например Франции, Италии и некоторых других;

- **свободно конвертируемая валюта (СКВ)** - валюта, обладающая полной внутренней и внешней свободой ее обмена на любую иностранную валюту, то есть полной обратимостью.

Участники внешнеэкономических операций могут легально обменивать такую валюту на национальном и международном валютных рынках, так как государственные ограни-

чения в этой сфере деятельности практически отсутствуют. В настоящее время многие валюты можно отнести к этой категории: немецкая марка, японская иена, фунт стерлингов Великобритании, швейцарский франк, канадский доллар, и многие другие. Около 70% международных платежей осуществляются в долларах США, которые признаны наиболее стабильной валютой, удобной для проведения обменных операций и использования в международных расчетах. В американских долларах многие государства хранят свои валютные резервы. Такие виды СКВ, в которых сохраняются денежные резервы государств, называются резервной валютой;

- **замкнутая валюта** представляет собой неконвертируемую валюту, которая может свободно обращаться только в пределах национальной экономики. Отсутствует возможность легального обмена ее на иностранную валюту, имеются ограничения на ввоз и вывоз, лимитируется покупка и продажа валюты.

Государство принимает меры, направленные на уменьшение количества взаиморасчетов в иностранной валюте, устанавливая валютный коэффициент, ограничивающий использование субъектами хозяйствования иностранной валюты в качестве платежного инструмента. Такими действиями многие развивающиеся страны, например государства, образовавшиеся на территории бывшего СССР, пытаются ограничить экономическое и политическое воздействие на них со стороны других, более развитых в экономическом отношении государств и сосредоточить в руках правительства валютные резервы как инструмент управления экономикой;

- Особое место в международных валютных расчетах занимают **клиринговые валюты** – условные международные денежные единицы, которые используются для осуществления безналичных расчетов между банками различных государств, являющихся участниками международных соглашений о клиринге, то есть обязательном взаимном зачете требований и обязательств, характеризующихся равенством стоимостей.

### 3.2.3. Котировка валютного курса

Необходимым элементом международных валютных отношений является **котировка валютного курса** – соизмерение текущей стоимости валют на финансовом рынке и определение соответствующей цены денежной единицы.

В настоящее время на мировом рынке денежное обращение между партнерами основано, главным образом, на двух видах валютных курсов:

- **фиксированные курсы**, в основе которых лежат зарегистрированные паритеты покупательной способности национальной и иностранных валют, поддерживаемые государственными мерами и системой валютных ограничений;

- **гибкие, или плавающие, курсы**, формирующиеся под воздействием соотношения между объемами спроса и предложения на котироваемые валюты при отсутствии жестких государственных ограничений на валютном рынке.

Формирование валютных курсов происходит под влиянием внутренних и внешних факторов как экономического, так и политического характера. В значительной степени изменения курса национальной валюты связаны с уровнем развития экономики страны, покупательной способностью денежных единиц и платежеспособностью населения, темпами и характером инфляционных процессов и состоянием платежного баланса.



Существенное влияние на котировку валют оказывает разница в процентных ставках, развитость биржевого и внебиржевого валютных рынков, деятельность валютных спекулянтов и степень доверия к национальной валюте со стороны граждан данного государства и государств-партнеров. И, безусловно, жесткость мер государственного валютного регулирования, характер действующих валютных ограничений, политика девальвации или ревальвации также определяют направления динамики валютного курса.

Большое значение в процессах котировки валютных курсов имеет курсовая политика крупнейших банков развитых государств с открытой рыночной экономикой. Так как большинство международных денежных расчетов осуществляется с использованием американского доллара, именно он является главным видом резервной валюты на мировом рынке и самым распространенным платежным средством. По этой причине лидерами в сфере влияния на курсообразование являются крупные банки США, деятельность которых в определенной степени позволяет им навязывать другим участникам мирового валютного рынка свою курсовую политику.

Процедура котировки валют на бирже носит название “фиксинга”, так как валютный курс регистрируется (фиксируется) биржей по результатам сопоставления объема спроса и предложения по каждой валюте, исходя из начальной ее цены в данный биржевой день. Начальный курс обычно принимается в соответствии с существовавшим накануне рыночным курсом котируемой валюты.

В зависимости от принятых способов выражения стоимости национальной денежной единицы различают следующие виды котировок:

- **прямая котировка**, при которой цена одной единицы иностранной валюты определяется в соответствующем количестве единиц национальной валюты. Такая котировка носит название ценовой. Она наиболее пригодна для котировки тех валют, покупательная способность которых сравнительно низкая. Ценовая котировка используется при расчете курса валют в большинстве стран Европы, поэтому ее часто называют **европейской**;

- **косвенная котировка (обратная, американская)** предполагает оценку стоимости единицы национальной валюты в определенном количестве иностранных денежных единиц. Применение косвенной котировки удобно в тех странах, валюта которых используется в качестве платежного средства при международных расчетах, например, в Великобритании, США. По своей экономической сущности косвенная котировка ничем не отличается от прямой котировки, так как отражает реальный валютный курс.

- Котировка валют может осуществляться применительно к доллару США или какой-либо другой валюте, выступающей в качестве **опорной**. На основе расчета курсов валют по отношению к опорной валюте третьих стран определяется **кросс-курс валют**. Он используется для сопоставления покупательной способности двух или нескольких национальных денежных инструментов, для взаимных расчетов между контрагентами международных экономических соглашений, участниками экспортно-импортных операций. Так как международный торговый оборот ориентирован преимущественно на наличные кассовые сделки, знание текущего кросс-курса валют имеет большое значение для эффективности торговых операций на мировом рынке.

При котировке валюты устанавливается два курса:

- **курс покупателя (bid price)** – курс, по которому производится покупка валюты банками и другими участниками валютного рынка, формирующими спрос на ту или иную иностранную валюту;
- **курс продавца (offer price)** – курс продажи валюты участниками валютного рынка. Так как они стремятся купить валюту дешевле, а продать дороже, курс продажи валюты всегда выше, чем курс ее покупки, то есть валюта на рынке продается эффективнее. Разница между этими курсами (**спрэд**) носит также название валютной маржи.

**Валютная маржа** служит источником покрытия расходов валютных трейдеров. Она также дает возможность торговцам валютой получать значительную прибыль в результате спекулятивных сделок на биржевом и внебиржевом валютных рынках. Обычно величина маржи составляет от 0.05% до 0.1% среднерыночного курса валюты, хотя может отклоняться от данных пределов в ту или иную сторону под воздействием ситуации на финансовом рынке.

Рассмотрим пример, иллюстрирующий возможные способы курсовых расчетов на валютной бирже, выполняемых на основе текущих котировок курса покупки и курса продажи иностранных валют.

**ПРИМЕР.** Европейский банк дает заявку брокеру валютной биржи на покупку фунтов стерлингов Великобритании по курсу не выше, чем 1£ / 1.4276 E. Можно ли выполнить данную заявку, если на рынке СПОТ текущая прямая котировка валюты в долларах США представлена в виде следующих соотношений?

Наименование валюты	Курс покупки, ед. / 1 USD	Курс продажи, ед. / 1 USD
Евро, E	0.8754 E / 1 USD	0.8976 E / 1 USD
Фунт стерлингов, £	0.6197 £ / 1 USD	0.6256 £ / 1 USD

**Решение задачи.**

Определяем кросс- курс фунта стерлингов в долларах США:

*Bid price:*  $1 \text{ £} = 1 / 0.6197 = 1.6137 \text{ USD}$

*Offer price:*  $1 \text{ £} = 1 / 0.6256 = 1.5985 \text{ USD}$

Выполним текущую котировку курса фунта стерлингов в ЕВРО путем перемножения прямого курса доллара в ЕВРО на кросс-курс фунта стерлингов в долларах по схеме, представленной в таблице.

Наименование валюты	<i>Bid price</i>	<i>Offer price</i>
ЕВРО, E	0.8754 E / 1 USD	0.8976 E / 1 USD
	X	X
Доллар США, USD	1.6137 USD / 1 £	1.5985 USD / 1 £
	=	=
ЕВРО, E	1.4126 E / 1 £	1.4348 E / 1 £

Как видно из проведенных расчетов, заявку банка на покупку фунтов стерлингов по курсу не выше, чем 1.4276 Е / 1 £, брокер выполнить не может, так как на СПОТ - рынке продают фунты стерлингов в данный биржевой день по курсу 1.4348 Е / 1 £. Определим, каким должен быть прямой курс продажи доллара в ЕВРО для того, чтобы данная заявка могла быть выполненной. Для этого выполним противоположную расчетную операцию, исходя из желаемого курса сделки:

$$1.4276 \text{ Е} / 1 \text{ £} : 1.5985 \text{ USD} / 1 \text{ £} = 0.8931 \text{ Е} / 1 \text{ USD}.$$

Следовательно, заявку банка на покупку фунтов стерлингов по заданному курсу брокер сможет выполнить тогда, когда курс продажи доллара в ЕВРО упадет до 0.8931 Е / 1 USD.

Информация о текущей котировке валют необходима участникам валютного рынка. Она используется для организации и проведения спекулятивных операций с целью повышения их прибыльности, для оценки валютного риска и принятия мер по его минимизации, для расчета форвардных курсов валют и прогнозирования ситуации на финансовом рынке. По этой причине важнейшее значение в организации эффективного валютного рынка имеет его информационное обслуживание, а также доступность информации для участников и профессионалов. Валютные биржи обязаны обеспечивать своевременное определение и фиксацию средневзвешенных курсов покупки и продажи валют, представленных на торгах, регистрацию заявок их участников и оформлением сделок, а также хранение, обновление и предоставление всей необходимой для функционирования валютного рынка информации.

### 3.2.4. Технический анализ валютного курса

На национальных и международных валютных рынках осуществляется постоянно расширяющийся и совершенствующийся процесс купли-продажи иностранных валют по курсу, складывающемуся под влиянием разнообразных внутренних и внешних факторов, формирующих спрос и предложение валют.

Так как современной экономике присущи тенденции к интеграции и интернационализации, валютный рынок также характеризуется интеграционными проявлениями в виде увеличения масштаба валютных операций до межнациональных размеров, унификации их характера и нормативных основ, роста объема спекулятивных сделок. Наряду с этими процессами, международному валютному рынку свойственны значительные колебания валютных курсов, причем темпы и направления их динамики не являются постоянными.

Современный валютный рынок в любом государстве по своей сути является интернациональным в большей или меньшей степени. На курс национальной валюты на внутреннем рынке оказывают существенное влияние ее котировки на валютных рынках сопредельных государств. Так, при анализе динамики официального курса белорусского рубля по отношению к российскому рублю или украинской гривне необходимо сопоставлять темпы изменения курсов соответствующих валют на валютных биржах в Москве и Киеве, используя для этого их кросс-котировку в опорной валюте третьих стран, например в долларах США.

В тех случаях, когда курс опорной валюты на внутреннем валютном рынке растет, а на внешних рынках наблюдается тенденция к его снижению, может возникнуть значительное расхождение между соответствующими курсами национальной валюты, что приводит к нарушению равновесия валютного рынка страны.

Для того, чтобы не допускать такой ситуации, или, по крайней мере, быстро восстанавливать равновесное состояние национального валютного рынка, необходимо следить за колебаниями валютных курсов, анализировать рыночную конъюнктуру и прогнозировать ее динамику. Такие прогнозы весьма важны также для успешного хеджирования валютных рисков и повышения эффективности сделок на всех сегментах финансового рынка.

Наиболее развитые валютные рынки мира являются и центрами информационно-аналитических исследований. Крупнейшие финансовые центры связаны между собой новейшими коммуникационными системами, позволяющими им не только осуществлять круглосуточную всемирную торговлю валютой, но и предоставлять своим клиентам нужную им оперативную информацию о направлениях и тенденциях валютных курсов на различных биржах.

На крупных валютных биржах действуют научно-консультационные центры, профессиональные сотрудники которых, пользуясь современными научными методами исследований, выявляют как краткосрочные изменения валютных курсов, так и основные направления их динамики в среднесрочном и долгосрочном периодах.

Для разработки научных прогнозов ситуации на валютном рынке необходимо анализировать все факторы, воздействующие на его конъюнктуру. При этом могут использоваться **фундаментальные способы анализа**, основанные на определении и изучении внешних и внутренних воздействий, вызывающих курсовое движение и изменение цены валют на рынке.

Фундаментальный анализ проводится обычно в отношении динамики валового внутреннего и национального продукта, национального дохода, уровня инфляции, безработицы, средней процентной ставки, внешнеторгового сальдо и других макроэкономических показателей. Однако результаты его нельзя считать абсолютно достоверными, так как большинство реальных причин динамики валютных курсов остаются не выявленными. Субъективность исследований ведет к искажению выводов, на которых отражаются также политические и социальные факторы, нестабильность экономического курса, макроэкономическая ситуация в стране. Многие динамические процессы в области курсообразования вообще не поддаются прогнозированию с использованием инструментов фундаментального анализа.

Более достоверными в современных условиях являются результаты **технического анализа**, который изучает не причины изменения цен, а динамику реальной ситуации на валютном рынке, определяемую изменением объемов спроса и предложения валют и самих валютных курсов. Данные, полученные за длительный период времени, подвергаются статистической обработке и дают возможность составления достаточно точных прогнозов конъюнктуры валютного рынка.

**Принципы технического анализа основаны на следующих предпосылках:**

а) так как формирование рыночной цены происходит с учетом всех факторов, влияющих на ее величину, фактическая динамика валютных курсов отражает комплексное

воздействие курсообразующих параметров, и нет необходимости в их детальном поиске и рассмотрении;

б) все цены на рынке изменяются согласно определенным тенденциям динамики – трендам. Выявление трендов на основе статистического анализа дает возможность достаточно достоверного прогноза поведения цен на валютном рынке;

в) рыночная ситуация подчиняется всеобщим диалектическим законам, поэтому ее развитие происходит на основе вполне предсказуемых циклов, характеризующихся повторяемостью условий и важнейших событий.

Основным статистическим методом анализа динамических рядов является графический метод с использованием графиков – **чартов** - для выявления трендов и предсказания будущих колебаний валютных курсов. С помощью **чартистского метода анализа**, основанного на использовании диаграмм, линейных графиков и гистограмм, определяются линии тенденций среднерыночных курсов валюты, а также курсов покупки и продажи ее на внутренних рынках страны.

В то же время на графиках может отображаться динамика валютной маржи как разницы между курсами продажи и покупки валюты в анализируемый период времени. В техническом анализе используются также понятия "линии поддержки", характеризующей минимально допустимый уровень снижения валютного курса, и "линии сопротивления", выше которой цена валюты подниматься не должна. Построение этих линий отображает "валютный коридор" и позволяет оценить направления динамики курсов с достаточно высокой степенью точности

Большое значение имеет **логический анализ валютных курсов** для выяснения реальной ситуации на валютном рынке. Основным методом, используемым при этом, является метод сопоставления курсов покупки и продажи соответствующих валют в конкретном банке со среднерыночными курсами.

**ПРИМЕР.** Рассмотрим наиболее характерные ситуации на примере девизного банка, курсы продажи и покупки иностранной валюты в котором отличаются от соответствующих среднерыночных курсов.

На основе результатов анализа определим существующие тенденции в изменении валютных курсов, выполним прогноз будущей конъюнктуры рынка, а также выявим намерения банка относительно масштаба валютных операций.

#### Анализ ситуаций.

1. Пусть  $bid\ price$  банка  $>$   $bid\ price$  среднерыночной,  
 $offer\ price$  банка  $>$   $offer\ price$  среднерыночной.

Анализируя данную ситуацию, можно сделать вывод, что банк стремится покупать валюту более интенсивно, чем продавать ее. Очевидно, на рынке прогнозируется повышение курса данной валюты и увеличение спроса на нее, поэтому банк старается увеличить свои валютные резервы для получения в будущем значительной прибыли за счет роста масштаба валютных операций.

2. Если:  $bid\ price$  банка  $<$   $bid\ price$  среднерыночной,  
 $offer\ price$  банка  $<$   $offer\ price$  среднерыночной,

то выводы анализа противоположны предыдущим: банк стремится избавиться от имеющейся у него валюты, так как он покупает валюту менее интенсивно, а продает ее, напротив, более интенсивно, чем другие участники валютного рынка. Следовательно, банк ожидает снижения валютного курса при уменьшении спроса на валюту, поэтому сворачивает масштабы своей деятельности на рынке.

3. Рассмотрим ситуацию, при которой:

**bid price** банка > **bid price** среднерыночного;

**offer price** банка < **offer price** среднерыночного.

Отсюда следует, что банк покупает валюту по более высокой цене, а продает ее дешевле, чем другие участники валютного рынка. Вероятно, на рынке ожидается стабильная конъюнктура, прогнозируется относительное постоянство валютного курса, и банк стремится увеличить круг клиентов, ускорить оборачиваемость валютных ресурсов и повысить свой доход за счет валютной маржи.

4. В тех случаях, когда:

**bid price** банка < **bid price** среднерыночного,

**offer price** банка > **offer price** среднерыночного,

следует ожидать неблагоприятных изменений валютных курсов и нестабильной ситуации на валютном рынке, поэтому банк уменьшает свой валютный оборот, сворачивает масштабы операций с валютой и активизирует другие виды деятельности на финансовом рынке.

5. О выжидательной позиции банка свидетельствует ситуация, когда курсы **bid price** и **offer price** банк держит на уровне среднерыночного курса. Можно предположить, что ситуация на валютном рынке неопределенная, тенденции не выявлены, и изменения валютных курсов не поддаются достоверному прогнозу.

Современные международные валютные отношения, отличающиеся частой изменчивостью и высокой степенью риска, требуют координации усилий всех их участников в области экономической и валютной политики.

Разработка основных направлений оздоровления валютной системы мира, новых способов регулирования валютных курсов, прогрессивных форм экономического сотрудничества и внешней торговли опираются на совместные научные исследования и результаты деятельности международных и межгосударственных структур.

Международный валютный фонд, Международный банк реконструкции и развития, Европейская валютная система, Организация экономического сотрудничества и развития и другие межгосударственные экономические организации и структуры занимаются различными видами кредитно-финансовой и организационной деятельности.

Это способствует всестороннему развитию мировой экономики, так как оказывает влияние не только на международный валютный рынок, но и на экономический курс государств, входящих в данные организации. Поэтому большинство стран стремится принимать участие в валютно-финансовом сотрудничестве.

### 3.3. ВОПРОСЫ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ

1. Охарактеризовать валютную систему государства и ее основные элементы.
2. Раскрыть важнейшие функции и значение валютной системы государства.
3. Произвести классификацию валютных рынков по масштабам деятельности.
4. Выполнить классификацию валютных рынков в зависимости от порядка регулирования валютного режима и торгового механизма.
5. Описать основные элементы механизма функционирования валютной биржи.
6. Какие подразделения и службы составляют биржевую инфраструктуру?
7. С какой целью могут осуществляться валютные операции на СПОТ-рынке?
8. Выполнить характеристику наличных сделок с валютой и их участников.
9. Сформулировать основные правила заключения сделок на рынке СПОТ.
10. Что такое "СПОТ-курс" и от каких факторов зависит его величина?
11. Назвать основные виды рыночной цены валюты и описать механизм образования валютной маржи.
12. Сделать обзор типов валютных позиций и способов их регулирования.
13. Охарактеризовать методы государственного валютного регулирования.
14. Как определяется текущий курс валюты на СПОТ-рынке?
15. Описать виды валютных ограничений и области их применения.
16. Дать характеристику разновидностям валют по степени обратимости.
17. Где используется прямая, косвенная и кросс-котировка валютных курсов?
18. Как производится текущая котировка валютных курсов?
19. Какие способы анализа валютных курсов применяются на финансовых рынках?

### 3.4. ЗАДАЧИ И СИТУАЦИИ К ГЛАВЕ 3

**ЗАДАЧА 1.** Пользуясь данными Национального банка Республики Беларусь об официальном курсе иностранных валют по состоянию на дату расчета, определить косвенный курс 5–7 валют по выбору.

**ЗАДАЧА 2.** Определить кросс-курс валюты 2-3 государств, входящих в СНГ, применительно к доллару США, пользуясь официальными данными НБ Республики Беларусь за 10–15 дней, и построить графики, характеризующие тенденции их изменения.

**ЗАДАЧА 3.** На основе сравнительного анализа курсов покупки и продажи валюты в одном из коммерческих банков Республики Беларусь и сопоставления их со среднерыночными курсами за 7–10 дней выявить намерения банка относительно масштаба валютных операций и произвести прогноз ситуации на валютном рынке. В качестве исходных данных использовать официальную информацию.

**ЗАДАЧА 4.** Определить текущий курс фунта стерлингов в ЕВРО и долларах США на Белорусской валютно – фондовой бирже по состоянию на 10.10.2005 г., если по официальным данным прямая котировка курса доллара составила 1 USD / 2165.00 BRB, фунта стерлингов – 1£ / 2950.00 BRB, а 1 ЕВРО / 2720.00 BRB.

## ГЛАВА 4. РЫНОК СРОЧНЫХ СДЕЛОК

### 4.1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РЫНКА СРОЧНЫХ СДЕЛОК

На современном финансовом рынке кроме наличных СПОТ - сделок широко распространены разнообразные операции, условиями которых предусматривается отсрочка во времени момента исполнения сделки относительно момента заключения контракта. Эти сделки, известные под названием **срочных сделок**, реализуются на валютных и фондовых рынках развитых стран и имеют большое значение для развития их национальной экономики и укрепления международных связей.

**Срочные сделки** представляют собой различного рода операции купли-продажи валюты, ценных бумаг или реального товара по курсу, устанавливаемому в момент сделки. При этом сама сделка и оплата по ней относятся на определенный срок в будущем. Такого рода сделки в мировой практике называются **форвардными операциями – FORWARD AGREEMENT**. В их основе лежат **срочные контракты**, заключаемые между покупателем и продавцом, заранее согласовавшими основные параметры и условия сделки. Тот сегмент мирового рынка, где преобладают сделки на срок, принято называть **форвардным рынком, или рынком срочных сделок**.

Большинством форвардных контрактов предусматривается срок исполнения от одной недели до 6 месяцев. Заключение контрактов на более длительный период сопровождается возрастанием степени риска, однако, по согласованию контрагентов сделки возможно удлинение временного интервала – **лага времени** - между датами подписания контракта и валютирования до 1-5 лет.

Для уменьшения степени риска по долгосрочным сделкам требуется дополнительное соглашение сторон со специальными оговорками.

Особенности осуществления срочных сделок, способы определения цены и механизм торговли зависят от характера товара и целей форвардных операций. Наиболее жесткими являются условия заключения форвардных контрактов на поставку реального товара, которые предполагают обязательную его куплю-продажу через определенное время в полном объеме с оплатой по заранее оговоренным ценам. Такие контракты предусматривают точное исполнение участниками сделки всех ее требований и обязательств. Продажа или передача контракта третьему лицу может происходить только посредством расторжения старого и заключения нового срочного договора. В нем могут быть сохранены прежние условия сделки или же добавлены новые пункты по согласию обеих сторон.

**Срочные товарные контракты** обычно заключаются между конкретными участниками сделки путем переговоров. В контрактах указываются следующие основные параметры сделки:

- юридические адреса сторон;
- полная характеристика товарных активов и требования к качеству товара;
- объемы и сроки поставок;
- вид и уровень форвардной цены;
- сроки, условия и способы оплаты, наименование валюты платежа и т.п.



Форвардные сделки с реальными товарами могут быть весьма разнообразными, так как участники срочных контрактов имеют возможность варьировать их параметры на взаимовыгодной основе. Недостатком всех видов срочных внебиржевых операций является то, что они не гарантируют точного исполнения каждым участником сделки его обязательств. И чем существеннее отличается форвардная цена объекта сделки от актуальной цены на рынке СПОТ, тем выше риск неисполнения контракта одной из сторон, которой угрожают наибольшие финансовые потери.

Уменьшить этот риск позволяет участие в срочных сделках биржевых посредников. Биржи принимают на себя обязательства по гарантии своевременного выполнения участниками контрактов их условий, значительно снижая тем самым степень риска. По этой причине подавляющая часть всех форвардных контрактов заключается на биржевых рынках реальных и финансовых товаров.

Большинство **срочных сделок на финансовом рынке** совершается по поводу купли и продажи ценных бумаг или валюты. Основным товаром биржевых сделок форвардного рынка являются **производные ценные бумаги**, с помощью которых стандартизируются условия сделок, покрываются валютные, процентные и кредитные риски, оформляются взаимоотношения между участниками рынка.

Новые финансовые инструменты срочного рынка (дериваты) включают в себя **форвардные, фьючерсные и опционные сделки по процентным ставкам, валютным курсам и биржевым индексам**, а также их различные комбинации.

На **фондовом рынке** активизируются срочные операции с ценными бумагами. Бурное развитие срочного рынка ценных бумаг обусловлено большим разнообразием фондового товара и возможностью эффективного управления финансовыми инвестициями путем комбинации валют, сроков платежей, видов контрактов и способов их использования. Особенностью всех разновидностей срочных операций на фондовом рынке является существование временного лага между моментом заключения сделки и моментами передачи и оплаты ценных бумаг по заранее согласованному курсу. Форвардные операции позволяют уменьшить риск неблагоприятного изменения курса акций, облигаций и других ценных бумаг, позволяют получить значительную прибыль участникам сделки, способствуют созданию стабильного фондового рынка и улучшению инвестиционного климата в государстве. Предметом срочных сделок на фондовом рынке могут служить ценные бумаги самых различных эмитентов, в том числе государства, Центральных и коммерческих банков, муниципалитетов, крупных промышленно-финансовых корпораций.

**Рынок срочных валютных сделок** является более ограниченным, чем рынок реального товара. Эти сделки обычно осуществляются относительно нескольких ведущих валют, имеющих наиболее стабильный курс: долларов США, фунтов стерлингов, ЕВРО и других свободно конвертируемых денежных единиц.

Большое значение для уменьшения риска срочных операций с валютой и повышения эффективности форвардного валютного рынка имеет научно обоснованная котировка курсов валют сделки – **форвардная котировка**. На форвардный курс валют влияют следующие основные факторы:

- направления и тенденции динамики курсов валют;
- текущая котировка валюты на СПОТ - рынке;

- величина процентных ставок по валютам сделки;
- срок исполнения форвардных операций;
- специфические условия сделки.

Участники срочной валютной сделки договариваются между собой о поставке оговоренной суммы иностранной валюты спустя определенный срок после заключения сделки по зафиксированному в момент ее заключения форвардному курсу. Срочные сделки заключаются для страхования их участников от валютных рисков, хеджирования рисков неблагоприятного изменения уровня цен и процентных ставок, уменьшения риска открытых позиций, а также с целью получения прибыли вследствие курсовой разницы на форвардном и текущем рынках.

В зависимости от характера и особенностей механизма осуществления различают следующие разновидности срочных сделок на финансовом рынке:

- **Форвардные сделки - FORWARD OPERATION** - внебиржевые срочные валютные соглашения и операции с ценными бумагами, предусматривающие будущую поставку базисного актива. Они заключаются между отдельными участниками финансового рынка на договорной основе и используются для страхования конъюнктурного риска участников сделки и получения прибыли от разницы форвардного и текущего курса предмета сделки.

- **Простые срочные валютные сделки типа “аутрайт” – OUTRIGHT OPERATION** - обменные валютные операции, при которых курс обмена валют обуславливается заранее, в момент заключения контракта, исполнение же его относится на определенный период времени в будущем. Платежи по таким сделкам должны осуществляться в полной сумме и строго в установленный срок с соблюдением заранее согласованного и зафиксированного участниками форвардного курса. Операции типа “аутрайт” используются коммерческими и Центральными банками государства для стабилизации национальной валюты и противодействия движению спекулятивного капитала на финансовом рынке. Одновременное заключение контрагентами встречных валютных сделок на разных условиях способствует хеджированию риска открытых валютных позиций.

- **Соглашения о форвардной процентной ставке - сделки типа ФРА – FORWARD RATE AGREEMENT** - предусматривают методы фиксирования будущих краткосрочных процентных ставок для хеджирования процентного и валютного риска при выдаче межбанковских кредитов и займов в разных валютах.

- **Фьючерсные сделки – FUTURE TRANSACTION** - финансовые сделки, осуществляемые на биржах при помощи особого вида ценных бумаг – фьючерсных контрактов на валюту, акции или другой базисный актив, предусматривающие длительные сроки для их исполнения и стандартизированные условия сделки.

- **Опционы – OPTION** – сделки на основе биржевых контрактов, в которых закреплено право владельца на покупку или продажу в течение договорного срока по установленной в договоре цене определенной партии валюты, ценных бумаг и другого финансового или реального товара.

Механизм функционирования рынка форвардных контрактов, валютных фьючерсов и опционов, который будет рассмотрен в следующих разделах учебного пособия, основан на учете специфических особенностей производных финансовых инструментов и использовании рыночных способов курсообразования.

## 4.2. ФОРВАРДНЫЕ ОПЕРАЦИИ С ВАЛЮТОЙ

### 4.2.1. Особенности форвардного рынка

Большое значение для развития валютного рынка имеют межбанковские внебиржевые операции по купле-продаже иностранной валюты на срок. В отличие от наличных СПОТ - сделок, в которых время исполнения совпадает с моментом заключения контракта, **срочная валютная сделка** предполагает существование определенного интервала времени между подписанием межбанковского форвардного контракта и датой валютирования. Эта дата переносится на конец установленного в контракте периода времени: 1, 2, 3 недели, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 12 и более месяцев (до 5 лет) или на любой другой момент в пределах контрактного срока. Форвардный контракт гарантирует участникам сделки приобретение нужного количества валюты в требуемый момент времени по известной заранее цене.

На финансовом рынке широко распространены форвардные операции спекулятивного характера. Целью таких сделок является получение прибыли вследствие колебания курса валют, поэтому они носят характер игры на понижение или повышение курса. Например, если на рынке ожидается падение курса валюты, владельцу срочного контракта выгодно продать его, чтобы при наступлении срока исполнения контракта иметь возможность поставить его новому владельцу валюту по форвардному курсу, приобретая на рынке СПОТ необходимое количество валюты по более низкой цене.

Курс валют, по которому должно производиться валютирование форвардного контракта, называется **форвардным курсом**. Форвардный курс валют устанавливается сторонами непосредственно при заключении контракта и фиксируется в нем. Значение процессов курсообразования для эффективности сделки весьма велико, так как форвардный курс обычно значительно отличается от цены валюты на текущем рынке.

**В механизме форвардных котировок** находят отражение направления динамики текущих валютных курсов и поведение процентных ставок по валютам сделки. Оказывают влияние на данный процесс также конкретные цели проведения форвардных операций, экономическая и политическая стабильность в государстве, наличие инфляционных и кризисных явлений в экономике, характер международных экономических отношений и другие факторы.

В ходе котировки валютных курсов на срочном финансовом рынке устанавливается и фиксируется величина **форвардного дифференциала**. Он представляет собой разницу между соответствующими курсами валют на текущем и срочном рынках (**SPOT** и **FORWARD**):

$$D = F - S, \quad \text{где:} \quad /4.1/$$

**D** - величина форвардного дифференциала,

**F** - котировка форвардного курса валюты,

**S** - текущий СПОТ- курс валюты.

Форвардный дифференциал может выступать в виде **премии (репорта, ажио)** - **P** в тех ситуациях, когда валюта на форвардном рынке стоит дороже, чем на текущем рынке (**F > S**). Если же котировка по наличным операциям выше, чем по срочным сдел-

кам ( $S > F$ ), форвардный дифференциал представляет собой скидку (дисконт, депорт, дизажио) –  $D$ .

Для учета изменчивости курса валют на наличном рынке, в форвардном контракте определяется и фиксируется премия или дисконт, которые зависят от соотношений процентных ставок по валютам сделки и тенденций рынка. При этом осуществляется прямая либо косвенная котировка форвардного курса.

При прямой котировке цены товара – иностранной валюты - премия прибавляется, а дисконт вычитается из курса СПОТ:

$$F = S + P, \text{ или: } F = S - D.$$

При косвенной котировке единицы национальной валюты через иностранные денежные единицы порядок действий противоположный: премия вычитается из наличного курса валюты, а скидка прибавляется к нему:

$$F^* = S^* - P, \text{ или: } F^* = S^* + D.$$

В простых валютных сделках типа “аутрайт” обменный форвардный курс валют котируется не в виде премии или дисконта, а непосредственно в цифровом выражении, обычно в десятитысячных долях курса – пунктах.

Особенности форвардных операций диктуют определенные правила функционирования форвардного рынка.

1. Участниками форвардных операций могут быть крупные финансовые и промышленные корпорации, доступ к ним мелких компаний и индивидуальных инвесторов ограничен.

2. Участники форвардных операций действуют без посредников, а вступают в личный контакт друг с другом.

3. Форвардные операции осуществляются на двухстороннем межбанковском рынке без обязательного участия соответствующих бирж.

4. На форвардном рынке производится котировка двух курсов валюты: курса покупателя и курса продавца.

5. Так как сделка осуществляется непосредственно между участниками контракта, гарантийные депозиты сторон не требуются.

6. Сумма форвардной сделки не ограничивается, а устанавливается по взаимной договоренности между ее сторонами.

7. По большинству форвардов осуществляется реальная поставка товара.

8. Закрытие или перевод товарных позиций на форвардном рынке возможны только по согласованию сторон с соответствующим оформлением расторжения сделки.

#### 4.2.2. Способы котировки форвардного курса

Форвардный курс валюты, в котором учтена премия или дисконт, называется также курсом аутрайт. В основе механизма его определения лежат факторы, обусловленные возможностью альтернативных способов использования капитала участниками сделки. Рассмотрим их на примере форвардного соглашения банков – контрагентов о купле-продаже, то есть конвертировании, валют.

**ПРИМЕР.** Между банками “А” и “Б” заключается форвардный контракт по обмену иностранной валюты на национальную валюту. Контрактом предусмотрена срочная продажа банком “А” иностранной валюты банку “Б” с исполнением сделки спустя срок “t” дней. Следовательно, в данной сделке банк “А” является продавцом, а банк “Б” – покупателем иностранной валюты.

#### **Анализ ситуации.**

У банка-покупателя “Б” есть следующие альтернативы:

1. Приобретенную по текущему СПОТ - курсу иностранную валюту банк-покупатель помещает на депозитный валютный счет на срок “t” под определенный процент. По истечении депозитного срока банк получит капитализированный валютный вклад, то есть положенную на депозит валюту, с премией.

2. Не приобретая иностранной валюты, которая будет нужна банку “Б” только спустя некоторое время “t”, банк имеющиеся у него денежные средства кладет на национальный депозит на время “t”. После того, как срок действия депозитного договора завершится, капитализированную сумму в национальной валюте, снятую с депозитного вклада, банк “Б” использует для покупки иностранной валюты на рынке СПОТ по наличному курсу, получив при этом определенную прибыль.

Анализируя возможные альтернативы поведения банков, динамику финансового рынка и неравномерность процентных ставок по валютам, участвующим в сделке, можно определить форвардный курс различными способами. Простейший способ определения форвардного курса валют основан на капитализации денежных сумм по валютам-участницам сделки.

**ПРИМЕР.** Условиями форвардного соглашения предусматривается покупка 1000 единиц иностранной валюты “А” с оплатой в национальной валюте “Б” через 6 месяцев. На текущем рынке зафиксирован следующий курс валют: 1 единица иностранной валюты “А” стоит 2 единицы национальной валюты “Б”, то есть за 1000 единиц валюты “А” нужно заплатить 2000 единиц валюты “Б”. Известно, что средний депозитный процент по валютным вкладам составляет 3 % годовых, по национальному депозиту банки гарантируют годовой доход в размере 10 %.

Определить при этих условиях, какой доход может быть получен владельцем капитала, если он предпочтет одну из возможных альтернатив.

Рассчитать возможный форвардный курс иностранной валюты, обеспечивающий соблюдение интересов обоих участников сделки.

#### **Решение.**

1. Приобретение потенциальным покупателем форвардного контракта 1000 единиц валюты “А” на текущем рынке и помещение ее на валютный депозит под 3% годовых позволит ему через 6 месяцев получить капитализированную сумму в иностранной валюте, размер которой определяется по формуле простых процентов:

$$Kt = K_0 + K_0 \times 3\% \times 6 / 100 \times 12 = 1000 + 15 = 1015 \text{ ед. ин. валюты.}$$

То есть, затратив сегодня на приобретение валюты "А" 2000 единиц валюты "Б", участник сделки спустя 6 месяцев будет иметь 1015 единиц валюты "А".

2. Помещение на депозит 2000 единиц национальной валюты "Б" под 10% годовых с одновременным заключением форвардной сделки, гарантирующей приобретение через 6 месяцев 1000 единиц валюты "А", дает возможность участнику сделки получить в результате капитализации следующую сумму:

$$Kt = 2000 + 2000 \times 10\% \times 6 / 100 \times 12 = 2000 + 100 = 2100 \text{ ед. нац. валюты.}$$

Исходя из приведенных соображений, определим форвардный курс валюты "А" к моменту исполнения сделки:

$$\begin{aligned} F\text{-курс: } & 2100 \text{ ед. валюты "Б"} / 1015 \text{ ед. валюты "А"} = \\ & = 2.07 \text{ ед. валюты "Б"} \text{ за } 1 \text{ единицу валюты "А"}. \end{aligned}$$

При этом форвардный дифференциал составит:

$$D = F - S = 2.0700 - 2.0000 = 0.0700 = 700 \text{ пунктов.}$$

Так как форвардный дифференциал положителен, считается, что иностранная валюта на форвардном рынке продается с премией, а национальная – с дисконтом.

Общие правила котировки форвардных курсов валют могут быть сформулированы следующим образом:

1. Котировка **F-курса** валюты всегда производится на основе **S-курса**.
2. В зависимости от величины процентных ставок по валютам сделки на финансовом рынке котировка **F-курса** может производиться с премией **П** или дисконтом **Д**.
3. **F-курс** определяется путем сложения последнего зарегистрированного наличного **S-курса** валюты покупки с премией:  $F = S + П$ , или вычитания из него дисконта:  $F = S - Д$ .
4. Способ котировки зависит от соотношения между процентными ставками: если учетный процент по валюте платежа больше, чем по валюте покупки, иностранная валюта продается с премией, и наоборот. Для расчета форвардного курса валюты обычно используется формула 4.2:

$$F = S + \frac{(r_1 \% - r_2 \% ) \times S \times t}{365 \times 100 \%}, \quad \text{где:} \quad /4.2/$$

$r_1 \%$  и  $r_2 \%$  - учетные ставки по валютам платежа и покупки,

$t$  – форвардный срок в днях,

$S$  – курс валюты на наличном рынке.

5. Форвардная маржа представляет собой разницу между форвардными курсами продажи и покупки валюты. Ее величина обычно больше, чем размер маржи на рынке СПОТ, так как форвардные операции сопряжены со значительным риском. При этом, чем больше срок форвардного контракта, тем значительнее разница между наличной и форвардной маржой.

## 4.3. ФЬЮЧЕРСНЫЕ КОНТРАКТЫ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

### 4.3.1. Цели и особенности фьючерсной торговли

Срочные операции на финансовом рынке могут осуществляться также в **форме фьючерсной торговли**, основанной на использовании особого вида срочных биржевых контрактов, которые получили название **финансовых фьючерсов**. Так как финансовые фьючерсные контракты возникли в результате развития **рынков товарных фьючерсов**, срок существования которых превышает 100 лет, остановимся сначала на некоторых особенностях фьючерсных контрактов на реальные товары.

Первоначально биржевая торговля товарными фьючерсами преследовала, главным образом, цели страхования продавцов и покупателей реального товара от множества рисков, связанных с изменениями валютных курсов и цен на товары, возникновением товарного дефицита, недостатком платежных инструментов и т.д. По мере совершенствования условий торговли и правил, действующих на фьючерсных биржах, товарные фьючерсы стали использоваться также в качестве самостоятельного объекта торговых сделок спекулятивного характера, приносящих участникам значительные доходы. Этому способствовали определенные свойства биржевых фьючерсных контрактов, которые будут рассмотрены ниже.

**Фьючерсный контракт** представляет собой стандартный биржевой договор между покупателем и продавцом на поставку определенного объема конкретного товара в указанный срок или период времени по согласованной цене. Все параметры фьючерсных контрактов унифицированы, что облегчает их обращение на рынке.

Как производный фондовый инструмент – ценная бумага, фьючерс служит обязательством своего продавца о срочной продаже данного товара по фиксированной стоимости, и одновременно свидетельством права покупателя фьючерса приобрести в будущем требуемый товар на этих условиях. Стоимость контракта определяется путем умножения согласованной цены единицы товара на объем контракта. Она характеризует фьючерсную цену, по которой будет исполняться сделка.

**Фьючерсная цена** устанавливается в момент заключения контракта в зависимости от следующих факторов:

- наличной цены данного товара;
- затрат продавца контракта на хранение и обслуживание товарного актива в течение всего контрактного срока;
- динамики и конъюнктуры рынка;
- изменения процентных ставок и текущих цен;
- политической и экономической ситуации в стране;
- состояния финансового сектора;
- инвестиционного климата и т.д.

По фьючерсной цене предполагается в будущем исполнить данную сделку, то есть продавец обязуется поставить товар, а покупатель – оплатить эту поставку. Однако, как свидетельствует мировой опыт фьючерсной торговли, реальная поставка товаров по фьючерсным контрактам происходит весьма редко, и в большинстве сделок фьючерсы служат объектом биржевой игры. В течение всего контрактного срока на бирже прово-

дятся торговые сессии, в ходе которых определяется текущая котировочная цена фьючерсов, регулируются открытые позиции и устанавливается выигрыш (проигрыш) каждого участника.

Торги фьючерсными контрактами проводятся специалистом биржи (трейдером) - в торговом зале фьючерсной биржи на основе учета поданных предложений на покупку и продажу фьючерсов по заявленной клиентами цене. Заключение сделок фиксируется расчетной палатой при совпадении цены спроса и предложения или на основе максимального возможного числа удовлетворяемых заявок по средневзвешенной цене.

В момент заключения контракта его участники открывают свои позиции: лицо, покупающее контракт, создает длинную позицию, а продавец контракта – короткую позицию. Закрытие позиций по истечении срока действия контракта предусматривается путем исполнения его участниками принятых на себя обязательств: продавец поставляет базисный товар, а покупатель оплачивает его по фьючерсному курсу. В период существования товарного фьючерса закрытие позиций может происходить также на основе офсетной сделки на бирже – покупки (продажи) фьючерсного контракта с противоположной направленностью.

Товарным активом фьючерсов может служить реальный товар, ценные бумаги, валюта, биржевые индексы и другие финансовые товары. В отличие от внебиржевых межбанковских форвардных сделок, фьючерсные операции происходят только в условиях биржи. Это обстоятельство позволяет в значительной степени стандартизировать их условия и формализовать механизм.

Форма фьючерсной торговли, реальная передача товарных активов в которой не является обязательной - это качественно новый этап в развитии рынка. В течение последнего столетия биржевая торговля успешно прошла путь от кассовых торговых сделок с наличным товаром сначала к сделкам с поставкой товаров на срок, а затем и к стандартизированным фьючерсным операциям на товарных и финансовых рынках. Причем наиболее бурное развитие фьючерсной торговли происходит именно на финансовых рынках, товарные ресурсы которых отличаются высокой мобильностью, динамизмом и универсальным характером.

Важнейшей особенностью фьючерсного рынка является наличие биржевого регулятора, что позволяет значительно определенная часть фьючерсных сделок заключается с целью страхования рисков, связанных с изменением цен, валютных курсов, процентных ставок, а также с возникновением коротких открытых позиций.

Широко используют возможности фьючерсной торговли для хеджирования валютного риска экспортеры, которые применяют в своей деятельности коммерческий кредит - товарные операции с отсроченными платежами. Эти операции сопряжены с риском падения курса иностранной валюты за период от заключения торгового контракта до момента оплаты. Для того, чтобы уменьшить данный риск, экспортная компания гарантирует себе желаемый обменный курс валюты будущего платежа путем заключения фьючерсного контракта на покупку по заранее установленной цене требуемой суммы национальной валюты в срок, несколько превышающий срок оплаты экспорта. Этим хеджируется риск падения курса иностранной валюты, так как он частично переводится на продавца фьючерсного контракта. В случае снижения курса национальной валюты



хеджер может продать имеющийся у него фьючерсный контракт до истечения срока его действия, чтобы закрыть свои позиции.

И все-таки большинство фьючерсных сделок на мировом рынке заключается с целью получения спекулятивной прибыли вследствие благоприятного для их контрагентов изменения рыночной конъюнктуры.

Фьючерсные биржи, являющиеся обязательными участниками этих сделок, с помощью увеличения спектра финансовых услуг стремятся диверсифицировать свою деятельность, упрочить положение биржи, создать широкий круг постоянных клиентов, а также получить дополнительную биржевую прибыль.

Быстрому развитию рынка товарных фьючерсов способствовали такие особенности фьючерсной торговли, как:

- Обязательное участие в сделках биржи, являющейся гарантом исполнения контракта и законности сделки.
- Оформление особого вида производных ценных бумаг – фьючерсных контрактов, имеющих стандартизированные параметры и условия сделок.
- Необязательность наличия товара у продавца и денежных средств у покупателя в момент заключения сделки при безусловном исполнении всех требований контракта к оговоренному сроку.
- Создание на фьючерсной бирже валютных резервов для обеспечения гарантий выполнения условий сделок участниками фьючерсных операций за счет системы гарантийных платежей членов биржи.
- Минимизация риска фьючерсной торговли путем образования соответствующих запасов товарных ресурсов, являющихся объектом сделки.
- Обезличенный характер фьючерсных сделок, участники которых не вступают между собой в непосредственный контакт, а взаимодействуют через посредника – биржу.
- Высокая ликвидность рынка фьючерсных контрактов, так как они сами могут являться объектом купли-продажи в течение всего периода своего существования вплоть до погашения.
- Большое разнообразие товарных ресурсов на фьючерсном рынке, в качестве которых могут выступать как материально-вещественные ресурсы (зерно, хлопок, нефть, металл и т.п.), так и финансовые инструменты (валюта, ценные бумаги, процентные ставки, биржевые индексы).

**Механизм фьючерсной торговли** включает следующие процедуры:

**А.** Клиент подает заявку брокеру биржи с приказом купить или продать фьючерсный контракт по желаемой или текущей цене.

**Б.** Брокер передает заявку в расчетную плату биржи, где:

- регистрируются поступившие на продажу и покупку фьючерсов заявки клиентов;
- пересчитываются и взимаются залоговые суммы по контрактам;
- производятся биржевые торги фьючерсными контрактами;
- определяются текущие цены фьючерсов;
- рассчитываются выигрыши и убытки участников торговли;
- выполняется клиринг - перевод средств со счетов одних участников сделок на счета других согласно результатам биржевой игры;
- производится погашение фьючерсных контрактов и расчеты по ним;

- организуется (по требованию владельцев фьючерсов) реальная передача товара;
- отслеживаются все нарушения обязательств по фьючерсной торговле;
- рассматриваются конфликтные ситуации, выявляются виновные лица и осуществляются по отношению к ним предусмотренные биржевыми правилами санкции и меры ответственности.

### 4.3.2. Характеристика рынка финансовых фьючерсов

Товаром на данном сегменте финансового рынка служат **финансовые фьючерсы** - срочные контракты, представляющие собой стандартные биржевые соглашения по поводу конкретных финансовых инструментов: валюты, долговых обязательств (облигаций, векселей), акций или финансовых индексов.

Как было сказано выше, такие контракты, которые основаны на других финансовых инструментах, называются на мировом финансовом рынке **дериватами**, то есть **производными финансовыми инструментами**, в отличие от первичных ценных бумаг. Важнейшее значение дериватов в экономике определяется их способностью уменьшать финансовые риски, благодаря чему на сочетании операций с различными производными бумагами (фьючерсами, опционами, свопами) основано современное направление научно-практической деятельности на финансовом рынке – **финансовый инжиниринг**.

Финансовый фьючерс по своему характеру похож на **форвардный контракт** с более четкими стандартизированными условиями, заключаемый на организованной бирже. Согласно ему продавец контракта обязан поставить покупателю указанное количество финансового товара, лежащего в активе фьючерса, в определенный день в будущем по согласованной цене. Покупатель фьючерса обязуется оплатить товар – валюту, казначейские обязательства, векселя, пакеты акций или другой фьючерсный актив – наличными деньгами по фьючерсному курсу.

Фьючерсные контракты на покупку-продажу валюты принято называть **валютными фьючерсами**. Они представляют собой срочные контракты по биржевой сделке на стандартную партию конкретной иностранной валюты с установленными сроками исполнения (3, 6, 9 или 12 мес.) и согласованной в момент заключения контракта фьючерсной ценой валюты.

Разновидность финансовых фьючерсов на долговые обязательства называется **процентными фьючерсами**, так как их механизм основан на изменении ставок процентного дохода по облигациям и векселям.

Фьючерсные контракты, финансовые результаты сделок по которым зависят от колебаний стоимости фондового индекса по конкретным пакетам корпоративных ценных бумаг, например индекса Standart & Poors-500 Index, называются **фьючерсными контрактами на фондовые индексы**.

Торговые операции и другие сделки с финансовыми фьючерсами, несмотря на то, что появились сравнительно недавно – в начале 70-х годов 20-го века, весьма широко используются на развитых финансовых рынках и составляют более половины всего биржевого оборота ценных бумаг и валюты. Наиболее распространены валютные фьючерсы, затем идут операции с процентными фьючерсами и, наконец, уже около 2-х

десятилетий на крупных товарных и финансовых биржах мира осуществляется торговля фьючерсными контрактами на фондовые индексы<sup>1</sup>. В последнее десятилетие развивается рынок финансовых фьючерсов и в России, где более 90 % сделок приходится на краткосрочные валютные фьючерсы на 10, 100, 500 и 1000 долларов США<sup>2</sup>.

Так как фьючерсные операции весьма рискованны, в основу их развития должна быть положена соответствующая нормативно-правовая база, регламентирующая все аспекты фьючерсной торговли и налогообложения доходов от биржевых спекуляций. Именно несовершенство законодательной базы, а также политическая и экономическая нестабильность в России и других постсоветских странах тормозят становление и развитие рынков срочных сделок в этих государствах. Тем не менее, определенные успехи в освоении фьючерсной торговли у нас имеются, а для дальнейшего ее совершенствования необходимо изучить теоретические основы фьючерсного механизма и мировой опыт его успешного использования.

Рынок финансовых фьючерсов сохраняет общие, присущие всем видам фьючерсных операций, свойства. В то же время он имеет ряд особенностей, определяемых спецификой товарных ресурсов.

1. Продажа финансовых фьючерсов осуществляется только на фьючерсных биржах с соблюдением установленных норм и правил. Обязательным участником фьючерсной торговли является расчетная палата биржи, которая производит оформление и регистрацию сделок, предоставляет определенные гарантии их участникам, следит за законностью всех операций и выполняет клиринговые расчеты.

2. Рынку финансовых фьючерсов присуща высокая степень стандартизации по основным параметрам сделки, объему товара, срокам исполнения сделки.

3. Реальная сделка, предусмотренная фьючерсным контрактом, исполняется крайне редко. Поставка ценных бумаг или валюты, являющихся объектом финансового фьючерса, производится только в тех случаях, когда владелец контракта потребует исполнения его условий. По фьючерсам на фондовые индексы предусматриваются только денежные расчеты.

4. Участники фьючерсных сделок, отличающихся сравнительно невысокими расходами на торговые операции, имеют возможность получения значительной текущей прибыли как в виде **вариационной маржи** по каждой открытой позиции на данной бирже, так и при заключении офсетных фьючерсных сделок на различных биржах или с разными по срокам фьючерсными контрактами.

Вариационная маржа зависит от разницы между текущей ценой конкретного финансового товара на СПОТ - рынке в данный момент времени и его стоимостью по цене открытия данной позиции, то есть в момент заключения соглашения, а также от соотношения между количеством заявок на продажу и покупку фьючерсов, поступивших на биржу. **Переменная вариационная маржа** по каждому фьючерсу уплачивается одним контрагентом сделки, чья позиция в данный момент времени является проигрышной, другому участнику контракта, находящемуся в выигрышной ситуации. Расчет фьючерсной маржи в пользу конкретных участников фьючерсных операций и соответствующие банковские проводки ежедневно выполняется расчетной палатой биржи, что превраща-

---

<sup>1</sup> /34/, стр. 10-11

<sup>2</sup> /86/, стр. 44-49

ет финансовые фьючерсы в весьма привлекательный вид товара. Переменная фьючерсная маржа отличается от **начальной маржи**, размер которой по каждому контракту устанавливается расчетной палатой биржи в зависимости от ряда факторов и может корректироваться в периоды быстрого изменения цен базисного актива.

Участниками рынка финансовых фьючерсов являются:

**хеджеры** – клиенты и члены биржи, желающие с помощью финансовых фьючерсов хеджировать свой риск, связанный с изменением процентных ставок, валютных курсов, биржевых цен;

**спекулянты** - дилеры, которые занимаются операциями по купле-продаже финансовых фьючерсов с целью получения прибыли от игры на текущих колебаниях валютных курсов и цен на фьючерсные контракты;

**брокеры** – биржевые посредники, выступающие на фьючерсных торгах от имени и по поручению клиентов и выполняющие для них покупку или продажу финансовых фьючерсов. Работники брокерских фирм проводят торги, оглашают заявки, цену и количество контрактов, проверяют реквизиты сделок, обеспечивают их регистрацию и информируют клиентов о заключенных сделках;

**расчетная палата биржи** - посредник между покупателем и продавцом фьючерсного контракта, гарант исполнения его условий участниками сделки. Она осуществляет ежедневный текущий пересмотр цен и следит за уплатой фьючерсной маржи;

Рассмотрим факторы, влияющие на размер фьючерсной цены, на примере наиболее распространенных на финансовом рынке валютных фьючерсов.

**Фьючерсная цена** - цена товарного актива, которая фиксируется при заключении фьючерсной сделки и зависит от следующих факторов:

- вида валют сделки (валюты покупки и валюты оплаты);
- текущих валютных курсов на форвардном и СПОТ - рынке в момент заключения контракта;
- курса иностранной валюты на внебиржевом национальном рынке;
- курса валюты на мировом и региональных валютных рынках;
- срока исполнения контракта;
- соотношения между ставками учетного процента по валютам сделки;
- величины партии валюты;
- уровня доходности альтернативных способов финансовых инвестиций (в ценные бумаги, кредитные операции, депозитные сертификаты и т.д.);
- динамики фьючерсных цен на аналогичные контракты;
- количества открытых и закрытых позиций по фьючерсным контрактам;
- конъюнктуры фьючерсного рынка на других биржевых площадках, а также ряда других косвенных факторов экономического, политического и социального характера.

При заключении соглашения фьючерсная цена может назначаться как выше цены СПОТ – такая ситуация на фьючерсном рынке называется **“контанго”**, так и ниже текущей цены товарного актива – **“бэкуордейшн”**.

Рассмотрим основные способы ее расчета.

**1 способ.** Для определения цены валюты во фьючерсном контракте устанавливается **базис фьючерса В** - разница между текущей ценой валюты **В** в расчетный момент и фьючерсной ценой валюты **Ф**, выраженная в десяти тысячных долях курса:

$$B = S - \Phi. \quad /4.3/$$

**2 способ.** При упрощенном подходе к расчету фьючерсной цены базис можно определить как разность между ценой контракта по данной торговой сессии – **С (t)** и ценой предыдущего биржевого дня – **С (t-1)**:

$$B = C (t) - C (t-1). \quad /4.4/$$

**3 способ.** Базис фьючерса может определяться также на основе стандартного значения одного базисного пункта – **тика**, установленного биржей на единицу валюты, его стоимости в единицах иностранной валюты и числа открытых позиций по фьючерсным контрактам.

Связь фьючерсного курса с наличной ценой валюты на рынке СПОТ определяется соотношением ставок процентов по валютам сделки.

В тех случаях, когда ставка по национальной валюте ниже, чем по иностранной, наличная цена валютного фьючерса падает. Это приводит к выигрышу, получаемому продавцом фьючерса, и убытку у его покупателя вследствие отрицательного значения базиса. Если же процентная ставка по национальной валюте превышает средний процент по иностранной валюте, базис становится положительным, фьючерсный курс растет, и выигрывает покупатель.

На уровень фьючерсной цены влияет также “цена доставки”, включающая в себя затраты продавца валюты и его упущенную прибыль в связи с заключением контракта, которые учитываются при определении цены фьючерса и величины текущего базиса. В момент исполнения сделки благодаря операциям арбитража устанавливается паритет текущего и фьючерсного курсов, и базис всегда равен нулю, так как у владельца фьючерса есть альтернатива - вместо оплаты валюты по фьючерсному курсу он может приобрести ее на текущем рынке.

Следовательно, разница между наличными и фьючерсными ценами необходима для того, чтобы компенсировать влияние процентных ставок на валютные курсы, вследствие колебания которых базис фьючерса отклоняется от первоначальной величины.

В то же время нестабильность фактической величины базиса является источником прибыли, получаемой участниками фьючершной сделки в период жизни валютного фьючерса. В зависимости от динамики валютных курсов они осуществляют текущие платежи противоположной стороне, если курс валюты изменился в нежелательном направлении, или же получают выигрыш вследствие благоприятной для них конъюнктуры.

Например, продавцу валютного фьючерса выгодно, если в какой-то момент времени текущий курс иностранной валюты на рынке понизился по сравнению с фиксированным в контракте фьючерсным курсом, то есть по условиям сделки валюта может быть продана им владельцу контракта дороже.

Такая ситуация для продавца фьючерса предполагает получение выигрыша, а для покупателя контракта соответствует его проигрышу. Если наличный курс валюты, наоборот, вырос, то владелец фьючерса получает выигрыш, так как он может купить ино-

странную валюту по более низкой фьючерсной цене. Продавец фьючерсного контракта в этом случае несет убытки. Данное свойство валютных фьючерсов лежит в основе разнообразных фьючерсных спекуляций и определяет привлекательность фьючерсных контрактов как биржевого товара, влияя на их рыночную цену.

Текущая цена всех разновидностей финансовых фьючерсов зависит от параметров контрактов, конкурентоспособности их как товара, а также от конкретной ситуации на фьючерсном рынке, определяемой соотношением между объемами спроса и предложения со стороны участников сделок.

Интенсивность торговли фьючерсными контрактами в течение всего срока их жизни может изменяться под влиянием множества субъективных и объективных факторов, определяющих характер и направление взаимных расчетов между участниками сделок.

Гарантом осуществления текущих платежей по фьючерсным контрактам является расчетная палата биржи. Для формирования средств, являющихся материальной основой этой гарантии, биржа создает **систему валютных резервов**, в которые входят:

- **единовременный вступительный взнос** в фиксированном размере является страховой суммой члена биржи и заносится на его депозитный счет;
- **гарантийный депозит клиента (начальная, или депозитная, маржа)** по каждой конкретной заявке на покупку или продажу фьючерсов вносится в размере 10 % и более, от суммы сделки. Депозитная маржа хранится на клиентском счете данного участника в расчетной палате биржи. Если в момент исполнения фьючерсного контракта базис фьючерса отрицателен, то продавец фьючерса имеет выигрышную позицию, и биржа возвращает ему внесенный гарантийный депозит.

Гарантийный взнос владельца контракта в такой ситуации будет возвращен ему только после возмещения убытка по сделке, то есть после закрытия его открытой позиции. При положительном базисе фьючерса в момент исполнения контракта действия биржи противоположны описанным выше.

**Переменный депозит (вариационная фьючерсная маржа)** по каждому валютному фьючерсу вносится участниками сделки дополнительно при неблагоприятном для них изменении базиса. Фьючерсная маржа взимается с покупателя фьючерса в пользу продавца, если текущая цена валюты упала относительно контрактной, и с продавца в пользу покупателя, если цена валюты на наличном рынке возросла.

Расчетная палата ежедневно подводит итоги торгов, рассчитывает плавающую маржу по каждому контракту и требует ее внесения до следующего биржевого дня. Система гарантийных взносов удерживает клиента от ухода с рынка без исполнения обязательств по контракту.

#### 4.3.3. Хеджирование и спекуляции на фьючерсном рынке

Для страхования риска, уменьшения финансовых потерь и получения дополнительной прибыли участники рынка – крупные промышленные и финансовые корпорации, банки и другие хеджеры - дополняют свою повседневную коммерческую деятельность фьючерсными операциями, учитывая при этом различия в тенденциях изменения реальных и фьючерсных цен на товарные ресурсы.

Различные способы использования преимуществ фьючерсного рынка для уменьшения финансовых и коммерческих рисков называются **способами хеджирования** и предусматривают два рода операций с фьючерсными контрактами.

1. Покупку фьючерса под приобретение какого-либо товара для страхования возможного повышения в будущем цен на этот товар – **хеджирование покупкой**.

Если текущая цена товара действительно возрастет, хеджер продаст подорожавший фьючерс и получит на этой операции прибыль, которая возместит его потери при покупке реального товара на текущем рынке;

2. Продажу фьючерсного контракта для обеспечения в будущем права реализации конкретного товара по установленной в контракте цене, чтобы обезопасить себя от возможного снижения текущих цен на этот товар – **хеджирование продажей**.

Если цена на товар действительно уменьшится, можно будет выкупить фьючерс по более низкой цене, получив при этом определенную прибыль.

**Фьючерсными спекуляциями** на валютной бирже считаются различные способы получения прибыли их участниками вследствие благоприятной для них динамики цен финансовых фьючерсов с учетом изменений во времени и в пространстве, то есть на разных биржах.

Благодаря возможности постоянного получения прибыли участниками фьючерсных контрактов валютные фьючерсы являются основой самых разнообразных валютных спекуляций на срочном рынке.

По продолжительности игры фьючерсные спекуляции делятся на **долговременные**, учитывающие длительные прогнозы валютных курсов; **краткосрочные** – однодневные, когда спекулянты закрывают свои позиции к концу каждого биржевого дня; **моментальные**, которые дают возможность спекулянтам - скальперам получать мгновенную прибыль, применяя соответствующую тактику.

В зависимости от механизма образования прибыли можно выделить такие виды спекулятивных сделок с фьючерсами:

- **позиционные спекуляции** - основаны на получении прибыли вследствие динамики текущих валютных курсов и колебания величины базиса фьючерса;
- **спекуляции на спрэдах** - направлены на получение прибыли в результате продажи одного фьючерса и синхронной покупки другого и основаны на изменении рыночной цены фьючерсных контрактов;
- **спекуляции на занятии позиций** - преднамеренное создание открытых позиций путем скупки одних и продажи других фьючерсов с целью получения прибыли при изменении цен в желаемом направлении;
- **стеллажные сделки “страдл” (STRADDL)** – представляют собой многократно осуществляемые биржевые спекуляции, в основе которых лежит изменение соотношения фьючерсных цен по различным финансовым фьючерсам с течением времени. Трейдер может получать прибыль, приобретая и продавая фьючерсы с различными сроками исполнения и разной ценой, если наличный курс валюты сделки изменился в нужном направлении.

Рассмотрим механизм получения прибыли в ходе стеллажной сделки на условном примере.

**ПРИМЕР.** На Токийской валютной бирже совершена стеллажная сделка, в результате которой 1-го февраля трейдер приобрел июньский фьючерс на покупку 100 тысяч долларов США по цене 12.5 млн. японских иен и продал сентябрьский фьючерс с ценой соответствующей партии валюты в размере 12.6 млн. иен.

Определить финансовые результаты по данной сделке с учетом текущего курса доллара по состоянию на 1 марта и 1 апреля текущего года, используя данные о соответствующих котировках курса доллара на СПОТ - рынке.

### Решение.

Пусть 1-го марта на СПОТ-рынке прямой курс доллара по отношению к иене упал и составил 124.8 иен за 1\$.

Следовательно, партия валюты в сумме 100 тыс. долларов 1-го марта на текущем рынке будет стоить:

$$100000 \$ \times 124.8 \text{ иен} = 12480000 \text{ иен} = 12.48 \text{ млн. иен.}$$

Тогда по июньскому фьючерсу трейдер – владелец данного контракта - будет иметь убыток в сумме: 12.5 млн. иен – 12.48 млн. иен =

$$= 12500 \text{ тыс. иен} - 12480 \text{ тыс. иен} = 20 \text{ тыс. иен,}$$

так как на рынке СПОТ он может приобрести валюту по более низкой цене.

В то же время по сентябрьскому фьючерсу, продавцом которого является трейдер, прибыль составит:

$$12600 \text{ тыс. иен} - 12480 \text{ тыс. иен} = 120 \text{ тыс. иен,}$$

так как фьючерсная цена этого контракта выше текущей.

Соответственно общий доход трейдера по состоянию на 1-е марта будет:

$$120 \text{ тыс. иен} - 20 \text{ тыс. иен} = 100 \text{ тыс. иен.}$$

Если же 1-го апреля курс доллара опять вырос до 126.8 иен за 1 \$, по июньскому фьючерсу трейдером будет получена прибыль в размере:

$$12680 \text{ тыс. иен} - 12500 \text{ тыс. иен} = 180 \text{ тыс. иен,}$$

а сентябрьский фьючерс принесет ему убыток:

$$12680 \text{ тыс. иен} - 12600 \text{ тыс. иен} = 80 \text{ тыс. иен.}$$

Таким образом, суммарный доход трейдера 1-го апреля текущего года составит:

$$180 \text{ тыс. иен} - 80 \text{ тыс. иен} = 100 \text{ тыс. иен.}$$

Чтобы ограничить чрезмерную спекулятивную активность на фьючерсном рынке, биржа по каждому контракту искусственно лимитирует величину базиса в пунктах отклонения текущей цены от цены прошлых торгов.

Это придает определенную упорядоченность деятельности участников фьючерсного рынка и делает его более устойчивым.



## 4.4. ОПЦИОН НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

### 4.4.1. Типы опционов

**Опцион - OPTION** – вид срочной сделки на финансовом рынке, объектом которой является закрепленное в контракте право на совершение в будущем определенных операций по покупке или продаже финансового товара. В основе опционной сделки лежат производные ценные бумаги, которые также называются **опционами**.

Участниками опционной сделки являются:

- **покупатель – BUYER** – новый владелец (держатель) опциона, который в результате его приобретения получает право на покупку у продавца опциона или продажу ему в установленные сроки определенной партии финансового (реального) товара по обусловленной цене;
- **надписант - WRITER** – продавец опциона, обязанный по указанию его нового владельца продать ему либо купить у него по данной цене опционный товар.

В момент заключения сделки ее участники открывают свои позиции относительно данного опциона. Позиция покупателя опциона считается длинной, так как он может отказаться от исполнения контрактных условий. В то же время у надписанта короткая позиция, ибо он вынужден выполнять требования владельца опциона, гарантированные условиями сделки.

**Предметом опциона** могут являться валюта, ценные бумаги, например обыкновенные акции крупных корпораций, фьючерсы, биржевые индексы и другие виды реальных и финансовых товаров.

**Опционная премия** – цена опционного контракта, которая включает в себя как возмещенные расходы, связанных с его выпиской, так и потенциальный доход надписанта при продаже опциона. Опционная премия уплачивается покупателем продавцу при покупке опциона.

Рынок опционов, так же, как и фьючерсный, является биржевым и имеет определенную степень стандартизации. Количество товара измеряется величиной стандартного лота валюты или ценных бумаг. В опционе устанавливается конкретная дата, наступление которой ведет либо к реализации условий контракта (по желанию владельца), либо к аннулированию опциона.

Важным параметром опциона является цена предмета сделки, по какой владелец опциона может исполнить свое право купить или продать товар - **страйковая цена опционного актива**. Контрактная цена, зафиксированная в опционе – **FIXED PRICE**, называется также **ценой исполнения, или ценой использования** опциона.

Моментом заключения сделки считается дата уплаты опционной премии покупателем продавцу опциона. После ее получения надписант принимает на себя обязательство по требованию покупателя в указанные сроки исполнить все условия сделки.

Держатель опциона приобретает права по данной сделке, однако он не может отказаться от опциона и требовать от продавца возвращения ему опционной премии. Ликвидность рынка опционов обеспечивается возможностью их продажи на биржевом и внебиржевом финансовых рынках. В настоящее время опционы активно продаются и покупаются на всех развитых фондовых рынках и являются весьма привлекательным

товаром, так как предоставляют участникам контрактов возможность получения значительных доходов вследствие постоянного движения цен на валюту и ценные бумаги.

В зависимости от характера предполагаемой срочной сделки различают два класса опционов:

- **опцион покупателя “колл” – CALL OPTION** - контракт на покупку финансового товара, подтверждающий право владельца купить в установленный срок по фиксированной цене валюту или другие финансовые товары;

- **опцион продавца “пут” – PUT OPTION** – контракт на право срочной продажи товара владельцем опциона, если его устраивает предмет опциона, опционная цена и прочие условия сделки.

Опционы классов **пут** и **колл** используются для страхования риска, связанного с возможным изменением цен на товар. В период действия опциона покупатель и продавец контракта ориентируются на получение прибыли от изменения цен на товар, являющийся объектом опциона. Их расчеты основаны на предположении о повышении или понижении соответствующих цен на СПОТ - рынке.

Предположим, что, приобретая опцион на покупку ценных бумаг, покупатель рассчитывает на повышение их рыночного курса. Тогда в момент исполнения опциона ему будет выгодно потребовать от надписанта продажи акций по указанной в опционе цене. Если же реальная сделка не входит в планы держателя опциона, продавец уплачивает ему соответствующую сумму в виде выигрыша, размер которого определяется курсовой разницей в ценах.

В противном случае, когда расчеты владельца опциона не оправдались, и рыночный курс базисного актива, напротив, упал, он имеет право отказаться от исполнения невыгодной ему сделки. Потери держателя опциона при этом сведутся к дисконту, который он вынужден уплатить надписанту в виде премии последнего.

Следовательно, в опционных сделках позиция обеих сторон сопряжена со значительным риском. При этом, чем больше срок действия опционного контракта, тем выше степень риска. Поэтому размер опционной премии ставится в соответствие со сроком опциона и его условиями.

На стоимость опциона влияют также такие факторы, как:

- характер базисного актива опционного контракта;
- величина партии финансового товара, являющегося объектом опциона;
- существующая в момент заключения контракта цена финансового товара на СПОТ–рынке и тенденции ее динамики;
- наличие покрытия или залога исполнения сделки;
- цена исполнения контракта, зафиксированная в опционе,
- класс, вид и тип опциона.

На мировом финансовом рынке обращаются **опционы европейского типа** с точной датой исполнения и **опционы американского типа**, которые предусматривают возможность совершения реальной сделки в любой момент, вплоть до срока, указанного в опционе. Выбор типа опциона диктуется имманентными целями и интересами контрагентов сделки.

#### 4.4.2. Валютные опционы

В зависимости от характера базисного актива, составляющего предмет опционного контракта, существуют различные виды опционов. Большое значение для снижения риска на валютном рынке имеют **OPTION EXCHANGE – опционы на валюту**. Такие опционы представляют собой двухсторонние соглашения на право будущей покупки или продажи определенной партии валюты по установленной цене в единицах другой валюты, что соответствует условному обмену валютными инструментами.

Для гарантии исполнения условий опциона контрагентами сделки может производиться его покрытие посредством создания валютного резерва или внесения ими залоговой суммы. Такие опционы называются **опционами покрытия, или покрытыми опционами**, и обычно стоят дороже, чем **непокрытые опционы**.

**Покрытые опционы** используются для хеджирования риска открытых валютных позиций и довольно часто завершаются реальным валютированием. Продавец опциона в момент его продажи открывает короткую позицию, закрытие которой осуществляется одновременным заключением противоположного контракта на валютном рынке или исполнением по требованию держателя условий сделки. У покупателя опциона открывается длинная позиция, так как он имеет право выбора в отношении использования опциона, и его риск несколько ниже, чем у продавца.

**Непокрытые опционы** применяются, в основном, для игры на валютных курсах, целью которой является получение прибыли.

На финансовых рынках США распространен особый вид **опционов на фьючерсы**, которые дают право на покупку или продажу валютных фьючерсов.

Их следует отличать от **фьючерсных опционов**, название которых отражает механизм получения прибыли участниками сделки. Покупатель фьючерсного опциона соглашается ежедневно платить продавцу либо получать от него денежные суммы, соответствующие удорожанию или удешевлению предмета опциона.

**Конвертируемые опционы** дают владельцу выбирать вид валюты, в которой продавец опциона должен осуществлять текущие платежи.

**Варрант – опционы** представляют собой контрактное право корпорации – эмитента акций - через определенное время по установленной цене выкупить их у владельца. Такие опционы обычно выпускаются с целью обеспечения цикличности финансирования на основе временного привлечения средств посторонних инвесторов и продаются вместе с акциями крупных финансовых и промышленных корпораций. Они позволяют пополнить активы компании и сохранить при этом пакет акций.

**Форвардные опционы с открытым сроком истечения** дают право на выбор конкретной даты исполнения из определенного контрактом диапазона сроков, что увеличивает его возможности как инструмента хеджирования риска.

Особое значение на развитых валютных рынках имеют **индексные опционы – INDEX OPTION** – дающие возможность вести особую форму игры на изменении текущего курса ценных бумаг или валюты, в основе которой лежит величина **курсового индекса**. Индекс  $I$  определяется отношением стоимости ценных бумаг (курса валюты) в момент исполнения сделки к базисной их стоимости в момент покупки опциона. Величина

индекса будет больше 1, когда соответствующий СПОТ-курс вырос, и становится меньше 1, когда курс понизился по сравнению с базисным.

Владельцы индексных опционов имеют возможность в соответствии с индексом валютного курса в установленные сроки получать определенный выигрыш, если изменение индекса произошло в благоприятном для них направлении. Оплату выигрыша в этом случае производят продавцы опционных контрактов, понесшие убыток. Если же изменение индекса влечет за собой проигрыши владельцев опциона, они выплачивают соответствующие денежные суммы противоположной стороне. Это свойство делает индексные опционы привлекательным инструментом финансовой игры.

Индексные опционы бывают двух видов:

- **PUT INDEX OPTION** - индексный опцион "пут" на условную продажу определенного лота валюты по конкретной цене и с указанными сроками исполнения. Владелец опциона пут получает прибыль в тех случаях, когда курс валюты упал, и соответствующий индекс  $I < 1$ . В противном случае, если  $I > 1$ , денежная сумма выплачивается покупателем продавцу опциона.

- **CALL INDEX OPTION** – индексный опцион "колл" на условную покупку валюты по фиксированному курсу в определенные сроки в будущем. Покупателю такого опциона выгодно, если рыночный курс валюты вырос, и  $I > 1$ . Его выигрыш в виде разницы между текущей и базисной ценой соответствующего лота валюты выплачивает продавец опциона.

Общие потери (выигрыш) каждого участника сделки определяются с учетом продажной цены опциона. Рыночная цена опциона, то есть опционная премия, характеризует его конкурентоспособность и привлекательность для покупателей и непосредственно зависит от типа опциона, срока его действия и цены исполнения.

Рассмотрим простейший механизм образования выигрыша участников сделки с индексными опционами на условном примере.

**ПРИМЕР.** Европейский колл-опцион "X" на покупку лота иностранной валюты по цене 110 \$ со сроком исполнения 31 августа (августовский опцион) продавался на валютной бирже 15 июня за 5 \$, на покупку такого же лота валюты до 30-го сентября (сентябрьский опцион "X") – за 6 \$.

Опцион "У", который дает право покупки в указанные сроки аналогичного лота иностранной валюты, но за большую цену – 115 \$, 15 июня стоил дешевле: августовский – 3 \$, сентябрьский – 4 \$.

Определить финансовые результаты участников опционной сделки непосредственно перед моментами их исполнения, если 30 августа средний индекс валютного курса по отношению к базисной цене в момент подписания опциона составил:  $I = 1.25$ , а 29 сентября:  $I = 0.98$ . 15 июня наличная цена аналогичного лота валюты на СПОТ - рынке равнялась 100 \$.

#### **Решение.**

*Если 30 августа на текущем рынке индекс по отношению к базисному курсу иностранной валюты составит  $I = 1.25$ , то владелец августовского опциона типа "X", который дает ему право купить валюту за 100 \$, получит прибыль в раз-*

мере:  $125 \$ - 110 \$ = 15 \$$ , а продавец опциона, вынужденный оплатить выигрыш владельца, будет иметь соответствующий убыток, частично возмещенный полученной им при продаже опциона премией.

С учетом опционной премии, уплаченной при покупке опциона (5 \$), сумма выигрыша владельца опциона будет:  $15 \$ - 5 \$ = 10 \$$ .

По августовскому опциону "У" держатель получит несколько меньший доход, а продавец будет иметь меньший убыток:  $125 \$ - 115 \$ = 10 \$$ , а с учетом премии:  $10 \$ - 3 \$ = 7 \$$ .

Предположим, что в сентябре курс иностранной валюты упал, и 29 сентября индекс составил 0.98 по отношению к курсу на момент покупки опциона.

В этом случае владелец сентябрьского опциона "Х", который мог бы на текущем рынке купить валюту дешевле, чем по условиям опционной сделки, то есть за:  $100 \$ \times 0.98 = 98 \$$ , несет убытки в сумме:  $110 \$ - 98 \$ = 12 \$$ .

Данная сумма выплачивается продавцу опциона, получившему выигрыш. Общие потери владельца сентябрьского опциона "Х" составят:  $12 \$ + 5 \$ = 17 \$$ .

Убытки же владельца сентябрьского опциона "У" будут еще более значительными:  $115 \$ - 98 \$ = 17 \$$ , а с учетом опционной премии, уплаченной при покупке опциона,  $17 \$ + 4 \$ = 21 \$$ .

В то же время продавцы того и другого опциона по состоянию на 29 сентября будут иметь общий доход в сумме проигрышей владельцев, так как курсы иностранной валюты на текущем рынке снизятся, и значение индексов будет меньше единицы.

В зависимости от соотношения между уровнем цены исполнения опционного контракта и наличной цены базового актива различают несколько категорий опционов.

- **Опцион "с выигрышем"**, цена исполнения которого для опциона колл ниже, а для опциона пут выше цены валюты или другого финансового актива на наличном рынке, то есть в момент заключения контракта его покупатель находится в выигрышной ситуации. Естественно, что такие опционы имеют наивысшую премию на срочном рынке, так как их немедленное исполнение принесло бы доход владельцу.

- **Опцион "без выигрыша"** характеризуется равенством опционной и наличной цены валюты в момент покупки опциона, и прогнозировать будущую его доходность можно только на основе точного прогноза динамики цен на СПОТ - рынке. Такие опционы стоят меньше опционов с выигрышем.

- **Опцион "с проигрышем"** стоит на рынке опционов дешевле, чем другие категории контрактов, так как в момент заключения контракта цена опциона-колл выше, а опциона-пут ниже наличной цены валюты, то есть в начальный период владелец опциона будет нести убытки. Приобретают опционы "с проигрышем", надеясь на резкое изменение конъюнктуры валютного рынка.

С учетом свойств, присущих различным видам опционов, трейдеры разрабатывают опционные стратегии для выбора линии поведения на опционной бирже. Использование рационального сочетания операций с опционами в каждой конкретной ситуации позволяет им получать значительный доход.

Опционной стратегией считается модель, характеризующая основные способы получения дохода участниками игры. Все они основаны на комбинации различных видов оп-

ционов с другими производными инструментами. Рассмотрим наиболее распространенные типы опционных стратегий.

**Стратегии открытых позиций** предполагают открытие биржевой позиции через операции по покупке или продаже разных опционов, например: покупка опциона-колл; покупка опциона-пута; продажа колл или пута, покупка валюты или продажа валюты.

**ПРИМЕР.** Стратегия «купить колл» на 100 Е, цена исполнения – 1.15 \$/Е, срок исполнения – август, опционная премия – 1.5\$. Пусть курс евро на  $S$  – рынке возрастает до 1.26 \$/Е. У трейдера образуется выигрышная позиция. Его выигрыш составит:  $B = O - S - \Pi$ , где:  $O = 1.15 \text{ \$/Е} \times 100 \text{ Е} = 115\text{\$}$  – опционная цена,  $S = 1.26 \text{ \$/Е} \times 100 \text{ Е} = 126 \text{ \$}$  – цена опционного актива на  $Spot$  – рынке,  $\Pi = 1.5 \text{ \$}$  – опционная премия, уплаченная трейдером надписанту в момент покупки опциона.  $B = 126 \text{ \$} - 115 \text{ \$} - 1.5 \text{ \$} = 9.5 \text{ \$}$ .

**Стратегия «купить пут»** - выбирается трейдером в надежде на снижение спот - курса опционного актива, при этом его прибыли буде равна выигрышу за минусом опционной премии. **Стратегия «надписать колл»** - является удачной, если на текущем рынке курс падает, прибыль будет равна выигрышу плюс премия. **Стратегия «продать пут»** - выбирается в расчете на рост курса.

**Стратегии закрытых (хеджированных) позиций** основаны на одновременной продаже опционов и соответствующих опционных активов (для пут-опционов), или покупке валюты и продаже опциона-колл по выгодной для трейдера цене. Выбор такой стратегии позволяет трейдеру хеджировать курсовой и позиционный риски.

**Стратегия «спрэд – позиций»** определяется набором опционов колл (колл – спрэд) или опционов – пут (пут – спрэд), портфель которых позволяет одновременно покупать и продавать разные опционы с целью максимизации спрэдов (маржи). **Горизонтальные спрэд** - опционы характеризуются разными датами исполнения и имеют одинаковую цену (продать краткосрочный колл и купить долгосрочный колл по такой же цене; продать долгосрочный колл (пут) и купить долгосрочный колл (пут)); **вертикальные спрэды**, напротив, имеют одинаковые сроки, но отличаются уровнем цены (продать колл с большей и купить колл с меньшей ценой; продать пут с меньшей и купить пут с большей ценой исполнения и одинаковыми сроками); **диагональные спрэды** различаются и датой, и ценой исполнения сделки, представлены комбинацией из всех видов. Спрэды, ориентированные на повышение цен, соответствуют позиции **«быка»**, на понижение курса – позиции **«медведя»**.

**Комбинированные стратегии** выбираются при ожидании стабильных цен или предсказуемой их динамике. Все они представляют собой различные сочетания операций по покупке коллов и путов с разными ценами. Наиболее распространены такие комбинации, как **стрэдл** (покупка колла и пута с одинаковыми датами и разными ценами), **стрэнгл** (покупка колла и продажа пута с разными уровнями цен и одной датой), **стрип** (при падении цены приобретается больше путов, чем коллов), **стрэп** (покупаются больше коллов при тенденции к росту цен на опционный актив), **спрэд-бабочка** (в расчете на стабильные цены покупается два колла по разным ценам и продается два колла по средней цене). Целью любой стратегии является максимизация прибыли трейдера.

## 4.5. ИНСТРУМЕНТЫ ПОКРЫТИЯ ПРОТИВ РИСКА НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

### 4.5.1. Регулирование риска открытых валютных позиций

В мировой экономике термин “**покрытие**” (**COVER, SETTLEMENT**) используют для отображения способов **страхования против финансовых рисков** самой различной природы. Анализ основных инструментов покрытия против валютных рисков на финансовом рынке начнем с рассмотрения проблемы регулирования риска открытых позиций, который особенно значителен и опасен на финансовых рынках государств с переходным типом экономики, отличающейся нестабильностью и слабой предсказуемостью экономической ситуации.

Риск открытых валютных позиций представляет собой такое состояние валютного рынка, при котором объем спроса на валюту не соответствует объему предложения. Данная ситуация может привести к дефициту валютных ресурсов или их избытку в зависимости от конъюнктуры рынка.

**Открытая короткая валютная позиция** наблюдается в тех случаях, когда спрос валюты на рынке превышает предложение. Она является наиболее опасной для участников валютных операций, так как порождает дефицит иностранной валюты.

**Открытая длинная валютная позиция** характеризуется превышением объема предложения валюты над текущим спросом и приводит к падению курса иностранной валюты вследствие избытка ее на валютном рынке. При равенстве объема покупки – валютного актива, объему продажи – пассиву, валютная позиция считается **закрытой**.

Рассмотрим основные способы регулирования риска открытых валютных позиций на разных уровнях финансового рынка.

- **Открытые валютные позиции в масштабах национального валютного рынка** ведут к нарушению его равновесия и дестабилизируют процесс курсообразования в стране. Для уменьшения риска открытых позиций на валютном рынке государство применяет определенные меры по регулированию валютных позиций.

1. Ограничение валютного оборота банков с учетом величины их капитала через установление соответствующего коэффициента валютного оборота.

2. Лимитирование максимальных объемов покупки или продажи валюты отдельными участниками валютного рынка.

3. Определение максимально допустимых размеров открытых валютных позиций в зависимости от активов банков.

4. Измерение риска открытых валютных позиций через отклонения от разработанных стандартов по каждой валюте в расчете на 1 млн. \$ США.

5. Осуществление валютных интервенций Государственным банком путем выведения на рынок соответствующих объемов валюты в случае открытой короткой или скупки валюты в случае открытой длинной валютной позиции.

- **Открытые валютные позиции на форексной бирже** появляются в тех случаях, когда маклер уменьшает или увеличивает цену по сравнению с равновесной среднерыночной ценой с целью создания валютных резервов либо избавления от излишков валюты. Основным инструментом регулирования открытых валютных позиций при несовпадении на валютной бирже количества заявок на покупку и на продажу валюты

служит изменение валютной маржи и валютного курса в зависимости от вида открытой позиции.

- **Открытые валютные позиции весьма опасны и для отдельных трейдеров.** В этом случае вид открытой позиции определяется соотношением между суммой покупки и суммой продажи валюты по итогам торгов в отдельные биржевые дни и в целом за анализируемый период времени. При длинной позиции объем купленной валюты выше объема проданной, и наоборот.

**ПРИМЕР.** Произведем анализ условной ситуации, которая характеризуется следующим соотношением между объемом покупки и объемом продажи иностранной валюты, и обозначим тип открытой позиции трейдера:

Таблица 4.1 – Биржевая сводка

Дата	Объем продажи, \$ США	Объем покупки, \$ США	Вид валютной позиции
25.01.2004	$P(1) = 350$	$Q(1) = 370$	Длинная валютная позиция
29.01.2004	$P(2) = 320$	$Q(2) = 310$	Короткая валютная позиция
27.01.2004	$P(3) = 350$	$Q(3) = 350$	Закрытая валютная позиция
Итого:	$P = 1020$	$Q = 1030$	Открытая длинная валютная позиция

Закрытие открытых позиций осуществляется трейдерами на основе маневрирования ценами для более интенсивной скупки (при наличии открытой короткой позиции) или продажи валюты (если позиция длинная).

#### 4.5.2. Хеджирование процентного риска на валютном рынке

Процентные риски на валютном рынке связаны с неравномерным изменением процентных ставок по валютам, участвующим в сделке. Они наиболее опасны на срочном финансовом рынке при совершении форвардных операций, так как в результате изменения учетного процента ставок форвардных операций могут нести весьма значительные потери.

Направления и тенденции в изменении процентных ставок учитываются при определении форвардного курса валют. Точно предсказать их поведение на длительную перспективу достаточно трудно, поэтому участники срочных операций стараются принять меры по уменьшению процентного риска путем хеджирования.

Наиболее распространенным способом хеджирования является применение валютных фьючерсов и опционов, механизм которых был рассмотрен выше.

Кроме них в настоящее время существует достаточно широкий арсенал новых мер защиты, основанных на сочетании особенностей различных видов срочных операций.

- **Операции встречного симметричного форварда типа ФРА – ФРА**

Рассмотрим суть данной операции на таком примере.



Треjder - уполномоченный банк - заключает с другим банком срочный внебиржевой контракт на продажу ему спустя установленный срок определенной партии валюты по согласованному форвардному курсу. Так как на будущий валютный курс влияет изменение процентных ставок по валютам сделки, характер которого трудно предугадать, трейдер принимает на себя соответствующий процентный риск.

В том случае, когда текущий курс валюты на СПОТ - рынке возрастет, он все-таки будет вынужден продать валюту по указанному в контракте форвардному курсу и понесет на этом убытки. Чем больше срок форвардного контракта, тем выше процентный риск трейдера. Застраховать этот риск банк или другой участник сделки может с помощью одновременного заключения встречного форвардного контракта на покупку партии валюты по выгодной для него цене.

Для страхования процентного риска при заключении форвардного контракта на покупку валюты целесообразно одновременно заключить форвардный контракт и на продажу соответствующей партии иностранной валюты.

- **Использование операций СВОП (SWAP)**

Термин "своп" используется на финансовом рынке в следующих ситуациях:

а) для обозначения премий и дисконтов к пунктам курсов покупки (bid price) и продажи валюты (offer price) при котировке форвардных сделок "аутрайт" (см. раздел 4.2 учебного пособия);

б) для характеристики "портфельных" сделок на биржевом рынке, включающих в себя одновременное заключение различных валютных контрактов;

в) для межбанковских соглашений о взаимном обмене финансовыми активами в виде кредитных сделок с разными условиями.

В 80-е годы возник межбанковский рынок валютных и процентных свопов, бурное развитие которого объяснялось значительными колебаниями курсов валют на мировом пространстве, повышением интенсивности международного перелива капитала, неравномерностью инвестиционных потоков и другими причинами.<sup>1</sup>

По своей сущности операции СВОП предполагают взаимный обмен между двумя трейдерами встречными потоками платежей, отличающихся видом валюты, характером процентных ставок и другими параметрами.

- **Процентные свопы** предназначены, главным образом, для хеджирования риска изменения процентных ставок по валютам форвардных операций и могут осуществляться в виде следующих друг за другом сделок, с помощью которых меняются местами плавающие и фиксированные ставки.

- **Валютные свопы** основаны на перекрестном кредитовании, выраженном в разных валютах, и применяются банками для страхования от курсовых рисков и роста долговых обязательств. Так как валютные и процентные свопы лежат в основе современного механизма защиты от кредитных рисков, более подробно они будут рассматриваться в разделе 5.4.

- Комбинации свопов представляют собой **валютно-процентные свопы**, которые широко используются для покрытия риска на финансовом рынке трейдерами, умело со-

---

<sup>1</sup>/86/, стр. 84-86.

четающими разные виды текущих контрактов на СПОТ–рынке с возможностями срочных операций.

Например, продав на наличном рынке партию валюты, банк, желая уменьшить свой риск, одновременно заключает форвардный контракт на покупку такой же партии. Для того же, чтобы исполнить форвардный контракт на продажу иностранной валюты, целесообразно заключить наличную сделку по ее приобретению на СПОТ–рынке. В этих случаях составляются два контракта одновременно, примерно в равных суммах, но с разными сроками валютирования, что позволяет почти полностью застраховаться от валютного риска, а также получить прибыль при правильном прогнозировании поведения валютных курсов.

Участниками операций СВОП могут быть девизные банки–контрагенты; Центральные банки государств, использующие возможности свопов для временного обмена валютами, создания валютных резервов, хеджирования риска открытых позиций и риска валютных курсов, отдельные валютные трейдеры.

- **Использование рынков ссудного капитала**

Купив на текущем СПОТ–рынке валюту по наличному курсу, трейдер (банк) может выдать ее в виде кредита под соответствующий процент и одновременно продать такую же сумму на условиях форвардной сделки, но срок форвардного контракта при этом должен быть не меньше, чем срок возврата кредита.

В течение всего кредитного срока банк будет получать соответствующую оплату в виде кредитного процента, и общая погасительная сумма по кредиту, полученная банком после окончания срока кредитования, превысит объем купленной им ранее валюты. Следовательно, к моменту исполнения обязательств по форвардному контракту банк будет иметь необходимую для этого валюту с премией. Такая операция уменьшит степень процентного риска трейдера и принесет ему определенный доход.

- **Использование денежного и кредитного рынков**

**1 способ:** на СПОТ–рынке приобретается иностранная валюта, которая помещается на депозитный валютный вклад с целью получения процентного дохода. Одновременно заключается форвардный контракт на продажу такого же количества иностранной валюты спустя определенный срок, который должен быть не менее срока действия депозитного договора.

Этот способ наиболее эффективен тогда, когда ставка процента по валютным вкладам выше, чем ставка по вкладам в национальной валюте.

**2 способ:** если процентная ставка по вкладам в национальной валюте более высока, чем по иностранной, приобретение иностранной валюты на СПОТ–рынке нецелесообразно. Наоборот, она немедленно конвертируется в национальную валюту, которая и помещается на депозитный счет.

Одновременно заключается форвардный контракт на продажу иностранной валюты со сроком, несколько превышающим срок действия депозитного договора. После его окончания капитализированная сумма в национальной валюте снимается с депозита и конвертируется по текущему курсу в иностранную валюту, требуемую для исполнения

форвардного контракта. Трейдер при этом получает соответствующий доход и в виде банковского процента, и на разнице наличного и форвардного курсов.

• **Обоснованная котировка форвардного курса валют сделки**

Как было отмечено в разделе 4.2, котировка форвардных ставок всегда производится с учетом курса СПОТ. Если процентная ставка по валюте платежа выше, чем по валюте сделки, форвардная цена котировается с премией, то есть  $F = S + П$ . В тех случаях, когда процент по иностранной валюте-товару выше, чем по валюте платежа, из курса СПОТ вычитается депорт, и котировка выполняется с дисконтом:  $F = S - D$ . Для облегчения процедур расчета курса покупки и курса продажи иностранной валюты, можно использовать стандартные правила обоснованной котировки.

**1-е правило:** Если порядок F-котировки “**большее число – меньшее число**”, форвардный дифференциал вычитается из курса СПОТ. Иностранная валюта продается на форвардном рынке с дисконтом, чтобы величина форвардной маржи была выше, чем маржа по наличным операциям.

**2-е правило:** Если порядок форвардной котировки противоположный, то есть “**меньшее число – большее число**”, иностранная валюта продается с премией, а форвардный дифференциал суммируется со СПОТ - курсом валюты.

Рассмотрим применение этих правил на условном примере.

**ПРИМЕР.** На S-рынке прямой курс покупки 1 ЕВРО составляет 1.2241 доллара США, а курс продажи – 1.2260 \$ за 1 ЕВРО. Форвардный дифференциал к курсу покупки по 1-месячному форварду составляет 20 пунктов (0.0020), а к курсу продажи – 15 пунктов (0.0015). По 2-месячному форварду форвардный дифференциал к курсу продажи увеличен до 25 пунктов, а форвардный дифференциал к курсу покупки остался на прежнем уровне. Произвести котировку форвардного курса 1 ЕВРО в долларах США по 1-месячному и 2-месячному форвардным контрактам и определить текущую и форвардную маржу по обеим операциям.

**Решение.**

Валютная маржа на СПОТ-рынке равна разнице между текущим курсом продажи и курсом покупки ЕВРО в долларах США и составляет:  $1.2260 - 1.2241 = 0.0019$  или 19 пунктов. Используя правило котировки, определим форвардный курс покупки 1 ЕВРО с дисконтом по схеме “**большее число – меньшее число**”:  $1.2241 - 0.0020 = 1.2221$  \$ / Е, Курс продажи 1 доллара составит:  $1.2260 - 0.0015 = 1.2245$  \$ / Е. Форвардная маржа будет равна:  $1.2245 - 1.2221 = 0.0024$  \$ / Е, или 24 пункта, то есть увеличится по сравнению с S – рынком на  $0.0024 - 0.0019 = 0.0005$ , 5 пунктов.

Приведенные выше расчеты можно представить в виде схемы:

Котировка	bid price	offer price
S-рынок	1.2241 \$	60 / Е
Д ф.	20	15 / Е
1-мес. F	1.2221 \$	45 / Е

Так как порядок *F*-котировки по 2-месячному форварду "меньшее число - большее число", форвардный курс определяется суммированием дифференциала с соответствующими наличными котировками, что обеспечивает возрастание форвардной маржи по сравнению с текущей.

Котировка	bid price	offer price
S-рынок	1.2241\$	60 / E
Д Ф.	20	25 / E
2-мес.F	1.2261\$	85 / E

Следовательно, форвардная маржа по 2 - месячному форварду составит:  $1.2285 - 1.2261 = 24$  пункта, или на 5 пунктов выше, чем на СПОТ-рынке в момент подписания контракта (19 пунктов).

Таким образом, в основе прямой котировки форвардных курсов лежит принцип увеличения форвардной маржи по сравнению с маржой наличного валютного рынка, что позволяет уменьшить процентный риск трейдера.

#### • Арбитраж на валютном рынке

Операции арбитража основаны на сочетании сделок покупки и продажи двух валют, заключаемых синхронно и приносящих прибыль их участникам. В основе механизма образования арбитражной прибыли лежит разница в размере процентных ставок по валютам сделки. Целью операций арбитража может являться снижение процентного риска, получение прибыли, установление паритета процентных ставок на финансовом рынке. Рассмотрим наиболее распространенные на валютном рынке схемы арбитража. Они основаны на различных соотношениях между процентными ставками по национальной валюте – валюте платежа - "r1" и по иностранной валюте – валюте сделки - "r2":

**А.** Если ставка по национальной валюте ниже, чем по иностранной, то есть  $r1 < r2$ , возможны различные схемы операций арбитража, описание которых приводится в специальной литературе. Рассмотрим некоторые из них.

**1 схема арбитража.** Трейдер берет кредит в национальной валюте, так как плата за него будет ниже, чем за кредит в иностранной валюте. На текущем рынке СПОТ национальная валюта конвертируется в иностранную валюту, которая помещается на депозит. Спустя установленное депозитным договором время капитализированный вклад в иностранной валюте снимается с депозита. По текущему курсу приобретается национальная валюта, требуемая для погашения кредита, при этом трейдер получает прибыль.

**2 схема арбитража.** Взятая на условиях межбанковского кредита национальная валюта конвертируется в иностранную на текущем рынке. Полученная в результате обмена иностранная валюта выдается заемщикам в виде валютного кредита под соответствующий процент. Это обеспечивает трейдеру (банку) получение прибыли за счет платы за кредит. По истечении срока действия кредитного договора по выданной в качестве ссуды иностранной валюте возвращенная вместе с процентами ее сумма переводится в национальную валюту на текущем рынке. За счет полученных средств банк погашает взятый им межбанковский кредит и имеет значительную прибыль.

Арбитражный механизм способствует установлению равновесия на валютном рынке, так как в результате описанных валютных операций постепенно обеспечивается паритет процентных ставок. Возрастание спроса на кредиты в национальной валюте ведет к повышению ее процентной ставки. В то же время растет приток депозитных вкладов в иностранной валюте, а это способствует понижению депозитного процента.

Таким образом, процентные ставки вследствие арбитражных операций имеют тенденцию к выравниванию.

**Б.** Рассмотрим ситуацию, при которой ставка процента по национальной валюте превышает процентную ставку по вкладам в иностранной валюте, то есть  $r_1 > r_2$ .

Трейдерам более выгодно брать кредит в иностранной валюте, которую он может продать на условиях форвардной сделки. В то же время данная сумма иностранной валюты на СПОТ-рынке переводится в национальную и помещается на депозитный вклад. После истечения депозитного срока капитализированный вклад в национальной валюте снимается с депозита и конвертируется на текущем рынке в иностранную валюту, требуемую для исполнения условий форвардного контракта.

При таком соотношении между процентными ставками возможны различные комбинации действий с валютой на S- и F-рынках, которые могут принести трейдеру значительный доход и, в случае успешного арбитража, восстановят паритет ставок на финансовом рынке.

**ПРИМЕР.** Пусть ставка по национальной валюте  $r_1 = 12\%$ , по иностранной  $r_2 = 8\%$  годовых. Определить финансовые результаты трейдера, применяющего арбитраж, основанный на сочетании свойств наличного и срочного рынка.

#### Решение.

*Треjder может действовать следующим образом:*

**1 способ.** Положить национальную валюту на депозитный вклад, который обеспечит ему спустя год доход в размере  $12\%$ .

**2 способ.** Произвести ряд сделок с иностранной валютой по такой схеме:

- приобретение на **S – рынке** иностранной валюты;
- продажа иностранной валюты на форвардном рынке с премией в размере  $6\%$  годовых;
- депонирование иностранной валюты на 1 год под  $8\%$  годовых.

Таким образом, через 12 месяцев трейдер будет иметь прибыль в размере  $14\%$  первоначальной суммы, тогда как депозитный вклад в национальной валюте дал бы ему только  $12\%$  прибыли в год.

Эта схема арбитража также приводит к установлению паритета процентных ставок, так как возрастание спроса на иностранную валюту способствует повышению текущей ее цены и росту процентных ставок, в то же время уменьшается депозитный процент по вкладам в национальной валюте.

Умелое использование аппарата арбитража ведет к уменьшению риска на валютном рынке, способствуют его развитию и установлению равновесия, что в целом благотворно сказывается на состоянии экономики.

#### 4.6. ВОПРОСЫ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ

1. Назовите основные отличия рынка СПОТ от форвардного.
2. Охарактеризуйте структуру и особенности рынка срочных сделок.
3. В чем состоит сущность форвардной сделки?
4. Сформулируйте правила котировки форвардного курса валюты.
5. Каковы основные особенности форвардных операций с валютой?
6. Какие виды форвардных сделок заключаются на финансовом рынке?
7. Что называется простой форвардной сделкой типа "аутрайт"?
8. В чем состоят основные отличия фьючерсного рынка от форвардного?
9. Опишите отличительные особенности товарных и финансовых фьючерсов.
10. Охарактеризуйте фьючерсные контракты как особый вид ценных бумаг.
11. Сформулируйте правила определения фьючерсной маржи и базиса фьючерса.
12. Опишите способы хеджирования и виды спекуляций на фьючерсном рынке.
13. Охарактеризуйте рынок финансовых фьючерсов, его цели, задачи, участников.
14. Опишите механизм осуществления фьючерсных операций с валютой
15. Дайте характеристику основным типам опционов и условиям обращения их на финансовом рынке.
16. Что такое "опционная премия", и какие факторы влияют на ее величину?
17. Как определяется и от чего зависит страйковая цена опциона?
18. Охарактеризуйте области использования опционов в современных условиях.
19. Опишите механизм использования индексного опциона для спекуляций.
20. Какие способы применяются для регулирования риска открытых позиций на валютном рынке?
21. Что такое "процентные риски", и на чем основано их страхование?
22. Каковы основные цели, задачи и схемы арбитража на валютном рынке?
23. Опишите операции СВОП как метод хеджирования валютного риска.
24. Дайте характеристику операциям встречного форварда ФРА-ФРА.
25. Выполните сравнительный анализ покрытия риска на рынках фьючерсных контрактов, опционов и форвардных сделок.
26. Опишите особенности и механизм стеллажных сделок СТРАДДЛ.

#### 4.7. ЗАДАЧИ И СИТУАЦИИ К ГЛАВЕ 4

**ЗАДАЧА 1.** Определить F-курс для 3-месячного форварда по обмену японских иен на фунты стерлингов, если сумма покупки составляет 1000 фунтов, средняя годовая процентная ставка для вкладов в иенах – 4% , для вкладов в фунтах стерлингов – 8% .

**Примечание:** Котировку текущего прямого курса фунта стерлингов на рынке СПОТ произвести исходя из данных по обменному курсу валют Национального банка Республики Беларусь по состоянию на дату расчета.

**ЗАДАЧА 2.** Определить прогнозную прибыль трейдера, которую он получит 1-го мая, 1-го июня и 1-го июля в результате стеллажной сделки СТРАДДЛ, предусматривающей продажу и покупку фьючерсных контрактов на стандартную партию валюты размером 100 тыс. долларов США за ЕВРО, если сделка совершается по такой схеме:

1-го апреля дилер покупает сентябрьский фьючерс на 100 тыс. долларов США по цене 85 тыс. ЕВРО и продает декабрьский фьючерс по цене 92 тыс. ЕВРО.

Текущий курс американского доллара по отношению к ЕВРО составил: 1-го мая – 0.7567 ЕВРО / 1 \$, 1-го июня – 0.8690 ЕВРО / 1 \$, 1-го июля - 0.9345 ЕВРО / 1 \$.

**ЗАДАЧА 3.** На валютной бирже в Бонне в октябре месяце продается INDEX PUT OPTION на сумму 1000\$ США за ЕВРО с разными сроками исполнения – в ноябре текущего года, в декабре текущего года, в январе будущего года. Величина опционной премии приведена в таблице.

Вид опционной цены	Фиксированный курс	Опционная премия при сроке исполнения		
		ноябрь	декабрь	январь
Min offer price	870 ЕВРО	3.0 ЕВРО	3.5 ЕВРО	4.1 ЕВРО
Max offer price	920 ЕВРО	3.7 ЕВРО	4.2 ЕВРО	4.6 ЕВРО

Определить выигрыш (убыток) продавцов и владельцев разных видов опциона, если курс доллара по отношению к ЕВРО составил: в октябре – 0.7950 ЕВРО / 1 \$, в ноябре - 0.8200 ЕВРО / 1 \$, в декабре – 0.9259 ЕВРО / 1 \$, в январе – 0.9380 ЕВРО / 1 \$.

**ЗАДАЧА 4.** Определить выигрыш или убыток покупателей и продавцов различных видов INDEX CALL OPTION, продаваемых в октябре месяце, используя условие задачи 3 и данные таблицы.

Вид опционной цены	Фиксированный курс	Опционная премия при сроке исполнения		
		ноябрь	декабрь	январь
Min bid price	880 ЕВРО	2.8 ЕВРО	3.4 ЕВРО	4.3 ЕВРО
Max bid price	910 ЕВРО	2.0 ЕВРО	2.3 ЕВРО	3.2 ЕВРО

#### 4.8. ОСНОВНАЯ ЛИТЕРАТУРА КО 2-Й ЧАСТИ УЧЕБНОГО ПОСОБИЯ

1. Брайен, Шривастава. Финансовый анализ и торговля ценными бумагами. – М., 1995.
2. Бункина М.К. Валютный рынок. - М., 1995.
3. Буренин А. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. -М., 1998.
4. Деньги, кредит, банки. / Под ред. Кравцовой Г.И. – Мн., 1997.
5. Колб Роберт У. Финансовые дериваты. / Пер. с англ. – М, 1997.
6. Ляшенко В.И. Фондовые индексы и рейтинги. -Донецк, 1998.
7. Первозванский А.А., Первозванская Г.Н. Финансовый рынок: расчет и риск. –М., 1994.
8. Рэдхэд К. и Хьюс С. Управление финансовыми рисками. / Пер. с англ. – М., 1996.
9. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты. / Под.ред. Торкановского В.С. – С.-Пт., 1994.
10. Тесли П.Н. Международные финансовые рынки. - Новосибирск, 1995.
11. Энг Максимо и др. Мировые финансы. / Пер. с англ. – М., 1998.

**Примечание:** Сноски в тексте 3-й и 4-й глав даны применительно к общему списку рекомендуемой литературы, приведенному в конце учебного пособия.

# ЧАСТЬ 3

## ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕСУРСЫ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

### ГЛАВА 5. РЫНОК ССУДНОГО КАПИТАЛА

#### 5.1. ССУДНЫЕ ОПЕРАЦИИ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

##### 5.1.1. Основы кредитных отношений

Товаром на рынке ссудного капитала являются **кредитные ресурсы**. Рынок кредитов представляет собой определенную часть финансового рынка, в которой происходит движение, распределение и перераспределение инвестиционных ресурсов через осуществление ссудных операций. Суть их сводится к размещению кредитными учреждениями - коммерческими банками и небанковскими финансовыми институтами - собственных и привлеченных денежных средств в виде ссудного капитала среди отдельных заемщиков на основе кредитных договоров за определенную плату.

Таким образом, кредитные операции по своей сути выступают как своеобразные торговые сделки на финансовом рынке, товарным активом которых служит ссудный капитал в виде кредитных или депозитных средств.

В основу торговых сделок со ссудным капиталом положены следующие принципы кредита, отличающие его от других видов рыночных товаров:

- **срочность**, то есть выдача кредитных ресурсов на определенный срок;
- **возвратность**, состоящая в необходимости погашения кредита после истечения срока действия кредитного договора;
- **платность** путем взимания процентной платы за пользование кредитом;
- **материальная обеспеченность** на основе предоставления заемщиком кредитору материального залога – гарантии возврата кредита; или **поручительство** ответственных лиц, согласных разделить с заемщиком ответственность за своевременное погашение кредита;
- **целевая направленность**, предусматривающая использование кредитных ресурсов строго по целевому назначению;
- **прибыльность** ссудного капитала посредством инвестирования его только в те активы, которые смогут обеспечить прирост прибыли.

В кредитных взаимоотношениях обычно участвуют две стороны:



**финансовое учреждение, являющееся кредитором** - формирует предложение кредитных ресурсов и выполняет функции продавца на финансовом рынке;

**заемщик (юридическое или физическое лицо)** - выступает в роли дебитора, реализуя спрос на кредитный капитал и приобретая кредитные ресурсы. На рынке ссудного капитала заемщик является покупателем.

В некоторых видах кредитных сделок может принимать участие более двух сторон. Так, кредитование крупных целевых программ может производиться на принципах консорциального кредита, который выдается путем концентрации кредитных ресурсов нескольких банков, несущих солидарную ответственность и солидарный риск.

Правовой основой кредитных сделок служит договор.

В **кредитном договоре** устанавливаются права, обязанности и ответственность сторон, закрепляются условия и сроки предоставления ссудного капитала заемщику, оговариваются способы возврата кредитных ресурсов кредитодателю после окончания срока кредитования. Договором регламентируется сумма и вид кредита, процентная ставка его оплаты, срок погашения, формы обеспечения и другие данные.

Ссудный капитал может обращаться на рынке с различными целями. Цель получения ссуды оговаривается в договоре кредита и влияет на его вид, цену и сроки.

Рассмотрим основные виды кредитов в зависимости от объекта кредитования.

Широко распространены на финансовом рынке **кредиты в текущую деятельность** субъектов хозяйствования, предназначенные для покупки сырья и товарно-материальных ценностей, погашения сезонных затрат, оплаты энергоресурсов, покрытия временной потребности в денежных средствах и т.д. Такие виды кредитных договоров обычно заключаются на небольшой срок, поэтому данный вид кредита является краткосрочным.

**Кредиты в инвестиционную деятельность** используются заемщиками для развития производственно-технической базы предприятий, нового строительства, расширения и технического перевооружения, реконструкции и модернизации производства, инноваций. Эти кредиты, как правило, являются средне- или долгосрочными. Они привлекаются для качественного совершенствования основных фондов субъектов хозяйствования и увеличения национального богатства страны, так как способствуют формированию валовых капитальных вложений в государстве.

Большое значение в решении социальных проблем и структурных преобразованиях экономики имеет **льготное кредитование** отдельных категорий заемщиков, осуществляемое в соответствии с целевыми государственными программами.

Льготные кредиты являются действенным инструментом косвенного государственного регулирования. Они направлены на стимулирование и поддержку определенных сфер деятельности в государстве и предусматривают, например, льготное кредитование предприятий малого и среднего бизнеса, индивидуального жилищного строительства, молодых семей, приобретения товаров народного потребления и другие виды кредитов с уменьшенной ставкой оплаты.

Для уменьшения кредитных рисков многими государствами используется такая мера, как некоторое целенаправленное ограничение кредитной сферы. В ряде стран не допускается выдача кредитов на возмещение убытков, вызванных бесхозяйственностью, на оплату страховки, налогов, погашение задолженностей по невозвращенным кредитам

прошлых лет. В Республике Беларусь, например, не выдаются кредиты для формирования уставного фонда при создании предприятий, для приобретения ценных бумаг, оплаты дивидендов по акциям акционерного общества, уплаты процентов за другой, взятый ранее, кредит.

**Кредитная система государства** включает в себя Центральный банк государства, акционерные коммерческие банки, а также парабанковские учреждения в виде таких специализированных организаций, как лизинговые фирмы, страховые и инвестиционные компании, пенсионные фонды, кредитные товарищества, общества взаимного кредитования, клиринговые центры, ломбарды и другие небанковские учреждения. Они занимаются более узкими видами кредитно-финансовой деятельности, чем акционерно-коммерческие банки, либо ориентируются на конкретных клиентов.

- **Негосударственные кредитные ассоциации** типа кредитных союзов и кредитных товариществ, обществ взаимного кредитования и прочих добровольных объединений создаются с целью обслуживания своих членов. Их кредитные ресурсы образуются за счет привлекаемых вкладов и взносов и используются для предоставления ссуд, учета векселей, различных видов посреднической и консалтинговой деятельности в интересах членов- вкладчиков.

- **Инвестиционные фонды** предназначены для привлечения финансовых средств индивидуальных и корпоративных инвесторов с целью размещения их в наиболее прибыльные отрасли экономики и виды деятельности.

- **Страховые компании и пенсионные фонды**, основная деятельность которых не связана с кредитными операциями, могут использовать свои временно свободные денежные активы в качестве ссудного капитала для получения дополнительной прибыли на финансовом рынке, если это разрешено законодательством страны.

- **Ломбарды** выдают кредит под залог ценного имущества заемщика, передаваемого на хранение вплоть до момента погашения кредита. Ломбард имеет право при нарушении сроков и условий возврата кредитных средств реализовать заложенное имущество на комиссионных началах, чтобы возместить свои потери.

Порядок кредитования определяется нормативными актами, действующими на финансовом рынке, и включает в себя следующие процедуры:

1. Лицо, желающее получить кредит, представляет в банк кредитную заявку, бизнес-план предприятия (для юридических лиц), востребованные банком планово- отчетные документы, подтверждающие кредитруемую сделку.

2. Банк в установленном порядке рассматривает заявку, проверяет содержащиеся в ней сведения и изучает представленную заемщиком документацию.

3. При положительных результатах проверки между банком и клиентом заключается кредитный договор, в котором фиксируются условия сделки.

4. Банк открывает и оформляет счета, требуемые для обслуживания кредита.

5. В согласованном обеими сторонами порядке производится материальное обеспечение кредита или оформляется поручительство ответственных лиц.

6. Выдача кредитных ресурсов банком заемщику обычно осуществляется в безналичной форме путем перечисления средств на счет заемщика или его чековую книжку.

7. Своевременное внесение платы за кредит и погашение кредитной суммы являются первоочередными обязательствами заемщика и условием возобновления кредитных взаимоотношений с банком для получения новых ссуд.

При нарушении сроков погашения кредита банк имеет право:

- предъявить требование к взысканию соответствующих сумм со счета гаранта (поручителя);
- потребовать реализации залогового имущества заемщика;
- получить от страхователя сумму страховки по кредиту;
- пролонгировать (продлить) непогашенную сумму кредита с взиманием повышенной ставки кредитного процента;
- переуступить требования к данному заемщику своим кредиторам или специализированным факторинговым фирмам, заключив с ними соответствующий договор факторинга об уступке прав на возврат кредита;
- возбудить в судебном порядке дело о признании заемщика экономически несостоятельным и подлежащим процедуре банкротства;
- погасить безнадежную задолженность за счет резервного фонда, создаваемого банком из прибыли на возможные потери по сомнительным долгам.

Порядок оформления кредитных счетов влияет на эффективность ссудных операций и оговаривается в условиях договора.

**А. Кредиты с отдельных ссудных счетов** могут предоставляться заемщикам по срочным кредитным обязательствам в виде единовременной суммы, ежедневных или периодических платежей, кредитных линий. Ссудные счета открываются кредитодателем независимо от наличия текущего счета дебитора в данном банке. Конкретные сроки и способы погашения кредита устанавливаются в кредитном договоре.

Кредит может погашаться путем списания средств, поступающих на текущий счет, или на основе платежных поручений. При недостатке у заемщика средств для своевременного возврата кредита задолженность переоформляется на новый лицевой счет под повышенный процент, являющийся своеобразной штрафной санкцией. Это побуждает заемщика ответственно относиться к исполнению обязательств по кредиту.

**Б. Кредитование по специальным ссудным счетам** может осуществляться банками, в которых имеется расчетный счет заемщика. Выдача ссуд производится перечислением денег со специального счета на текущие счета в заранее согласованные сроки. Возможна оплата расчетно-денежных документов посредством списания со спецсчета требуемых сумм.

Получаемые дебитором денежные средства в виде выручки и других платежей в его адрес также зачисляются на специальный счет для погашения кредита. Дебиторская задолженность образуется на дебете спецсчета и является основанием для санкций – черз штрафы, пени, увеличение процента.

**В. Кредит по контокоррентному счету** оформляется на одном активно-пассивном счете, где отражаются все операции, образующие оборот предприятия-клиента. Дебетовое сальдо счета означает наличие долга заемщика банку, кредитовое – долг банка клиенту. Платежи в счет погашения задолженности и перечисление банком средств для обслуживания текущей деятельности дебитора отражаются в соответствующих позици-

ях единого корреспондентного счета, который полностью характеризует текущую кредитную ситуацию.

**Г. Первоклассным заемщикам банк может открывать особый счет, называемый овердрафтом.** Такие виды кредитного обслуживания используются банком для создания постоянного круга клиентов, привлечения новой клиентуры, повышения конкурентоспособности на финансовом рынке.

Суть овердрафта сводится к выдаче постоянным вкладчикам, редко пользующимся кредитными услугами, краткосрочных кредитов под пониженный процент. Во временном кредитном соглашении устанавливается особая плата за овердрафт, которая бывает ниже депозитного процента. Чтобы уменьшить риск банка-кредитора и гарантировать возврат кредита, сумма овердрафта не должна превышать размера депозита клиента в данном банке.

**Д. Консорциальные (синдицированные) кредиты** оформляются путем создания особого механизма аккумуляции кредитных ресурсов нескольких банков на основе кредитного соглашения, в котором устанавливается доля участия каждого из них в кредитовании крупного заемщика. Банк - руководитель консорциума - полученные от банков-участников денежные средства перечисляет на ссудный счет заемщика и принимает на себя все обязанности по обслуживанию кредита. Солидарная ответственность участников консорциального кредита позволяет снизить степень риска, сопряженного с большими заемными суммами, и помогает получить значительную прибыль.

### 5.1.2. Виды и особенности кредита

Развитие финансового рынка сопровождается увеличением разнообразия кредитных сделок. Их характер зависит от формы кредита, взаимоотношений между его контрагентами, предмета и объекта кредитного договора, способов оплаты, платежных инструментов и ряда других факторов. Рассмотрим наиболее распространенные на рынке ссудного капитала виды кредита.

- **Банковский кредит**

В его основе лежат регулируемые кредитным договором взаимоотношения между банками-кредиторами и клиентами-заемщиками по поводу предоставления последним денежных ссуд преимущественно в безналичной форме на конкретный срок за определенную плату. Гарантия возврата долга заемщиком обеспечивается на основе залога, заклада, поручительства, страховых полисов и других мер, предусмотренных кредитным договором.

**Материальный залог** сопровождается заключением залогового договора, в котором устанавливаются права и обязанности сторон в части использования и обслуживания залогового имущества на протяжении всего срока кредитования. Характер залога, востребованного банком, зависит от финансового положения и платежеспособности клиента. При формировании резервов по сомнительным долгам все заемщики условно делятся на несколько классов.

Особо надежным клиентам банк может предоставлять **доверительный кредит** без залога имущества. Оплата кредита производится заемщиками на основе дифференцированного процента от выданной суммы.

Порядок оплаты устанавливается кредитным договором с помощью процентной (кредитной) ставки.

Процентные ставки могут быть **фиксированными** – неизменными в течение всего срока действия кредитного договора; **плавающими**, которые пересматриваются банком в зависимости от ряда внешних и внутренних факторов.

Вид процентной ставки оказывает значительное влияние на степень риска участников кредитной сделки и является важным аспектом их кредитной стратегии. Процентная политика банков и способы начисления платы за кредит будут более подробно рассмотрены ниже.

- **Государственный кредит**

Данная форма кредита используется государством в лице центральных и местных органов власти для различных целей:

для аккумуляции временно свободных денежных средств населения и хозяйствующих субъектов с целью пополнения доходов государственного бюджета;

для финансирования государственных программ и инвестиционных проектов;

для формирования и развития финансового рынка, а также для решения других общеназначенных задач, требующих значительных денежных средств, без дополнительной денежно-кредитной эмиссии.

В государственных займах государство выступает в роли заемщика, способствуя временному уменьшению платежеспособного спроса на дефицитном товарном рынке, изъятию части избыточной массы денег из обращения, некоторому снижению уровня инфляции.

Благодаря государственному кредиту, местные органы власти могут частично решать проблемы формирования инфраструктуры городов, реконструкции и благоустройства, развития коммунального хозяйства, не требуя для этого значительных средств из государственного бюджета.

Основным инструментом государственного кредита служат ценные бумаги - государственные и муниципальные облигации, казначейские обязательства, векселя, размещаемые среди кредиторов – населения и хозяйствующих субъектов - на добровольных или обязательных началах. Оплата такого рода кредитных сделок может производиться путем уплаты фиксированного процента дохода по долговым обязательствам, проведением выигрышных лотерей среди участников займа и другими способами.

Государственный кредит может происходить также в форме кредитования Центральным банком расходов государственного бюджета на определенный срок. Следует, однако, помнить, что слишком интенсивное кредитование государственных расходов в различных формах может привести к возникновению значительного внутреннего долга государства, который оно будет не в состоянии покрыть с помощью имеющихся резервов или поступлений от новых займов. Такая ситуация резко ухудшает экономическую и социально-политическую ситуацию в стране и негативно отражается на ее финансах.

- **Коммерческий кредит**

Данный вид кредита представляет собой товарную форму кредитных взаимоотношений между двумя предприятиями, одно из которых (продавец, поставщик) предоставляет другому (покупателю) отсрочку по оплате за товары, услуги, работы.

Продавец товара является кредитором, который взимает плату за коммерческий кредит в виде повышающего процента, включенного в стоимость реализации. Покупатель товара – заемщик – принимает товар, обязуясь при этом своевременно и в полном объеме оплатить его и погасить кредит.

Благодаря особенностям данной формы кредита, любое предприятие может одновременно являться кредитором по одной и кредитополучателем по другой коммерческой сделке, что значительно расширяет возможности коммерческого кредита и способствует его развитию.

При оформлении коммерческого кредита заемщик передает кредитору вексель как свое долговое свидетельство, обязуясь уплатить долг в установленные договором сроки. После окончания срока кредитования уполномоченный банк в установленном порядке производит учет векселей в зависимости от их вида.

В коммерческом кредите используются два вида векселей:

а) **процентные векселя** – содержат обязательство уплаты определенной суммы долга **вместе с процентами по сделке;**

б) **дисконтные векселя** - обращаются на рынке со скидкой (дисконтом) относительно номинала, а погашаются по истечении срока согласно номиналу.

Векселя могут использоваться как самостоятельный платежный инструмент в товарных сделках, могут передаваться третьему лицу вместо денег, а также превращаться в денежный эквивалент посредством их учета в банке.

- **Вексельный кредит**

При вексельном кредите происходит выдача банком денежных ссуд предприятиям, организациям и другим заемщикам под учет представленных ими векселей на основе кредитного договора. Банк открывает на имя клиента ссудный счет специального назначения по месту размещения основного текущего счета. Кредит по векселям предоставляется за вычетом учетного процента, то есть с дисконтом.

При учете векселей право собственности по ним переходит банку, который может предъявить векселя к оплате, продать их на денежном рынке, переучесть до наступления срока платежа в Центральном банке. Большое значение в учетных операциях имеет анализ добросовестности векселей путем проверки их на предмет товарного обеспечения, на наличие акцепта банка, а также выяснением вопроса о платежеспособности векселедержателя и кредитоспособности плательщика.

Ссуда предоставляется в сумме разницы между номинальной стоимостью векселей, содержащихся в реестре заемщика, и дисконтом. Дисконтная сумма, по которой банк производит учет векселей, определяется на основе согласованного сторонами размера учетного процента. Он является основным источником дохода банка после возврата вексельного долга.

Погашение и оплата кредита производится теми средствами, которые поступают по векселю, или выручкой от его продажи на денежном секторе финансового рынка.

- **Кредитование под вексельное обеспечение**

Выдача банковских кредитов может производиться под залог вексельного обеспечения, предоставленного заемщиками. При этом право собственности на вексель остается за векселедателем, а учет векселя банком не производится.

Заемщик может воспользоваться своими правами по данному векселю только после исполнения им обязательств по кредитному договору и погашения суммы долга. В зависимости от кредитоспособности клиента и категории векселей в зачет обеспечения может приниматься сумма, составляющая до 90% от их стоимости. В тех случаях, когда заемщик не в состоянии погасить вовремя кредитный долг, все права по залоговым векселям переходят кредитодателю, который использует их для возмещения затрат по кредитованию несостоятельного заемщика.

- **Потребительский кредит**

Кредитование конечного потребления во всех государствах производится, в основном, в форме потребительского кредита, предназначенного для удовлетворения потребительского спроса населения и повышения его платежеспособности, ускорения торгового оборота товаров народного потребления и увеличения скорости оборачиваемости денежной массы, уменьшения запасов нереализованных товаров и повышения реальных доходов производственного сектора экономики.

Физические лица – заемщики – на основе заключенного с кредитодателем соглашения получают потребительскую ссуду на конкретный срок под определенный в кредитном договоре процент.

Кредиторы – коммерческие банки или небанковские кредитные учреждения – выдают потребительские кредиты по какому-либо целевому назначению: на инвестиционные нужды, для приобретения потребительских товаров или оплаты услуг рыночного характера, на жилищное строительство и развитие личного хозяйства и т.п.

Такие виды кредитования представляют собой прямой кредит потребителей и могут производиться с использованием чековых книжек, банковских кредитных карточек, электронных смарт-карт, о которых было сказано выше в разделе 2.5.

Особое место в системе потребительских кредитов занимает косвенное кредитование. В этом случае банковские кредиты выдаются торгующим учреждениям, которые сами оформляют товарный кредит своим покупателям, реализуя товар "в рассрочку". Покупатель обязуется постепенно, в течение установленного договором срока, выплатить стоимость товара вместе с процентом платы за предоставленный ему кредит.

Погашение же банковского кредита производится торгующим учреждением в обычном порядке.

- **Лизинговый кредит**

Лизинг представляет собой особую форму товарного кредита, объектом которой являются основные фонды: рабочее и силовое оборудование, транспортные средства, вычислительная техника, здания, сооружения и другое движимое и недвижимое имущество. В основе лизинговых отношений лежит контракт между лизингодателем – кредитором и лизингополучателем – арендатором, приобретающим право владения лизинговым имуществом в пределах контрактного срока за определенную плату.

**Лизингодателем** может являться коммерческий банк, его подразделения и филиалы, а также специализированные лизинговые фирмы, создаваемые крупными заводами-производителями совместно с финансовыми учреждениями. Лизингодатель является собственником лизингового имущества, так как приобретает его по заказу **лизингополучателя** за свой счет у завода – изготовителя и передает арендатору за определенную плату на установленный в договоре срок.

В зависимости от сроков использования лизингового имущества различают:

**краткосрочный лизинг** сроком до 1 года;

**среднесрочный лизинг**, продолжительность которого составляет 5 -10 лет.

Срок действия краткосрочного **оперативного (операционного) лизинга** меньше периода амортизации основных фондов, поэтому лизингодатель берет на себя все обязанности по их ремонту, обслуживанию и модернизации, включая соответствующие расчеты в ставки оплаты (полный лизинг).

По истечении лизингового срока объект лизинга возвращается лизингодателю для заключения новых лизинговых соглашений с другими пользователями, так как поступления от одного арендатора не могут обеспечить полную окупаемость затрат. Лизингополучателю такой вид кредита позволяет избежать потерь в связи с моральным и физическим износом оборудования, ускорить процесс обновления техники при наименьших финансовых затратах.

**Финансовый лизинг** – среднесрочный и долгосрочный - представляет собой своеобразную финансовую аренду, при которой лизингодатель по просьбе арендатора приобретает для него основные фонды и переуступает права владения ими на срок полной амортизации. После окончания арендного срока пользователь обычно выкупает объект лизинга по остаточной стоимости и становится его полноправным владельцем. Все обязанности, связанные с обслуживанием и ремонтом лизингового имущества, несет арендатор (чистый лизинг), зато плата за финансовый лизинг осуществляется по более низким ставкам, чем при оперативном лизинге.

Особенности взаимоотношений между субъектами лизинговых сделок влияют на характер лизинга.

**Лизинговые сделки считаются прямыми**, если лизингодатель покупает лизинговое имущество у предприятия–изготовителя за свой счет и является его владельцем.

**При лизинге производителя** лизинговая фирма финансирует завод– изготовитель, который одновременно выполняет функции лизингополучателя, сдавая имущество в **сублизинг** предприятию – арендатору.

**Возвратный лизинг** основан на заключении обратной сделки по продаже предприятием принадлежащих ему основных фондов лизинговой фирме и одновременном подписании с ней контракта по их аренде. Таким образом предприятие, не прекращая эксплуатацию нужного ему оборудования, высвобождает определенные денежные средства для участия в обороте.

В зависимости от масштаба действия лизингового контракта лизинг может быть внутренним и международным.

Все субъекты **внутреннего лизинга** (лизингодатель, лизингополучатель, завод-изготовитель) осуществляют свою деятельность в пределах экономической территории одного государства.



При **экспортном лизинге** пользователь находится вне экономической территории страны, где находятся поставщик лизингового имущества и лизингодатель. Объект лизинга в этом случае одновременно является и объектом экспорта.

**Импортный лизинг** предполагает размещение за границей предприятия – поставщика, который поставляет объект лизинга лизингодателю в другую страну на условиях импортных поставок.

**Смешанный лизинг** основан на сочетании принципов внутреннего и международного лизинга.

В тех случаях, когда все три контрагента лизинговых взаимоотношений находятся в трех разных странах, имеет место **транзитный лизинг**.

В основе лизинговых взаимоотношений между кредитором и арендатором лежит договор лизинга. В нем определяются все необходимые условия, права и обязанности договаривающихся сторон.

В лизинговом договоре фиксируются такие важнейшие параметры, как вид лизинга, распределение между участниками прав владения и использования его объекта, срок действия договора, характер обязательств лизингодателя и лизингополучателя по отношению к лизинговому имуществу, порядок осуществления и размер лизинговых платежей, ответственность сторон, санкции за нарушение договорных обязательств и другие условия.

Лизинговый кредит оплачивается на основе лизинговой ставки. Она устанавливается с учетом размера ссудного банковского процента, величины накладных расходов, затрат на страхование и обслуживание лизингового имущества. Оплата за лизинг включается вместе с прибылью лизингодателя в стоимость объекта лизинга.

Погашение лизингового кредита может происходить путем возвращения лизингодателю объекта лизинга в той же материально-вещественной форме, в которой он поступило к арендатору в момент заключения договора – оперативный лизинг, или же оплатой услуг лизинга в размере, достаточном для полной реновации лизингового имущества – финансовый лизинг. В некоторых случаях, когда после окончания срока лизинга арендатор желает продолжить пользование его объектом, составляется новый лизинговый контракт обычно по пониженной ставке и на более короткий срок.

Лизинг является прогрессивной формой финансирования инвестиций в развитие основных фондов. Он весьма выгоден кредитору, так как обеспечивает ему доход в виде лизинговой платы, выручки от реализации объектов лизинга и оплаты дополнительных услуг по страхованию, обслуживанию и ремонту лизингового имущества. Арендатор же получает возможность быстро и с минимальными финансовыми затратами обновлять основные фонды, сохраняя ликвидность баланса, экономить на уплате налогов и ускорять производственно-коммерческий оборот.

#### • **Ипотечный кредит**

Данный вид кредита представляет собой договорные взаимоотношения между кредитором и заемщиком по поводу выдачи денежных ссуд под залог недвижимого имущества. В роли кредитора могут выступать коммерческие и ипотечные банки либо специальные ипотечные компании. Заемщик – физическое или юридическое лицо – должен

владеть правами собственности на залоговое имущество, используемое им в производственно-хозяйственной деятельности и приносящее доход.

В основе ипотечного кредита лежит **ипотека** – особого рода залоговый договор, предметом которого является конкретная недвижимость, принадлежащие заемщику земельные участки с расположенными на них зданиями и сооружениями, квартиры, садовые домики и дачи, гаражи, объекты незавершенного строительства, а также права на аренду или пользование аналогичными объектами, оформленные в соответствии с действующим законодательством. Ипотека обеспечивает гарантию исполнения определенных финансовых обязательств владельца имущества перед кредитором, выступающим в роли залогодержателя. Кредитор имеет право предъявить претензии на залоговое имущество только в тех случаях, когда залогодатель не выполнил в срок свои обязательства по погашению долга.

В течение всего срока действия ипотечного договора залоговое имущество остается в руках должника, который продолжает его использовать с целью получения дохода, необходимого для оплаты кредита. Однако право собственника он сохраняет лишь номинально, так как до полного погашения кредита распорядиться залоговой недвижимостью, делать ее предметом залога в другой сделке или переуступить иным лицам залогодатель не вправе.

Кредитор может потребовать от заемщика страхования залогового имущества, устанавливать оптимальное соотношение между размером ссуды и стоимостью недвижимости, производить аудит деятельности заемщика, анализ его доходов, состояния и условий хранения предмета ипотеки. В тех случаях, когда заемщик не выполняет своих обязательств по сохранности имущества, реальная стоимость которого уменьшается, ипотечный банк имеет право настаивать на досрочном расторжении договора ипотеки и возвращении ссуды.

Оплачивается ипотечный кредит с помощью установленного банком процента. Договором ипотеки может предусматриваться право банка на периодическое изменение кредитной ставки с учетом конъюнктуры рынка, о чем заемщик должен быть уведомлен заранее. Погашение ипотечного кредита может производиться на условиях рассрочки платежа. В случае неуплаты долга по ипотеке право на залоговое имущество переходит к кредитодателю. Он может его продать, переуступить или удержать за собой в качестве возмещения финансовых потерь.

Для защиты интересов заемщика условиями договора обычно предусматривается дополнительный срок, в течение которого может быть выкуплено заложенное имущество до наступления момента полного перехода его к кредитодателю. Этим правом заемщик пользуется после погашения задолженности по кредиту.

Ипотечный кредит позволяет субъектам хозяйствования, финансовое состояние которых недостаточно стабильно, получить кредитные ресурсы, продолжая при этом свою производственно-хозяйственную деятельность с помощью заложенных активов. Использование ипотечного кредита способствует развитию инвестиционных процессов в экономике, повышению эффективности функционирования финансовой сферы и диверсификации товарных ресурсов рынка ссудных капиталов.

## 5.2. РОЛЬ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

### 5.2.1. Экономическая сущность процентной ставки

Движение ссудного капитала на финансовом рынке приносит прибыль как кредитору в результате оплаты заемщиком кредитных ресурсов, так и кредитополучателю от инвестиционной деятельности на основе этого капитала. В то же время любое перемещение капитала во времени и в пространстве сопряжено с различными видами финансовых рисков и требует защитных мер.

В качестве основного инструмента механизм защиты против риска на финансовом рынке использует процентные ставки, с помощью которых производится оплата всех финансово-кредитных операций. По своей сущности процентная ставка является мерой того дохода, который возникает в результате использования кредитуемого капитала в реальной производственно-хозяйственной деятельности заемщика. Это та часть дохода заемщика, которую он получил благодаря кредитным ресурсам вследствие увеличения своих производственных активов и роста масштабов деятельности.

С другой стороны, ставка процента определяет цену финансовых товаров – денежных услуг, кредитных ресурсов, займов - уплачиваемую покупателем за пользование этими товарами. Специфика товарных потоков финансового рынка предопределяет особый характер этой цены – она выплачивается не одновременно, а с помощью системы текущих платежей в установленную единицу времени и исчисляется в процентах от суммы торговой сделки.

**Для дебитора** процентная ставка служит способом оплаты полученной ссуды и побудительным мотивом к повышению эффективности оборота. **Для кредитора** этот процент измеряет доходность его кредитно-финансовой деятельности и является способом взимания платы с заемщика за предоставленные ему кредитные средства. **Для кредитной системы государства** ставка процента лежит в основе формирования процентной политики банков и используется в качестве косвенного регулятора структурных сдвигов в экономике.

Кредитный процент выполняет ряд важнейших функций в финансовой сфере. Он позволяет сохранять и развивать инвестиционную деятельность за счет всех источников финансирования, формирующих заемные ресурсы, способствует оптимальному перераспределению капитала и стимулирует развитие экономики в нужном направлении. Каждое государство уделяет большое внимание разработке рациональной процентной системы, способствующей экономическому росту, так как ставка учетного процента является главным инструментом финансового регулирования, лежащего в основе национальной денежно-кредитной политики.

Денежно-кредитная политика государства включает в себя прямые и косвенные методы регулирования, осуществляемые с помощью Центрального банка.

- **К прямым мерам воздействия** можно отнести законодательное ограничение верхнего уровня процентных ставок, нормативное установление предельной величины банковской маржи и объема ссудных операций и другие директивные меры, широко применяемые в странах с переходным типом экономики.

- **Косвенные методы** позволяют оказывать воздействие на кредитные процессы в экономике без непосредственного ограничения самостоятельности финансово-банковских учреждений. Они основаны на рациональной системе налогообложения, регулировании денежно-кредитной эмиссии, рациональной учетной политике Центральных банков и формировании ими соответствующего уровня денежного резерва.

### 5.2.2. Разновидности ставок на рынке ссудного капитала

В зависимости от назначения, места и роли в движении ссудного капитала процентные ставки можно разделить на несколько видов.

- **Депозитный процент** – ставка платы банковскими учреждениями за привлеченные ими на депозитные счета и используемые в качестве источников кредитных ресурсов денежные средства, ценные бумаги и другие ценности, принадлежащие клиентам-вкладчикам.

Основное назначение депозитного процента состоит в стимулировании процесса аккумуляции временно свободных средств юридических и физических лиц с целью создания финансовых активов. Ставка депозитного процента изменяется в зависимости от многих факторов. Она растет с увеличением депозитного срока и уровня инфляции; увеличивается при росте объема спроса на кредитные ресурсы; прямо зависит от ставок налогообложения и затрат банков, характера оказываемых банком дополнительных услуг, например страхования депозитных вкладов и траста. В зависимости от надежности клиента и времени его сотрудничества с данным банком, интенсивности конкуренции на финансовом рынке, конкурентоустойчивости банковского учреждения депозитные ставки могут повышаться или понижаться.

- **Ссудный процент (кредитная ставка)** – процентная плата за пользование кредитными ресурсами, переданными банком заемщику во временное пользование на основе кредитного договора. Размер кредитной ставки зависит от величины депозитного процента; уровня расходов банка; вида, срока и объекта кредитования; назначения кредита; платежеспособности клиента; степени кредитного риска; конъюнктуры финансового рынка; ставок конкурирующих кредитных учреждений, а также нормы базисной ставки на рынке ссудного капитала.

В качестве базисной ставки кредитного процента выступает средняя ставка, обеспечивающая покрытие расходов банка по обслуживанию кредита и получение необходимой прибыли при сложившейся ситуации на финансовом рынке. Она определяется путем добавления к депозитному проценту банковской маржи и используется в качестве отправного пункта при расчетах ссудного процента в конкретных условиях.

- **Учетный процент** – ставка оплаты, взимаемой банками при учете векселей и покупке долговых обязательств (облигаций, купонов, чеков и т.д.) до наступления срока их погашения.

- **Официальная учетная ставка процента** – ставка рефинансирования, характеризует уровень платы за кредитные ресурсы, предоставляемые Центральным банком государства акционерно-коммерческим банкам.

Учетная ставка служит источником доходов Центрального государственного банка, позволяет ему регулировать стоимость кредитных ресурсов и создавать денежно-

валютные резервы страны для косвенного воздействия на структуру финансового рынка. Варьируя размер учетного процента, Центральный банк помогает правительству финансировать приоритетные направления развития экономики, реализовывать государственные целевые программы, оказывать помощь коммерческим банкам и выполнять другие функции, способствующие оптимальному перераспределению денежных ресурсов в стране.

- Особое место на финансовом рынке занимают **межбанковские ставки** – **ЛИБОР**, название которых происходит от сокращенных английских слов **LIBOR – LONDON INTERBANK OFFERED RATE**. Они используются для оплаты кредитных ресурсов, предоставляемых одним банком другому на основе межбанковского кредитного договора. Ставка ЛИБОР служит своеобразным ориентиром для установления каждым банком своих кредитных ставок, которые должны быть выше межбанковского процента и обеспечивать эффективное движение кредитных ресурсов.

- **Межбанковская ставка спроса по краткосрочным операциям** называется **ЛИБИД (LONDON INTERBANK BID RATE)**. Она бывает несколько меньшей, чем ставка ЛИБОР, так как используется для привлечения денежных средств вкладчиков.

- **Средний процент между ставками ЛИБОР и ЛИБИД** называется ставкой **ЛИМИН (LONDON INTERNATIONAL MEAN RATE)** и применяется для аналитических расчетов и внутренних операций банков.

На степень риска субъектов кредитных взаимоотношений оказывает непосредственное влияние характер процентных ставок.

**Твердые фиксированные ставки** платы за кредитные ресурсы устанавливаются по соглашению сторон в момент заключения договора и являются неизменными в течение всего срока его действия. В условиях инфляционной экономики использование фиксированных ставок способствует уменьшению процентного риска заемщиков. В то же время увеличивается риск кредитора, который может понести убытки из-за превышения учетного процента над величиной кредитной ставки. По этой причине фиксированные ставки используются при выдаче кредитов на срок до 1 месяца.

**Плавающие (ролловерные) ставки** колеблются в зависимости от внешних и внутренних факторов и могут изменяться в течение всего срока действия кредитного договора. На их динамику оказывают влияние степень развития рыночных отношений в экономике, жесткость мер государственного регулирования, изменение ставки учетного процента, а также ряд других факторов рыночного и нерыночного характера. При изменении кредитных ставок банк обязан заранее уведомить об этом своих заемщиков. Так как при использовании плавающих ставок возрастает процентный риск дебитора, размер их обычно меньше, чем у твердых ставок.

Множественность процентных ставок на национальном и мировом рынках ссудного капитала служит важнейшим регулятором конъюнктуры рынка и источником доходов кредитных институтов. В связи с этим обстоятельством для крупных кредитных операций применяются наиболее динамичные **оптовые процентные ставки**, устанавливаемые на основе соотношения между спросом и предложением кредитных ресурсов.

В операциях по обслуживанию отдельных клиентов используются более стабильные **розничные ставки**, определяющие конкурентоспособность кредита как товара финансового рынка.

### 5.3. СПОСОБЫ НАЧИСЛЕНИЯ ПРОЦЕНТОВ НА РЫНКЕ ССУДНОГО КАПИТАЛА

На финансовом рынке используются различные способы исчисления платы за пользование кредитными ресурсами, применение которых зависит от вида кредита, срока действия кредитного договора, типа процентных ставок и других факторов.

Так как инвестиционные ресурсы вкладчиков, привлекаемые банками на основе депозитных договоров, являются, по сути, своеобразной формой кредитования банка его вкладчиками, этими же методами можно пользоваться при расчетах процентного дохода клиентов банка. Рассмотрим простейшие из них.

**1 метод.** При выдаче кредита на короткие сроки обычно используется метод начисления простых процентов.

#### **А. Исчисление процентов с помощью декурсивных ставок**

Метод простых процентов представляет собой начисление процента только на первоначальную сумму инвестиций.

Его суть сводится к расчету наращенной суммы  $S$ , подлежащей возврату через время  $T$  лет, в течение которого  $n$  раз происходит начисление процентов по декурсивной ставке  $i\%$  от первоначальной суммы кредита  $P$ . При этом используется формула простых процентов 5.1. Базой исчисления служит сумма кредита  $P$ , полученная заемщиком.

$$S = P + ixP \times n = P(1 + ixn). \quad /5.1/$$

**Примечание:** Ставка процента по кредитам и депозитам ( $i$ ) обычно начисляется на базе банковского года – 360 дней. Расчеты по ценным бумагам иногда предусматривают ставку процента на календарный год, то есть 365 дней ( $i'$ ). При необходимости изменения базы ссудного процента можно применять следующую формулу для перевода одного вида ставки в другой:  $i' = i \times 365 / 360$ .

#### **Б. Исчисление простых процентов на основе антисипативных ставок**

Несколько в ином порядке производится расчет погасительного платежа при использовании антисипативных (дисконтных) ставок процента  $d$ . В этом случае номинальная величина ссуды не выдается заемщику, так как включает в себя дисконтную оплату кредитных ресурсов, как бы удержанную в момент выдачи кредита. Такой метод позволяет несколько снизить риск кредитора, потому что базой для расчета здесь служит сумма погасительного платежа, то есть  $S$ .

Исходя из сути дисконтной операции, первоначальную сумму кредита  $P$ , выдаваемую заемщику, можно определить по формуле 5.2.

$$P = S - d \times S \times n = S(1 - dxn). \quad /5.2/$$

**В. На основе выполненных расчетов может быть определен показатель дисконта как разность между наращенной  $S$  и первоначальной  $P$  суммами при декурсивной ставке процента – по формуле 5.3:**

$$D = S - P = P(1 + ixn) - P = P \times ixn, \quad /5.3/$$

при антисипативной ставке – по формуле 5.4:

$$D = S - P = S - S(1 - dxn) = Sxdxn. \quad /5.4/$$

**2 метод.** Он используется для среднесрочных и долгосрочных форм кредита и основан на исчислении **сложных процентов**.

Сложные проценты начисляются как на первоначальную сумму инвестиций  $P$ , так и на начисленные в предыдущий период процентные доходы на нее. Методика расчета капитализированной суммы вклада  $S$ , полученной вкладчиком за  $n$  лет также зависит от типа процентных ставок.

**А. При применении декурсивных ставок к изменяющейся во времени базе исчисления** вследствие ее капитализации расчет производится по формуле 5.5:

$$S = P(1+i)^n, \quad /5.5/$$

отсюда:  $P = S / (1+i)^n. \quad /5.6/$

**Б. Если в кредитном договоре предусмотрено использование антисипативных ставок**, для расчета используются формулы 5.7 и 5.8:

$$P = S(1-d)^n, \quad /5.7/$$

отсюда:  $S = P / (1-d)^n. \quad /5.8/$

**3 метод.** Данный метод основан на определении **реальных (эффективных) ставок** при  $m$ -кратном начислении процентов за год, например 1 раз в квартал ( $m = 4$ ), в месяц ( $m=12$ ), в полугодие ( $m=2$ ).

Если срок депозита равен  $n$  лет, а номинальная годовая ставка  $j\%$ , то разовая ставка составит  $j/m$ . В течение  $n$  лет проценты будут начисляться ( $m \times n$ ) раз, и наращенная сумма  $S$  определится по формуле:

$$S = P(1+j/m)^{mn}, \quad /5.9/$$

отсюда:  $P = S / (1+j/m)^{mn}. \quad /5.10/$

Приравняем суммы капитализации, исчисленные по формулам (5.5) и (5.9):

$$P(1+i)^n = P(1+j/m)^{mn}. \quad /5.11/$$

Отсюда определяется **реальная процентная ставка**:

$$1 = (1+j/m)^m - 1, \quad /5.12/$$

а также **номинальная**:  $j = (1+i)^{1/m} - 1. \quad /5.13/$

**4 метод. Комбинация простого и сложного процента**

В тех случаях, когда депозитный или кредитный срок не равен целому числу лет, а капитализация происходит в конце каждого года, то сложные проценты начисляются за количество полных лет  $n$ , а простой процент – за  $t$  дней последнего года:

$$S = P \times (1+i)^n \times (1+ixt/360), \quad /5.14/$$

**5 метод.** Расчет приведенной стоимости аннуитета при начислении процентов один раз в год.

В тех случаях, когда среднесрочные и долгосрочные кредитные договора предусматривают ежегодное погашение кредита равными долями, для расчета платежей можно использовать формулу приведенной стоимости аннуитета:

$$C = P \times r / [1 - 1 / (1+r)^n] \quad /5.15/$$

**6 метод.** Определение приведенной стоимости аннуитета при  $m$ -кратном осуществлении платежей по кредиту. Расчет ежегодных платежей при использовании этого метода производится по формуле 5.16:

$$C = P \times r / [1 - 1 / (1+r/m)^{mn}] \quad /5.16/$$

Эффективность кредитной (депозитной) сделки принято оценивать такими показателями:

**а) с позиции кредитора** – относительным ростом его денежных ресурсов в результате сделки, то есть показателем интереса, возврата (interest, return) –  $r$ :

$$r = (S - P) / P; \quad /5.17/$$

**б) с позиции заемщика** – относительной скидкой, дисконтом (discount) –  $d$ :

$$d = (S - P) / S; \quad /5.18/$$

**в) обобщающим дисконт – фактором  $V$ :**

$$V = 1 - d = 1 - (S - P) / S = P / S = 1 / (1 + r); \quad /5.19/$$

**г) доходностью инвестиций  $R$  за срок инвестирования** – относительным процентом дохода, полученного инвестором:

$$R = (S / P - 1) \times 100 \%; \quad /5.20/$$

**Действительная эффективность кредитных сделок** и всех финансовых операций в условиях инфляции определяется на основе не номинальной ставки процента  $i$ , объявляемой банковскими учреждениями, а с использованием реальных процентных ставок  $I$ , откорректированных на процент инфляции  $y_{\text{инфл.}}$ :

$$I = i - y_{\text{инфл.}}, \quad \text{или} \\ I = i / (1 + y_{\text{инфл.}}). \quad /5.21/$$

Для расчета действительной эффективности финансовых инвестиций могут использоваться любые из описанных методов и показателей.



## 5.4. СПОСОБЫ ПОКРЫТИЯ КРЕДИТНОГО РИСКА

### 5.4.1. Виды рисков на рынке ссудного капитала

В разделе 4.5 были рассмотрены основные виды финансовых рисков и инструменты их покрытия на валютном рынке. Кредитно-денежные операции на рынке ссудных капиталов также сопряжены со значительными рисками, имеющими различную природу и разные способы регулирования.

**А. Кредитный риск** представляет собой определенную вероятность невозвращения кредита и неуплаты процентов по нему. Он возникает по причинам недостаточной платежеспособности заемщиков, ухудшения их финансового состояния, неблагоприятного колебания процентных ставок, изменения рыночной конъюнктуры, недобросовестности заемщиков или допущенных ими просчетов в кредитной политике.

Надежным способом предотвращения данного риска является отработанный банками механизм, в основе которого лежат конкретные мероприятия, предусмотренные банковским законодательством и нормативными документами.

**1. Изучение кредитоспособности заемщика** с составлением на него кредитного досье, в котором производится оценка платежеспособности клиента с точки зрения целесообразности предоставления ему ссуды. С использованием бухгалтерской и статистической отчетности предприятия и результатов специально организованных аудиторских проверок производится анализ баланса потенциального заемщика за 2–3 года его деятельности и выявляется реальное финансовое состояние.

При этом оцениваются: абсолютная ликвидность основной деятельности как способность предприятия производить срочные платежи за счет срочных денежных поступлений; промежуточная ликвидность с учетом быстрореализуемых и первоклассных активов, включая денежные средства и краткосрочные финансовые вложения; коэффициент общего покрытия, представляющий собой отношение всех мобильных активов к текущим обязательствам; показатели финансовой независимости (автономности) предприятия как соотношение между собственными источниками финансовых ресурсов и всем капиталом предприятия; показатели оборачиваемости капитала; показатели производственного потенциала предприятия; показатели экономической эффективности производственно-хозяйственной деятельности предприятия.

Согласно существующим методикам оценки кредитоспособности все клиенты делятся на несколько классов, отличающихся между собой величиной и тенденциями изменения перечисленных групп показателей за период обозрения. По результатам выполняемых расчетов банки могут применять особую систему льгот и скидок в отношении первоклассных заемщиков, например, открывать для них счета типа овердрафт, о которых говорилось выше.

Кредитные сделки с низшими классами заемщиков, напротив, заключаются на более жестких условиях и подвергаются усиленному оперативному контролю в течение всего срока действия договора.

**2. Использование надежных форм обеспечения возвратности кредита**, таких, как залог, заклад или ипотека. Выбор способа материальной обеспеченности производится с учетом класса кредитоспособности заемщика и рейтинговой оценки залогового имущества. Наиболее высокий рейтинг – 3 балла - имеет залог депозитных счетов. За-

лог ценностей, ликвидность которых более низкая, имеет рейтинг, равный 1 баллу, и т.д. Чем выше класс заемщика, тем ниже может быть по рейтинговой шкале ценность востребованного банком залогового имущества. Особенности форм обеспеченности кредита были рассмотрены выше.

**3. Заключение гарантийных соглашений и договоров поручительства** предполагает переложение риска на каких-либо третьих лиц, обладающих достаточной высокой платежеспособностью, финансовой устойчивостью и соответствующим имиджем.

Гарант берет на себя обязательство в случае неплатежеспособности заемщика возместить задолженность по кредитному договору за свой счет; поручитель же несет солидарную ответственность с кредитором. Условия возмещения затрат, а также способ вознаграждения услуг гаранта или поручителя устанавливаются в соответствующих договорах и соглашениях.

**4. Целевой характер кредита** способствует уменьшению степени риска, так как регламентирует четкую цель использования ссуды. Соблюдение данного принципа ограничивает возможности взятия кредита на покрытие бесхозяйственности заемщика, сомнительные нужды и убыточные мероприятия, ибо кредитным договором предусматриваются конкретные объекты кредитования.

Большое значение для уменьшения риска имеет порядок, требующий предоставления клиентами банку бизнес-планов, обосновывающих доходность и рентабельность того мероприятия, под которое взята ссуда. Банк осуществляет контроль правильности применения кредитных ресурсов заемщиком, чтобы избежать финансовых потерь.

**5. Стандартизация перечня документов**, необходимых для оформления кредитного договора, а также соблюдение банками установленного порядка открытия системы кредитных счетов, способов выполнения денежных расчетов и погашения кредита приводят к уменьшению риска кредитодателей и соблюдению интересов обеих сторон, участвующих в сделке. Порядок оформления кредитных сделок был рассмотрен выше.

**Б. Инвестиционный риск** представляет собой возможность обесценивания инвестиций в финансовые или реальные активы вследствие ненадежности результатов финансово-экономических прогнозов будущего поведения ситуационных факторов. Кредитно-инвестиционной деятельности субъектов хозяйствования сопутствуют две категории инвестиционных рисков:

- **постоянный, или неизменный, риск**, вызываемый, как правило, внешними экономическими и политическими факторами (общее состояние финансово-кредитной системы государства, характер платежного баланса, инфляционные процессы, социально-экономическая ситуация и т.д.);
- **непостоянный, или изменчивый, риск**, причины которого связаны с внутрифирменными параметрами деятельности инвесторов, ошибками в расчетах и прогнозах, недостатками в организации производственно-коммерческих операций и другими субъективными обстоятельствами.

**В зависимости от последствий инвестиционного риска** на рынке ссудного капитала необходимо учитывать: **риск упущенной выгоды**, характеризующий вероятность финансовых потерь из-за отказа от тех видов инвестиций, которые могли бы принести реальный доход; **риск снижения доходности** вследствие принятия недостаточно эф-

фактивных инвестиционных проектов или кредитной стратегии; **риск прямых финансовых потерь** от допущенных ошибок и просчетов.

Для того, чтобы уменьшить негативное влияние всех разновидностей инвестиционных рисков на деятельность участников кредитного рынка, **риск-менеджмент** предлагает следующие инструменты:

- анализ и оценка риска с применением экспертных и статистических методов;
- метод создания эффективного "портфеля инвестиций", основанного на диверсификации финансовых ресурсов по разным направлениям их использования на денежно-валютном, кредитном и фондовом рынках;
- метод корреляции цены финансовых инвестиций и оценки активов капитала, а также другие методы, о которых более подробно можно узнать из специальной литературы, список которой приведен в конце 3-й части пособия.

**В. Процентный риск**, сопутствующий ссудным операциям, возникает в связи с постоянным изменением ситуации на финансовом рынке, подвижностью процентных ставок и валютных курсов. Данный вид риска является двусторонним, так как ему подвержен и кредитор, и дебитор. Процентный риск может привести к значительным потерям участников сделки в тех случаях, когда колебания процентной ставки произойдут в неблагоприятных для них направлениях.

Мировая практика разработала достаточно надежный арсенал для уменьшения риска процентных ставок, который будет рассмотрен ниже.

#### 5.4.2. Стратегия защиты от процентных рисков

Важная роль в механизме управления процентными рисками принадлежит государству. Оно осуществляет контроль над процентными ставками через установление соответствующей пирамидальной структуры, которую принято называть "пирамидой процентных ставок".

В вершине пирамиды процентных ставок находится **официальная учетная ставка - ставка рефинансирования** Центрального государственного банка, на основе которой он производит учет векселей коммерческих банков при выдаче им кредитных ресурсов. Ставка рефинансирования устанавливается согласно фактическому и прогнозируемому уровню инфляции и изменяется вместе с ним.

Через Центральный банк государство имеет возможность действенного контроля над процентными ставками, расположенными ближе к основанию пирамиды. Базой для государственного контроля над процентными ставками, который осуществляется практически во всех странах мира, служит государственная монополия на денежно-кредитную эмиссию, выпуск и на размещение государственных ценных бумаг. Они составляют главные товарные ресурсы и платежные инструменты национальных финансовых рынков и определяют их конъюнктуру.

Непосредственно под учетной ставкой в пирамиде располагаются **межбанковские процентные ставки ЛИБОР**, используемые для взаимного кредитования банков.

**Минимальные ставки депозитного процента** для краткосрочных депозитных договоров банки устанавливают обычно на уровне предельного размера оплаты межбанковского кредита. Чем больше депозитный срок, тем выше размер процентных доходов

вкладчика. Уровень ставок депозитного процента банки используют для определения кредитных ставок с учетом банковской процентной маржи.

**Кредитные ставки** первоклассным заемщикам, которых кредитуют по льготному режиму, могут быть установлены на уровне депозитного процента или даже межбанковской ставки.

Еще ближе к основанию пирамиды находятся ставки для кредитования второразрядных и третьеразрядных дебиторов. В основании пирамиды расположены кредитные ставки прочих заемщиков. При этом, чем выше степень риска неплатежеспособности, тем больше ставка кредитного процента.

Такая структура позволяет государству через Центральный банк производить регулирование всей пирамиды, лишь слегка изменяя уровень учетной ставки.

Для того, чтобы эффективность механизма кредитного регулирования на основе пирамиды процентных ставок была высокой, необходимо соблюдение ряда определенных условий как на макроэкономическом, так и на микроэкономическом уровнях.

1. Размер учетной ставки в вершине пирамиды должен быть не ниже уровня инфляции, чтобы компенсировать обесценивание денежных ресурсов.

2. Государство должно постепенно уменьшать объем бюджетного финансирования производственной сферы, которое резко снижает эффективность использования кредитного капитала.

3. Денежное обращение в стране должно контролироваться со стороны государства и его Центрального банка.

4. Все заемщики, в том числе и государственные предприятия, должны нести реальную ответственность за возвращение кредитного долга.

5. Банки должны иметь определенную самостоятельность в установлении индивидуальных ставок оплаты кредита в зависимости от своей кредитной стратегии, кредитоспособности заемщиков, экономической ситуации и других факторов.

Помимо государственных мер, направленных на уменьшение процентных рисков, на рынке ссудного капитала, каждое учреждение разрабатывает свою собственную стратегию защиты от финансовых рисков.

Так как кредитные договоры обычно заключаются на достаточно длительный срок, их участники подвержены риску изменения процентных ставок, вызывающему финансовые потери у той или иной страны. В тех случаях, когда рыночная ставка в период действия договора понизилась, риск несет заемщик, вынужденный оплачивать ссуду по более высокой ставке. Кредитор рискует понести убытки при возрастании процентной ставки на финансовом рынке, так как он получит меньшую плату за кредит. Для снижения возможных убытков участники кредитных отношений пользуются разными методами управления рисками.

**Стратегия защиты от процентных рисков** обычно включает в себя следующие мероприятия: анализ ситуации на финансовом рынке и принятие решения о необходимости страхования кредитных операций; определение наиболее подверженной риску части кредитного соглашения для ее страхования; внесение в контракт особых защитных оговорок, способствующих снижению степени риска; выбор конкретного способа страхования риска в зависимости от срока кредитных отношений, материальной обеспеченности

кредита, действующих законодательных и нормативных ограничений, финансового положения заемщика и конъюнктуры финансового рынка.

На мировом рынке ссудных капиталов широко используется такой метод снижения процентного риска, как его **страхование в одностороннем порядке** или же по взаимной договоренности сторон с привлечением специализированных страховых компаний, а также получение банковских и правительственных гарантий по возмещению возможных убытков.

**Защитные оговорки**, вносимые в контракт с целью создания оптимальных условий страхования риска, могут предусматривать определенные уступки по каким-либо статьям соглашения, возможность их пересмотра в зависимости от ситуации на рынке, другие меры защиты от риска. Основой для их принятия являются научные методы анализа и прогноза процентного и валютного рисков: экспертный опрос, многофакторный статистический анализ, эконометрические и ретроспективные модели и др.

Большое значение в уменьшении процентного риска имеет использование банками **плавающих процентных ставок** при заключении среднесрочных и долгосрочных кредитных соглашений. Этот метод уже достаточно долго применяется на финансовом рынке и позволяет банкам пересматривать уровень кредитного процента в течение всего срока действия договора. Изменение процентной ставки производится по четко оговоренным правилам, исключающим возможности манипулирования ими в спекулятивных целях. Плавающая ставка устанавливается исходя из ставки рефинансирования – учетного процента по операциям Центрального банка государства, и учитывает наряду с другими факторами реальный уровень инфляции.

**Параллельное кредитование** как способ уменьшения финансовых потерь от курсовых и процентных рисков используется при выдаче международных кредитов, когда контрагенты расположены в разных странах. Участники контракта выдают друг другу или дочерним компаниям фирм-контрагентов, расположенным в своей стране, ссуду в своей собственной валюте. Сроки уплаты процента и погашения ссуды сторонами оговариваются в условиях контракта и обычно совпадают.

На международном кредитном рынке для покрытия против процентного риска используется также **перекрестное кредитование**. Банки-контрагенты одновременно являются экспортерами ссудного капитала в одной валюте и импортерами иностранных кредитных ресурсов. Это способствует оптимальному переливу капитала и обмену валютных средств даже в условиях ограниченности денежно-валютных рынков. Возможно применение принципов перекрестного кредитования и на внутреннем финансовом рынке, когда банки - участники кредитной сделки предоставляют друг другу взаимопогашаемые ссуды в разных валютах или же обмениваются кредитами с различным видом процентных ставок и другими специфическими особенностями.

Описанные выше современные способы кредитования позволяют контрагентам сделок избежать процентного риска, обеспечивая взаимное соответствие зарубежных активов и пассивов в иностранной валюте, и широко используются банками и небанковскими финансовыми институтами для хеджирования риска потерь от зарубежных активов вследствие изменения процентных ставок и валютных курсов.

Способы параллельного и перекрестного кредитования могут предусматривать возможность взаимозачета платежей и изменения объема ссуды в ответ на колебания ва-

плотных курсов и процентных ставок на национальных рынках. Если одна из сторон не исполняет в установленные сроки своих обязательств по контракту, другая имеет право в одностороннем порядке уменьшить свои платежи для компенсации потерь.

#### 5.4.3. Покрытие кредитных рисков с помощью операций на срок

Новыми инструментами защиты от риска на рынке ссудного капитала служат различные комбинации срочных операций с валютой и ценными бумагами, рассмотренные выше. Они основаны на использовании:

- **форвардных контрактов с валютой**, особенности которых позволяют значительно уменьшить процентные и валютные риски;
- **валютных опционов и процентных фьючерсов**, применяемых для хеджирования финансовых рисков;
- **операций встречного симметричного форварда ФРА–ФРА**, позволяющих уменьшить риск открытых валютных позиций и снизить возможные потери на рынке ссудного капитала;
- **процентных и валютных свопов**.

Так как способы использования форвардных, фьючерсных и опционных контрактов для страхования процентных рисков были рассмотрены нами в 4 главе, остановимся на особенностях операций СВОП, которые занимают важное место среди инструментов покрытия кредитных рисков. Различные виды свопов используются банками для управления всеми аспектами своей деятельности по привлечению депозитных средств и выдаче кредитов.

Как было отмечено в разделе 4.5.3, кредитная сделка СВОП является соглашением между двумя банками или другими учреждениями о будущем обмене какими-либо платежами в соответствии с условиями, согласованными при составлении контракта. Применение свопов ведет к уменьшению возможных убытков банков вследствие неблагоприятных изменений в финансовой сфере, а также к получению дополнительной прибыли в тех случаях, когда процентный риск оказался оправданным, а рыночные ставки процента изменились в нужном направлении.

Операции СВОП предполагают одновременное заключение текущих и срочных кредитных сделок с взаимно обратной направленностью, отличающихся видом валют, характером процентных ставок, базой их расчета и другими параметрами. В результате таких сделок денежные потоки изменяют свои характеристики на противоположные.

**Процентные свопы** представляют собой своеобразный обмен процентными платежами по кредитным ресурсам, в котором имеют место два встречных денежных потока. Стороны обмениваются оплатой по фиксированной процентной ставке – “фиксированная нога свопа”, или по плавающей ставке – “плавающая нога”. В большинстве контрактов предусматривается обмен долговых обязательств с фиксированной процентной ставкой на обязательство с плавающей ставкой процента. Таким образом, процентный своп является основным инструментом механизма параллельного кредитования, который был описан выше. Покупателем процентного свопа считается тот контрагент, который принимает на себя обязанность в будущем произвести фиксированные платежи, а продавцом – сторона, осуществляющая плавающие платежи по контракту. С помощью

процентного свопа компании имеют возможность привлекать необходимые им денежные ресурсы по фиксированной ставке в тех случаях, когда фондовый рынок недоступен, а также уменьшать реальную ставку относительно текущего процента на кредитном и фондовом рынке.

В зависимости от кредитоспособности заемщика могут производиться различные операции по обмену типа процентных ставок.

1. Заемщики с высокой кредитоспособностью, которые не имеют возможности выпускать ценные бумаги для привлечения капитала, берут ссуду на большой срок по плавающей ставке с последующим ее обменом в результате СВОП на фиксированную.

2. Если же крупные компании привлекают средства сторонних инвесторов путем реализации ценных бумаг по фиксированной ставке, а заемщики с низкой кредитоспособностью получают ссуды на кредитном рынке по плавающей ставке, они могут обменяться своими платежами на основе СВОП. Участвуя в таких сделках, первоклассные заемщики получают требуемые ресурсы по плавающей ставке, а их контрагенты по фиксированной, что значительно уменьшает их риск.

3. Свопы могут использоваться также для изменения структуры баланса компании, для страхования активов и обязательств банка при прогнозировании изменения процентных ставок, для замены одного типа плавающей ставки на другой.

- Такие свопы, в результате которых происходит замена фиксированных ставок на плавающие ставки или изменяется их характер, носят название **купонных свопов**.

- **Свопы долговых платежей** могут быть деноминированы в различных валютах и используются для прямого обмена обязательствами между участниками контракта. Валютные платежи при этом могут осуществляться через банк.

- **Валютные свопы** предполагают обмен контрактной денежной суммы – номинала – и фиксированных процентов по сделке, исчисленных в одной валюте, на номинал и определенные проценты, выраженные в другой валюте. Такие соглашения позволяют контрагентам конвертировать валюту, уменьшить валютные и курсовые риски по сделке или получить доступ к какой-либо валюте при наличии ограничений на участие в валютных операциях на официальном валютном рынке.

- **Кросс - валютные свопы процентных ставок** предусматривают обмен долговых валютных обязательств с плавающей ставкой на обязательства с фиксированной ставкой, выраженные в другой валюте. Валютные и кросс - валютные свопы широко используются в сделках перекрестного кредитования.

В зависимости от условий обмена платежами различают: **амортизируемый своп** с уменьшением номинала с течением времени; **возрастающий своп**, по которому предусмотрен рост номинала; **форвардный своп** с обменом платежами после наступления определенной даты; **опционный своп** – опцион на своп с правом уплаты фиксированной и получения плавающей ставки (опцион своп колл) или наоборот (опцион своп пут).

Благодаря своей гибкости, практически неограниченным возможностям использования для привлечения финансовых ресурсов и страхования процентного риска, рынок СВОП в последние десятилетия развивается особенно бурно. Во многих странах операции СВОП стали неотъемлемой частью механизма управления рисками не только для финансовых учреждений, но и для большинства торгово-промышленных корпораций, особенно международных.

## 5.5. ВОПРОСЫ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ

1. Охарактеризуйте основные принципы кредитной сделки.
2. Назовите виды кредита в зависимости от цели привлечения средств.
3. Какие учреждения входят в кредитную систему государства?
4. Опишите порядок оформления и выдачи банковского кредита.
5. Какие виды кредитных счетов используются при банковском кредите?
6. Опишите особенности и условия использования вексельных и товарных кредитов.
7. В чем состоят преимущества лизингового кредита? Охарактеризуйте основные виды и особенности лизинга.
8. Каковы права и обязанности участников ипотечного кредита?
9. Раскройте экономическую сущность процентной ставки и методы государственного ее регулирования.
10. Дайте характеристику взаимосвязи между различными видами процентных ставок, образующих процентную пирамиду.
11. Как используются фиксированная и плавающая процентные ставки для уменьшения кредитного риска на финансовом рынке?
12. Как начисляются простые и сложные проценты платы за кредитные и депозитные ресурсы при использовании декурсивных и антисипативных процентных ставок?
13. Опишите способы определения дисконта и интереса участников кредитной сделки.
14. Охарактеризуйте основные причины и разновидности кредитных рисков.
15. Какие методы применяются для уменьшения риска невозвращения кредита?
16. Как регулируется процентный риск участников кредитного соглашения?
17. Опишите основные мероприятия, входящие в стратегию защиты от процентного риска на кредитном рынке.
18. Как можно использовать сделки типа СВОП для защиты от кредитных рисков?
19. Что такое "инвестиционные риски" и как можно управлять ими?

## 5.6. ЗАДАЧИ И СИТУАЦИИ К ГЛАВЕ 5

**ЗАДАЧА 1.** Кредит в сумме 30 млн. руб. выдан 15.12.2004 г. сроком на два месяца до 15.02.2005 г. под 24 % годовых (ставка приведена в расчете на календарный год, то есть 365 дней). Определить сумму погасительного платежа при учете кредитного срока в месяцах и в днях, интерес кредитора и дисконт заемщика. Сопоставить полученные результаты и обосновать выбор формулы для исчисления платы за кредит.

**ЗАДАЧА 2.** Банк принимает депозитные вклады в сумме 10 млн. руб. сроком на 3 месяца с объявленной ставкой 14 % годовых или же на 6 месяцев по ставке 15 %. Определить капитализированные суммы, подлежащие выплате вкладчику через 24 месяца по каждому типу депозитного договора. Какой из этих способов более выгоден для вкладчика и почему? Ответ обосновать расчетом интереса вкладчика в каждом из депозитов.



**ЗАДАЧА 3.** Вклад в размере 15 млн. рублей помещен на депозитный счет на срок 2.5 года с объявлением 16% годового дохода. Определить сумму, подлежащую выплате клиенту по истечении депозитного срока при годовом и ежеквартальном начислении процентов, а также изменение его интереса в зависимости от способа начисления депозитного дохода.

**ЗАДАЧА 4.** Валютный кредит выдан по антисипативной ставке 10 % годовых при условии возврата через год 2000 долларов США. Определить первоначальную сумму, полученную заемщиком, его дисконт, а также интерес кредитора. Рассчитать общий дисконт-фактор по этой сделке.

**ЗАДАЧА 5.** Определить годовой размер погасительного платежа и общую сумму, подлежащую выплате заемщиком за весь период пользования среднесрочным кредитом в сумме 50 млн. руб., выданным на 5 лет под 24 % годовых, если погашение кредита предусматривается ежегодно равными суммами.

## 5.7. ОСНОВНАЯ ЛИТЕРАТУРА К ГЛАВЕ 5

1. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. – М., 1998.
2. Деньги, кредит, банки. / Под ред. Кравцовой Г.И. - Мн., 1997.
3. Носкова И.Я. Международные валютно-кредитные отношения. – М., 1995.
4. Первозванский А.А., Первозванская Г.Н. Финансовый рынок: расчет и риск. – М., 1994.
5. Рубахов А.И., Головач Э.П. Анализ рисков при формировании инвестиционного портфеля. - "Проблемы экономико-социальных преобразований в условиях перехода к рыночным преобразованиям". Материалы Международной НПК, ч. 2 – Брест, БПИ, 1998.
6. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты. / Под ред. Торкановского В.С. – С.-Пт., 1994.
7. Рэдхэд К., Хьюс С. Управление финансовыми рисками. / Пер. с англ. – М., 1996.
8. Семенов К.А. Международные валютные и финансовые отношения. - М., 1999.
9. Скоу Нильс. Финансы и управление. – Варшава, 1994.
10. Шерри Де Ковни, Кристиан Такки. Стратегия хеджирования. / Пер. с англ. – М., 1996.

**Примечание:** Ссылки в тексте главы 5 даны применительно к общему списку рекомендуемой литературы, приведенному в конце учебного пособия.

## ГЛАВА 6. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

### 6.1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ФОНДОВОГО РЫНКА

Рынок ценных бумаг представляет собой структурный элемент финансового рынка. На нем осуществляется организационно оформленное движение денежных ресурсов на основе операций с ценными бумагами, обеспечивающими значительную долю финансирования инвестиционных потоков в экономике.

**Ценная бумага** - это определенным образом оформленный стандартный документ, в котором удостоверяются конкретные имущественные права, передаваемые одной стороной сделки другой стороне.

Ценные бумаги могут выпускаться как в **наличной, "документарной" форме**, так и в **безналичном виде**, когда права владельцев только лишь фиксируются в особом **регистрационном реестре** с выдачей владельцу **"глобального сертификата"**, который обычно хранится в депозитарии ценных бумаг.

В тех случаях, когда конкретное лицо владеет некоторым "портфелем" акций корпорации, ему может быть выдан на руки единый сертификат с указанием типа, количества и номинала акций, владельцем которых является данный инвестор. Для владельца одной акции обычно дается выписка из реестра ценных бумаг, удостоверяющая его права по поводу конкретной акции.

Документарные ценные бумаги обычно бывают трех видов:

- **на предъявителя**, права владельцев которых реализуются при предъявлении ценной бумаги, так как на ней нет имени лица, которому она принадлежит. Передать другому лицу такую ценную бумагу можно простым вручением без каких-либо дополнительных согласующих процедур;

- **именные**, в которых содержится имя владельца, а передача бумаг владельцем (**цедентом**) другому лицу (**цессионарию**) разрешена только путем совершения передаточной надписи (**цессии**);

- **ордерные**, передаваемые другим лицам по приказу владельца с совершением на данных ценных бумагах передаточной надписи (**индоссамента**) лицом, передающим ценную бумагу (**индоссантом**) другому лицу (**индоссату**). К категории ордерных ценных бумаг относятся некоторые долговые обязательства, например векселя.

Передаточные надписи при смене владельцев ценных бумаг позволяют упорядочить их движение на вторичном рынке ценных бумаг, следить за переливами капитала, уменьшать риски потери финансовой независимости и устойчивости компании-эмитента. Различие между характером передаточной надписи лежит в степени ответственности бывших владельцев ценных бумаг за исполнение всех установленных по ним обязательств новыми владельцами.

Так, индоссамент на векселе свидетельствует о солидарной ответственности индоссанта за нарушения обязательств по переданному индоссату векселю. В то же время цессия по именной акции предполагает ответственность цедента лишь за подлинность и действительность передаваемой цессионарию акции.

Эмиссия ценных бумаг может происходить на основе **серийного выпуска**. Ценные бумаги этой группы - акции, облигации – называют также **эмиссионными бумагами**.

**В индивидуальном порядке** выпускаются такие ценные бумаги, как векселя, чеки, депозитные и сберегательные сертификаты, банковские сберегательные книжки и др.

Так как ценные бумаги представляют собой титул реального финансового капитала, они служат своеобразными денежными фондами, выступающими на рынке в роли товара. По этой причине рынок ценных бумаг часто называют **фондовым**.

Основной задачей фондового рынка является регулирование межотраслевого перелива капитала путем организации рыночного механизма, обслуживающего движение денежных фондов в те сферы экономики, где обеспечивается наиболее эффективное их использование.

Благодаря действующим на рынке ценных бумаг объективным экономическим законам, в первую очередь инвестиционные ресурсы поступают в наиболее прибыльные отрасли на создание новых предприятий и развитие успешно функционирующих компаний и фирм, деятельность которых посвящена удовлетворению современных общественных потребностей.

Организованный рынок ценных бумаг играет важную роль в кругообороте денежных фондов в экономике. Он обеспечивает вовлечение временно свободных средств отдельных капиталодержателей в инвестиционные потоки через организацию процессов купли–продажи условного товара, обремененного в форму ценных бумаг и заменяющего определенные имущественные активы.

К важнейшим функциям рынка ценных бумаг можно отнести:

1. Перераспределение денежных средств между отдельными субъектами экономики.
2. Мобилизация финансовых ресурсов для формирования инвестиций.
3. Регулирование денежного обращения путем “связывания” части денежных сбережений населения и хозяйствующих субъектов и превращения их в инвестиции.
4. Хеджирование финансовых рисков с помощью операций с производными ценными бумагами: опционами, фьючерсами и их модификациями.
5. Контроль реальной эффективности производственно-коммерческой деятельности предприятий–эмитентов и информирование рынка об условиях и тенденциях движения капитала.
6. Привлечение иностранных инвестиций через продажу владельцам капитала ценных бумаг отечественных корпораций.

На фондовом рынке заключается **финансовый союз** между кредиторами и дебиторами по поводу приобретения фиктивного капитала в виде ценных бумаг с оплатой их реальными денежными активами.

Фондовый рынок как сфера взаимоотношений между субъектами экономики по поводу выпуска и обращения ценных бумаг имеет весьма сложную природу.

С одной стороны, его покупатели - кредиторы – являются инвесторами, покупая ценные бумаги какой-либо компании в надежде получить часть ее прибыли.

С другой стороны, корпорация–эмитент тоже выступает в роли своеобразного покупателя, приобретая заемные ресурсы сторонних инвесторов и оплачивая их доходными ценными бумагами, которые выполняют в данном случае роль долговых обязательств. И, наконец, сами ценные бумаги могут служить предметом купли–продажи с целью получения прибыли за счет разницы в их рыночных ценах при проведении спекулятивных сделок.

Таким образом, объектом сделок на фондовом рынке служат ценные бумаги, а субъекты рынка представлены эмитентами – продавцами фондового товара, инвесторами – его покупателями, и посредниками, организующими и обслуживающими процесс обращения ценных бумаг на рынке в интересах клиентов.

Участниками сделок с ценными бумагами могут быть:

- государство и Центральный государственный банк;
- муниципалитеты;
- акционерно-коммерческие банки;
- небанковские инвестиционные институты;
- промышленные и коммерческие корпорации;
- частные лица.

Степень активности каждой группы участников во многом зависит от принятой модели организации рынка ценных бумаг.

**В американской модели рынка** наиболее активная роль отводится крупным брокерским компаниям и другим небанковским институтам при ограниченной деятельности на них коммерческих банков.

**Европейская модель**, напротив, предполагает высокую активность и регулируемую роль на фондовом рынке банковских институтов.

Наиболее распространенная **смешанная модель** предусматривает равные возможности для всех участников рынка ценных бумаг, как банков, так и саморегулируемых небанковских организаций.

К профессиональным участникам рынка относятся также брокерские фирмы и инвестиционные дилеры, имеющие лицензию на осуществление одного или нескольких видов профессиональной деятельности с ценными бумагами.

**Деятельность профессиональных участников** рынка ценных бумаг направлена на создание условий для осуществления рациональных и эффективных сделок купли-продажи фондов, на обеспечение быстрого перелива временно свободных денежных средств отдельных инвесторов в крупные инвестиционные потоки, а также на соблюдение финансовых интересов субъектов рынка и максимизацию собственного дохода.

Сложность взаимоотношений между участниками сделок с ценными бумагами нашла свое отражение в структуре фондового рынка.

В зависимости от цели и характера фондовых операций рынок ценных бумаг может быть представлен в виде двух секторов.

• **Первичный рынок** предназначен для организованной продажи фондового товара непосредственно владельцами реального капитала, титулом которого являются эмитированные ими ценные бумаги. Покупатели производят оплату товара, и денежные средства прямо инвестируются в активы эмитента, способствуя их развитию.

• **Вторичный рынок** служит местом осуществления многократного оборота ценных бумаг, превращающихся в более или менее привлекательный товар – объект спекулятивных сделок.

Цена фондов на вторичном рынке может колебаться независимо от стоимости реального капитала, лежащего в их основе. Продавцами здесь выступают владельцы ценных бумаг, купившие их на первичном рынке у эмитента или вступившие в право владения в результате предшествующих сделок на вторичном.

На фондовом рынке обращаются **капитальные ценные бумаги**, представляющие собой финансовый капитал и имеющие реальную основу. К ним, в первую очередь, следует отнести **основные ценные бумаги** - акции промышленных и финансовых корпораций, облигации долгосрочных и краткосрочных займов, включая государственные краткосрочные обязательства и внутрисударственные валютные займы, инвестиционные сертификаты, ипотеки и их разновидности.

В зависимости от способа вовлечения средств в осуществление финансовых инвестиций ценные бумаги бывают двух видов:

- **долевые**, свидетельствующие о том, что их владелец является собственником соответствующей доли имущества акционерной компании, реализующей данные ценные бумаги на рынке. К такому типу ценных бумаг относятся акции;
- **долговые**, представляющие собой определенным образом оформленные долговые обязательства эмитента, который с их помощью вовлекает в инвестирование своей деятельности заемные ресурсы сторонних инвесторов. Этот тип ценных бумаг включает облигации, векселя, депозитные сертификаты, чеки, а также непогашаемые бессрочные акции. Кредитование инвестиций на основе долговых ценных бумаг может быть краткосрочным – до 1 года, среднесрочным – от 1 до 5 лет, долгосрочным – более 5 лет, и бессрочным.

Большинство из перечисленных ценных бумаг являются **рыночными**, так как благодаря свойствам ликвидности они участвуют в обращении на вторичном рынке, меняя своих владельцев в результате торговых сделок. В то же время некоторые разновидности ценных бумаг можно считать **нерыночными**. Они, как правило, закреплены за определенными владельцами без права передачи и не могут находиться в свободном обращении на фондовом рынке. К этой категории относятся бумаги особого вида, появившиеся в результате развития социальной сферы рыночной экономики, например сберегательные и депозитные облигации, облигации пенсионных фондов, именные акции и облигации, приватизационные чеки и др.

На первичный рынок основные ценные бумаги выводятся непосредственно эмитентами или их полномочными представителями с целью привлечения дополнительных средств при учреждении акционерного общества, при увеличении первоначального уставного капитала, при финансировании реальных инвестиций юридическими лицами, государством, муниципалитетами за счет заемных средств.

Условия продажи ценных бумаг на первичном рынке содержатся в **проспекте эмиссии**. В нем приводятся:

1. Сведения об эмитенте, юридический адрес и телефоны учредителей акционерного общества.
2. Данные о размере уставного фонда предприятия.
3. Цель инвестиционной деятельности и характеристика основных объектов инвестирования.
4. Номинал ценной бумаги и начальная цена подписки.
5. Формы оплаты, сроки размещения и ограничения на покупку.
6. Отчет о финансовом положении компании и о выпусках ценных бумаг.
7. Список лиц, ответственных за достоверность содержащихся в проспекте эмиссии данных, и другие параметры эмиссии.

После регистрации эмитента и его ценных бумаг каждой из них присваивается государственный номер. Это дает государству право жесткого контроля эмиссии, проверки достоверности данных проспекта и корректности его оформления. В случае обнаружения нарушений установленных требований государственные уполномоченные органы вправе приостановить эмиссию до устранения отмеченных недостатков. Разрешение на выпуск ценных бумаг дается тем компаниям, которые в течение длительного периода (3 и более лет) являются платежеспособными и рентабельными, обладают финансовой независимостью и устойчивостью, владеют высоколиквидными активами и конкурентоспособны на рынке.

Выпуск ценных бумаг может происходить в формах:

- **частного размещения**, когда закрытый выпуск регистрируется без публичного оповещения, а число акционеров не превышает 100 человек. Такая форма применяется при ограниченных размерах капитала;
- **открытой продажи**, предусматривающей распространение акций среди неограниченного числа подписчиков в результате рекламной публикации проспекта эмиссии в средствах массовой информации.

На различных секторах современного финансового рынка помимо основных ценных бумаг обращаются также:

- **производные ценные бумаги (дериваты)** – фьючерсы, опционы, варранты, которые не могут существовать без основных ценных бумаг и обладают свойством обратимости, то есть могут погашаться на финансовом рынке. Их особенности были описаны в главе 4.
- **прочие ценные бумаги** - депозитные сберегательные сертификаты банков, коммерческие векселя, чеки и другие виды краткосрочных ценных бумаг. Они, как было сказано выше, обращаются на денежном и валютном рынках. Так как в курсе “Рынок ценных бумаг” подробно изучаются все аспекты их обращения на рынке, дадим лишь краткую характеристику наиболее распространенным из них.

**А. Депозитные сберегательные сертификаты (ДСС)** представляют собой письменное документальное свидетельство банка о вкладе денежных средств отдельными вкладчиками и удостоверяют их право на получение по истечении установленного срока суммы депозита вместе с процентами по нему. Обращение ДСС регулируется банковским законодательством, потому что эти срочные ценные бумаги в национальной валюте выпускаются только банками в единичном экземпляре.

Депозитные сертификаты относятся к классу ордерных ценных бумаг, права требования по которым могут переуступаться другим лицам с внесением соответствующих передаточных подписей. Они не могут служить средством расчета за товары и услуги, а на финансовом рынке обращаются посредством уступки другому лицу прав требования. При этом владелец сертификата, уступающий свое право по нему, считается кредитором, а новый владелец является заемщиком. Депозитные сертификаты, наряду с облигациями и векселями, можно отнести к долговым ценным бумагам

**Б. Вексель** в отличие от ДСС может использоваться в качестве платежного инструмента при осуществлении расчетов по сделкам купли-продажи на товарном, ресурсном или финансовом рынках.

Он представляет собой письменное долговое денежное обязательство **векселедателя**, дающее беспорное право владельцу–**векселедержателю** после истечения указанного в векселе срока требовать от должника или же **акцептанта**, обязавшегося оплатить вексель, уплаты обозначенной суммы. Обязательство по векселю носит беспорный и безусловный, хотя и абстрактный, характер, так как оно может быть не связано с содержанием конкретной сделки. Тем не менее, векселедатель, векселедержатель и акцептант несут по векселю солидарную ответственность и обязаны своевременно выполнять все свои обязательства, зафиксированные в векселе.

Вексель является важным инструментом для решения проблемы взаимных неплатежей, весьма острой для всех государств с переходной экономикой. Он выступает как средство расчета и коммерческого кредита, способствует привлечению денежных инвестиций, может использоваться в качестве товарного актива на финансовом рынке.

**В зависимости от вида операций**, лежащих в основе вексельного обязательства, векселя могут быть:

- **товарными** – отражающими обязательство покупателя по товарной сделке или коммерческому кредиту, предоставленному продавцом товара;
- **финансовыми** – используемыми при выдаче денежного кредита, перечислении налогов и платежей, получении бюджетного финансирования или заработной платы.

**По характеру обращения** различают такие виды векселей:

- **простой вексель (соло-вексель)** – в движении этих векселей принимают участие только две стороны: векселедатель (должник) и векселеполучатель (кредитор);
- **переводной вексель (тратта-вексель)**, обязательным участником обращения переводных векселей является акцептант – лицо, согласившееся акцептировать вексель, то есть выполнить по нему **денежное обязательство в указанный срок**.
- **вексель на предъявителя** передается новому владельцу без дополнительных процедур;
- **именной вексель** требует совершения на нем передаточной надписи – индоссамента, посредством которого индоссант передает права по векселю индоссату – новому владельцу. В обусловленный векселем срок индоссат предъявляет вексель к платежу векселедателю (соло-вексель) или акцептанту (тратта-вексель).

**В. Чеки** – абстрактные денежные обязательства, оформленные в виде письменных документов строго установленной формы, относятся к классу долговых ценных бумаг. Плательщиком по чекам являются банки или иные кредитные учреждения, в которых у чекодателя имеется текущий банковский счет.

Юридические и физические лица могут выписывать:

- **именные чеки** на определенное лицо;
- **ордерные чеки**, которые могут обращаться на рынке;
- **предъявительские чеки** без указания чекодателя.

Обращение чеков на финансовом рынке аналогично движению векселей, погашение их производится по предъявлению, а в случае неоплаты векселя или чека оговоренная в них денежная сумма может быть взыскана с обязанных лиц путем предъявления иска в установленном законом порядке.

## 6.2. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Участниками рынка ценных бумаг могут являться государство, холдинговые и инвестиционные компании, коммерческие банки, крупные промышленно-финансовые корпорации и индивидуальные инвесторы.

**А. Коммерческие банки** являются основными поставщиками капитала на рынках ценных бумаг в странах Европы, в России и других государствах, использующих европейскую или смешанную модель фондового рынка. Они организуют функционирование рынка, направляют деятельность фондовых бирж, создают крупные финансово-банковские группы, аккумулируя вокруг себя самостоятельные финансовые институты: траст - компании, брокерские фирмы, консалтинговые центры, инвестиционные фонды.

Активная роль банков на фондовом рынке состоит в эмиссионной деятельности по выпуску облигаций и казначейских обязательств, а также в осуществлении инвестиций путем приобретения ценных бумаг других эмитентов. Доходы банков от операций на рынке ценных бумаг служат стимулом для создания ими дочерних финансовых компаний, действующих на региональных и иностранных фондовых рынках.

Помимо основной деятельности, банки занимаются различными обслуживающими операциями по ценным бумагам своих клиентов, организуя хранение, учет, регистрацию и взаиморасчеты, обеспечивая прибыльное движение ценных бумаг, кредитование и страхование сделок на фондовом рынке.

**Б. Траст-компании**, как и банки, выполняют доверительные операции по управлению ценными бумагами своих клиентов - различных юридических и физических лиц. Их деятельность способствует созданию портфельных инвестиций, в результате которых увеличиваются инвестиционные ресурсы в экономике и уменьшаются финансовые риски на фондовом рынке.

**В. Страховые компании** во многих государствах являются крупными инвесторами на фондовом рынке, так как, обладая значительным финансовым капиталом, они могут приобретать здесь государственные ценные бумаги, акции промышленных корпораций, муниципальные облигации и другие фонды, доходы от которых позволяют им расширять свою деятельность и развивать бизнес.

**Г. Инвестиционные компании (инвестиционные фонды)**, как кредитно-финансовые учреждения особого рода, специализируются на привлечении временно свободных денежных средств отдельных мелких инвесторов, желающих использовать свой капитал с максимальной выгодой.

Для того, чтобы индивидуальные инвесторы вкладывали имеющиеся денежные фонды в инвестиции, инвестиционные компании выпускают собственные ценные бумаги или выставляют для продажи на рынке ценные бумаги иных эмитентов.

Ценные бумаги инвестиционных фондов обычно представляют собой долговые обязательства с высокой степенью ликвидности. За вырученные от их продажи денежные средства компанией приобретаются у сторонних эмитентов акции, облигации и другие фондовые товары, обещающие высокую прибыль, но имеющие меньшую ликвидность.

Доходы, которые инвестиционная компания получает, являясь владельцем прибыльных ценных бумаг торгово-промышленных корпораций и других эмитентов, после вычета из них определенной компенсации распределяются между держателями ее акций.



Спекулятивных сделок инвестиционные фонды не совершают, так как полностью специализируются на операциях с ценными бумагами и нацелены на прирост их рыночной стоимости.

Инвестиционные фонды выступают посредниками между отдельными инвесторами и объектами инвестирования, поэтому их деятельность имеет большое значение для успешного проведения политики разгосударствления и приватизации имущества в странах, осуществляющих переход к рыночной экономике. Во всех государствах инвестиционные компании играют роль аккумулятора денежных ресурсов, необходимых для финансирования экономики.

Велика роль инвестиционных компаний в развитии финансового рынка, так как они способствуют увеличению спроса на ценные бумаги, повышению их ликвидности как товара, создают на фондовом рынке конкурентную среду, побуждая тем самым банки и другие финансово-коммерческие организации совершенствовать свою деятельность.

Благодаря инвестиционным фондам, мелкие и средние инвесторы могут надежно размещать свои сбережения, получать высокие доходы с минимальной степенью риска за счет профессионального управления инвестициями.

**Д. Холдинговые компании** возникают в результате расширения инвестиционной деятельности банков, создающих специализированные инвестиционные фонды, вкладывающие капитал в финансовые, торгово-промышленные, кредитные учреждения. Развитие их финансового союза приводит к созданию банковских холдингов на основе слияния инвестиционных ресурсов. Основной функционирования холдинговых компаний является выпуск и обращение ценных бумаг долгового и долевого характера, то есть облигаций и акций.

В результате инвестирования привлеченных средств в деятельность других компаний создается особая форма акционерной собственности, во главе которой находится головная "материнская" компания, обладающая контрольным пакетом акций "дочерних" фирм. Такая структура обеспечивает самоуправление, гибкость, подвижность при сохранении контрольных функций за головной фирмой.

Холдинговые системы отличаются централизацией капитала и эмиссионной деятельности, проводят единую производственную, маркетинговую и научно-техническую политику, унифицируют систему планирования, учета, регулирования и контроля, что позволяет создать оптимальную налоговую стратегию и снизить затраты, сопутствующие деятельности всех ее элементов.

Конечной целью холдинговой компании является обеспечение постоянного роста курсовой стоимости ее акций, повышение уровня их надежности, привлекательности и ликвидности на финансовом рынке. Реализация этой цели обеспечивается созданием единых внутренних консалтинговых служб и "мозговых центров" для участия руководителей "материнской" компании в наблюдательных советах "дочерних фирм", что позволяет использовать комплексный подход к разработке эффективной стратегии управления акционерным капиталом.

Руководство холдинговой компании получает право контроля над капиталом, значительно превышающим размер первоначальных инвестиций, а эффективность его использования на финансовом рынке резко возрастает.

На рынке ценных бумаг холдинговые компании могут также осуществлять спекулятивную деятельность по покупке и продаже фондового товара с целью получения дополнительной прибыли.

Стратегическая ориентация холдингов побуждает их к открытым или скрытым методам завладения акционерным капиталом интересующих их фирм путем заключения договоров, соглашений, скупкой ценных бумаг через посредников в результате сложных многоступенчатых биржевых сделок.

Так как холдинговая деятельность сопряжена с огромными суммами денежного капитала и, следовательно, с высоким финансовым риском, продажа и покупка контрольных пакетов акций должна быть обоснована и с маркетинговой точки зрения, и с экономических позиций. Для этого в холдинговых компаниях сосредотачивается крупный научный и высококвалифицированный кадровый потенциал, действия которого направлены на повышение эффективности управления капиталом через принятие оптимальных управленческих решений на базе научного анализа и прогноза.

На мировом рынке существует большое разнообразие холдинговых систем, различающихся мотивацией входящих в них компаний, характером долевого участия "материнской" фирмы в управлении капиталом "дочерних" предприятий, формами слияния промышленного, торгового и финансового капитала. Наиболее часто холдинги создаются на базе банковского капитала, диверсифицирующего свои инвестиции и приобретающего пакеты акций торгово-промышленных компаний. Такой финансовый холдинг является надежной основой деятельности всей холдинговой структуры.

В зависимости от способа слияния капитала могут быть образованы холдинговые системы различного типа.

- **Круговые холдинговые системы** предполагают взаимное проникновение в управленческую деятельность всех ее элементов через приобретение акций "материнской" компании "дочерней" фирмой. При этом "дочерние" предприятия становятся совладельцами капитала головной фирмы и могут в определенной степени контролировать ее деятельность.

- **Перекрестные холдинги, или кросс-системы**, основаны на покупке "материнскими" компаниями одних холдингов пакетов акций "дочерних" фирм других холдинговых систем, вследствие чего как совладельцы капитала они проникают в управление. В холдинговые кросс - системы могут входить несколько различных холдингов, что является одним из проявлений интеграционных тенденций на финансовом рынке.

В зависимости от характера деятельности различают:

- **чистые холдинговые структуры**, где "материнская" фирма осуществляет на базе владения контрольным пакетом акций "дочернего" предприятия только управленческие и контрольные функции;

- **смешанные холдинги**, характеризующиеся тем, что "материнская" фирма руководит в "дочерних" компаниях также производственно-коммерческой, кредитно-финансовой и иными видами деятельности.

Различные способы управления холдинговыми структурами предполагают разное количество ступеней иерархии в руководстве ими.

- **Двухуровневая система** включает в себя “материнский” и “дочерний” уровни управления. Она является наиболее простой и широко распространена во многих странах на всех континентах.

- **Многоуровневые системы** образуются при появлении “внучатых” и “правнучатых” компаний на основе “удлинения родственной линии” при приобретении “дочерними” компаниями пакетов акций других фирм, в результате чего возникают отношения субхолдинга.

По принципу построения холдинговые структуры могут быть:

- территориальными;
- одноотраслевыми;
- многоотраслевыми;
- региональными;
- межрегиональными;
- международными.

**Международные холдинги** играют важную роль в развитии интеграционных процессов и интернационализации мировой экономики. В своей деятельности они руководствуются законодательными и нормативными актами нескольких государств. Это в некоторой степени усложняет организацию их деятельности, но зато создает дополнительные возможности для оптимального использования финансовых, материальных и трудовых ресурсов. Международные холдинговые системы, при разумном подходе к их особому статусу, могут одновременно пользоваться льготами нескольких государств в части налогообложения, в таможенной политике, в кредитовании, в режимах субсидирования и дотирования.

Широкие возможности международных холдингов позволяют им являться организаторами создания новых и реализации традиционных экономических связей между государствами. Совместное владение капиталом внутри межгосударственных холдинговых систем приводит к преобразованию международных экономических отношений в процессы внутрифирменного управления, регулирование которых значительно проще и эффективнее.

Концентрация и централизация капитала на базе холдинговых компаний является мощным двигателем развития экономики в государствах, осуществляющих рыночные реформы. Благодаря интеграции инвестиционных ресурсов, государство получает возможность осуществлять крупные инновационные проекты, финансировать глобальные программы по развитию структурообразующих отраслей и отдельных регионов, имеющих высокий трудовой потенциал.

Для того, чтобы присущая холдинговым системам тенденция к монополизму не затрудняла развитие конкурентной рыночной экономики, правильная антимонопольная политика государства, применяемые им методы прямого и косвенного государственного регулирования должны сочетаться с созданием условий для развития свободной рыночной конкуренции, побуждающей производителей к интенсификации их деятельности на современной научной основе.

## 6.3. ОБЛИГАЦИИ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

### 6.3.1. Структура рынка облигаций

Любые ценные бумаги представляют собой документы, которые непосредственно отражают определенные имущественные права по отношению к связанному с ними реальному капиталу. Являясь конкретной формой финансового капитала, ценные бумаги самостоятельно обращаются на фондовом рынке, служат объектом купли-продажи и источником получения дохода. Регулярный доход их владельцев обеспечивается за счет чистой прибыли компаний–эмитентов, инвестировавших привлеченные ресурсы в свою деятельность. Разовый доход на вторичном рынке ценных бумаг образуется в результате торговых спекулятивных сделок.

На фондовых рынках развитых стран широко распространены сделки, предметом которых являются **облигации (ASSENTED BONDS)**. Они подтверждают безусловное долговое обязательство заемщика (эмитента) возместить в указанные сроки кредитору (владельцу облигации) сумму займа путем погашения облигации по ее номиналу с уплатой определенного дохода в установленном размере.

Капитал, который аккумулируется с помощью долговых ценных бумаг, относится к категории заемного. Он предоставляется компании на конкретный срок и на платной основе. Вместо кредитного договора компания–эмитент составляет проспект эмиссии, в котором фиксируются все параметры сделки: сумма займа в виде номинала облигации, срок ее доходности, вид и размер оплаты дохода по облигации, способы материального обеспечения и другие сведения.

Привлекательность облигации для инвестора определяется размером обещанного по ней дохода в процентах от номинала и системой привилегий, преимуществ и прав, составляющих особенности каждого типа облигаций.

Потребительная стоимость облигаций как рыночного товара в первую очередь зависит от наличия материального обеспечения реальными активами компании. Облигации, имеющие материальное обеспечение, относятся к **закладным**. Их материальной основой служит движимое и недвижимое имущество, принадлежащие эмитенту ценные бумаги и другие активы, которые могут быть реализованы в пользу инвестора в случае непогашения облигаций в срок.

В зависимости от вида залога различают:

- **первозакладные облигации** под недвижимость, которые относятся к старшим ценным бумагам компании и погашаются в первую очередь;
- **общезакладные облигации (второзакладные)**, залогом которых служит движимое имущество. Операции с ними сопровождаются большим риском, но зато их владельцы получают более высокий доход для компенсации риска;
- **беззакладные облигации** являются прямым долговым обязательством эмитента и не создают имущественных претензий со стороны инвестора. Эти облигации могут выпускаться лишь наиболее устойчивыми в финансовом отношении компаниями, имеющими стабильную прибыль и хорошую репутацию.

В Республике Беларусь правом эмиссии облигаций обладает государство, Национальный банк, коммерческие банки и другие юридические лица, зарегистрированные в

установленном законодательством порядке и имеющие соответствующее разрешение на выпуск ценных бумаг. В реквизитах облигации должны быть указаны ее наименование, номинальная стоимость, дата выпуска, номер государственной регистрации, порядковый номер и серия, сроки и порядок погашения, размер и способ выплаты дохода, права держателя, образцы подписей всех уполномоченных лиц и другие сведения.

Важным параметром облигации является **тип процентной ставки**, характеризующий способ начисления дохода. На рынке облигаций обращаются ценные бумаги как с фиксированной, так и с плавающей процентной ставкой, которая привязывается к нормам депозитного или кредитного процента.

**Тип облигаций** зависит от способов их погашения и начисления дохода.

- **Облигации с фиксированной купонной ставкой** погашаются по номиналу в конце срока, а размер постоянного годового дохода, указанный на прилагаемом к облигации купоне, выплачивается ее владельцу в установленном порядке.

- **Облигации с равномерно возрастающей купонной ставкой** также погашаются по номиналу в указанные сроки, но сумма годового дохода ежегодно увеличивается.

- **Облигации с нулевым купоном (типа ЗЕРО)** представляют собой дисконтные ценные бумаги, которые реализуются со скидкой (дисконтом), а погашаются в конце срока по номиналу. Доход по дисконтным облигациям не выплачивается.

- **Вечные облигации типа “французская рента”** не имеют ограничений по срокам обращения. Они обеспечивают своим владельцам возможность получения постоянного дохода, который начисляется бессрочно и поступает к собственникам облигаций в течение всего срока владения ими.

На мировом фондовом рынке обращаются различные **виды облигаций**:

- **кассовые облигации**, используемые банками для самофинансирования при проведении ипотечных операций и кредитовании экспорта;

- **ипотечные облигации**, которые обеспечиваются соответствующим недвижимым имуществом корпорации;

- **рентные облигации**, не имеющие срока погашения и приносящие владельцу ежегодный доход (ренту);

- **конвертируемые облигации**, которые при определенных условиях можно обменивать на акции того же эмитента;

- **оптированные облигации**, представляющие собой обязательство с правом на опцион, когда в течение определенного срока можно либо подписать, либо нет, облигацию, стоимость которой установлена заранее;

- **облигации “самурай”**, эмитируемые с целью долгосрочного займа на территории Японии и имеющие номинал, обозначенный в японских иенах;

- **облигации “янки”**, предназначенные для долгосрочного долларового займа и эмитируемые на биржах США;

- **облигации серий НН и ЕЕ**, обращающиеся, главным образом, на фондовом рынке США. Проценты по ним не начисляются, а стоимость ценных бумаг во времени возрастает. В конце срока владельцу облигации выплачивается и номинал, и доходы за весь срок существования данной облигации.

### 6.3.2. Определение стоимости и цены облигации

Важнейшим параметром облигации, определяющим ее конкурентоспособность на финансовом рынке, является стоимость. Стоимость облигации зависит от ее типа, номинала, периода обращения на рынке и нормы доходности.

В зависимости от характера учитываемой стоимости различают следующие виды цены облигаций:

- **чистая цена облигации**, в основе которой лежит ее стоимость в день выплаты процентного дохода;
- **реальная цена облигации**, представляющая собой расчетную стоимость, скорректированную с учетом дохода по облигации за весь период времени. Рейтинг облигации на фондовом рынке определяется по уровню ее реальной цены, так как мерой потребительской стоимости ценных бумаг служит их доходность.

Для определения реальной цены облигаций используется аппарат дисконтирования будущих купонных доходов, конкретизированный применительно к особенностям платежей дохода по различным типам облигаций. Рассмотрим простейшие методы расчета стоимости наиболее распространенных на финансовом рынке видов облигаций.

#### **А. Облигации с фиксированной купонной ставкой**

Особенностью данного типа облигаций является неизменная периодичность платежей, сумма которых не меняется в течение всего срока займа. Стоимость таких облигаций определяется на основе приведенной к текущему моменту суммы всех выплат за время владения облигацией.

Для расчета современной величины дохода по облигации с постоянной купонной ставкой используется формула приведения суммы членов ренты – **аннуитета**, представляющего собой поток последовательно выплачиваемых через равные промежутки времени одинаковых платежей.

Пусть:  $n$  – число лет владения облигацией,

$k$  – норма процентной ставки на финансовом рынке,

$R$  – ежегодный стабильный доход по облигации,

$$R = g \times N, \quad \text{где:} \quad /6.1/$$

$g$  – норма купонной ставки,

$N$  – номинал облигации.

С учетом дисконтирования доход по данной облигации, приведенный к текущему моменту, составит:

$$\text{через 1 год: } R_1 = R / (1 + k);$$

$$\text{через 2 года: } R_2 = R / (1 + k)^2;$$

$$\text{через 3 года: } R_3 = R / (1 + k)^3 \text{ и т.д.}$$

Приведенная сумма дохода, полученного через  $n$  лет:

$$R_n = R / (1 + k)^n = R \times PVF_{k,n}, \quad \text{где:} \quad /6.2/$$

$PVF_{k,n}$  (**PRESENT VALUE FACTORS**) – показатель текущей стоимости предстоящих через  $n$  лет будущих платежей при процентной ставке на финансовом рынке  $k\%$  (приложение 1).<sup>1</sup>

<sup>1</sup> /73/, стр. 117-123

Для расчета приведенной стоимости всех платежей по облигации, полученных за  $n$  лет, используется показатель текущей стоимости аннуитета  $PVFA_{k,n}$  (PRESENT VALUE FACTOR OF ANNUITIES), значение которого для разных процентных ставок  $k$  и сроков приведения  $t$  определяется на основании данных приложения 2.<sup>2</sup>

С учетом приведенной к текущему моменту суммы номинала облигации, погашаемой в конце срока ее действия, и всех будущих выплат ежегодного дохода современная цена облигации может быть определена по формуле 6.3:

$$C = R \times PVFA_{k,n} + N \times PVF_{k,n} \quad /6.3/$$

Оценка степени привлекательности облигаций как товара производится на основе **внутренней нормы доходности**. Она представляет собой отношение приведенной суммы всех доходов за срок действия облигации, с учетом дисконтированного погашаемого номинала, к цене приобретения. Внутренняя норма доходности  $i$  является пороговой величиной, за которой начинается зона убытков, поэтому она обычно приравнивается к текущей процентной ставке.

Использование описанного метода для определения рыночной цены купонных облигаций покажем на примере.

**ПРИМЕР.** Определить рыночную цену и рассчитать внутреннюю норму доходности десятилетней облигации номиналом 1000 у.е. с 9-ти процентным купоном, используя данные о состоянии финансового рынка в разные моменты времени.

#### Решение.

*Рассчитаем рыночную цену данной облигации.*

1. В момент эмиссии, если норма процентной ставки на финансовом рынке составляла  $k = 9\%$ .

$$C_0 = 0.09 \times 1000 \times PVFA_{9,10} + 1000 \times PVF_{9,10} = 90 \times 6.418 + 1000 \times 0.422 = 999.62 \text{ (у. е.)}$$

*Таким образом, продавая облигацию по номиналу, эмитент получит доход:*

$$1000 - 999.62 = 0.38 \text{ (у. е.)}$$

2. Через 2 года после эмиссии, если норма процента на рынке возросла до 11%:

$$C_1 = 90 \times PVFA_{11,8} + 1000 \times PVF_{11,8} = 90 \times 5.146 + 1000 \times 0.434 = 897.14 \text{ (у. е.)}$$

*При реализации облигации дисконт составит:*

$$1000 - 897.14 = 102.86 \text{ (у. е.)}$$

3. Пусть за 7 лет до выкупа облигация продавалась на вторичном рынке по цене  $C_7 = 1075$  (у. е.)

*Внутренняя норма доходности данной облигации может быть определена из уравнения 6.3.3, решаемого относительно неизвестной процентной ставки  $k$  методом подбора:*

*Для ставки  $k_1 = 8\%$ :*

$$C_1 = 90 \times PVFA_{8,7} + 1000 \times PVF_{8,7} = 90 \times 5.206 + 1000 \times 0.583 = 1051.54 \text{ (у.е.)} < 1075 \text{ у. е.}$$

*- ставка слишком велика.*

*Для ставки  $k_2 = 7\%$ :*

$$C_2 = 90 \times PVFA_{7,7} + 1000 \times PVF_{7,7} = 90 \times 5.389 + 1000 \times 0.623 = 1108.01 \text{ (у. е.)} > 1075 \text{ у. е.}$$

<sup>2</sup> /73/, стр. 125-133

– ставка слишком мала.

Окончательно внутреннюю норму доходности определяем путем интерполяции, приравнявая ее к текущей ставке процента.

В качестве эталонной величины ставки доходности принимаем меньшее из двух значений:  $k_2 = 7\%$ .

$$i = k_2 + (C_2 - C_1) / (C_2 - C_1) = 7 + 1 \times (1108.01 - 1075) / (1108.01 - 1051.54) = 7.58 \%$$

Следовательно, внутренняя норма доходности данной облигации за 7 лет до выкупа составляет 7.58%.

Аналогичным способом можно определить внутреннюю норму доходности непосредственно перед выкупом облигации, чтобы сравнить ее с доходностью других финансовых товаров, предлагаемых на фондовом рынке.

### **Б. Облигации с равномерно возрастающей купонной ставкой**

Размер купонного дохода по таким облигациям ежегодно возрастает на постоянную величину процента  $g^*$ .

То есть доход, полученный через 1 год, составит:  $R_1 = g \times N$ ,

через 2 года:  $R_2 = (g + g^*) \times N$ ,

через 3 года:  $R_3 = (g + 2g^*) \times N$  и т.д.

Современная цена такой облигации, помимо учтенных в формуле 6.3 приведенной суммы аннуитета по предстоящим за  $n$  лет выплатам дохода и приведенной суммы погашаемого через  $n$  лет номинала облигации, должна включать приведенный абсолютный прирост дохода по облигации -  $dR$  (формула 6.4):

$$C = R \times PVFA_{k,n} + N \times PVF_{k,n} + dR. \quad /6.4/$$

### **В. Облигации с нулевым купоном (типа ЗЕРО)**

Такие облигации называются дисконтными, так как реализуются на первичном рынке с дисконтом – со скидкой против номинала. Расчетная цена облигации типа “ЗЕРО” определяется путем приведения будущей стоимости номинала, погашаемой через  $n$  лет, к текущему моменту с помощью показателя будущей стоимости  $PVF_{k,n}$ , так как купонные доходы по таким облигациям не выплачиваются:

$$C = N \times PVF_{k,n}. \quad /6.5/$$

Доход владельца облигации с нулевым купоном возникает за счет разницы между ее приведенным номиналом и ценой покупки облигации  $C_0$ :

$$D = N \times PVF_{k,n} - C_0. \quad /6.6/$$

### **Г. Облигации типа “французская рента”**

Стоимость облигации с вечной рентой определяется в зависимости от величины номинала и действующей на финансовом рынке нормы процента. Так как срок действия такой облигации неограничен, наращенная сумма дохода равна бесконечно большому числу, а современная цена определяется по формуле 6.7:

$$C = (g \times N) / k. \quad /6.7/$$



### 6.3.3. Доходность облигаций

При решении вопроса о целесообразности покупки облигаций необходимо оценить их доходность и сопоставить ее со средней нормой дохода на финансовом рынке. Доходность облигаций зависит от их типа, номинала, вида купонной ставки, срока обращения и рыночной цены.

Простейшие методы оценки доходности основаны на соотношении величины дохода и рыночной цены облигации.

**1. Доходность купонных облигаций** определяется расчетом:

**а) купонной нормы доходности  $g$** , определяющей гарантированный годовой доход  $R$  в процентах по отношению к номиналу облигации  $N$ :

$$g = R \times 100 / N; \quad /6.8/$$

**б) текущей нормы доходности  $n_1$** , характеризующей размер годового дохода  $R$  по отношению к цене облигации  $C$ :

$$n_1 = R \times 100 / C; \quad /6.9/$$

**в) плановой нормы доходности  $n_2$** , учитывающей погашение облигации по ее номиналу при окончании срока обращения:

$$n_2 = 2 \times g \times N \times 100 / (N + C); \quad /6.10/$$

**г) фактической внутренней нормы доходности  $i$** , которая отражает внутреннюю доходность облигации с учетом динамики рыночных цен:

$$i = (C_2 / C_1)^{1/(t_2 - t_1)} - 1 = (C_2 / C_1)^{1/t} - 1, \quad \text{где:} \quad /6.11/$$

$C_1$  – рыночная цена облигации в момент времени  $t_1$ ,

$C_2$  – рыночная цена облигации в момент времени  $t_2$ ,

$C_2 = C_1 \times (1 + k)^t$ ,

$t = t_2 - t_1$  – фактический срок обращения облигации.

Формулы 6.8 - 6.11 можно использовать при оценке внутренней нормы доходности облигаций с фиксированными и равномерно возрастающими купонными ставками, так как характер доходности у них аналогичен.

**2. У дисконтных облигаций с нулевым купоном** текущая  $n_1$  и купонная  $g$  нормы доходности равны 0, фактическая же норма доходности  $n_3$  определяется по формуле 6.11, а плановая доходность  $n_2$  – по формуле 6.12:

$$n_2 = (N / C)^{1/t}. \quad /6.12/$$

Критерием привлекательности облигации служит внутренняя норма доходности  $i$ , которая принимается равной фактической норме  $n_3$ .

4. Особое место на рынке облигаций занимают торговые сделки, целью которых является получение разового дохода в результате превышения цены продажи облигаций

над ценой их покупки. Такие сделки, когда покупка облигаций производится на конкретный срок с обязательной их обратной продажей по определенной цене, называются **сделками типа "РЕПО"**.

Их доходность  $r$  рассчитывается по формуле:

$$r = (m \times C_t - m \times C_o) \times 360 / m \times C_o \times T, \text{ где:} \quad /6.13/$$

$m$  – количество облигаций,

$T$  – срок владения облигациями в днях,

$C_o$  – цена покупки облигации,

$C_t$  – цена продажи облигации.

Анализ доходности облигаций производится путем сопоставления внутренней нормы доходности  $i$  с купонной ставкой  $g$  и среднерыночным процентом  $k$  по следующим возможным схемам.

1. Сравнивается рыночная цена в момент приобретения  $C_o$  и номинал облигации  $N$ .

При этом возможны случаи:

$$C_o > N,$$

$$C_o = N,$$

$$C_o < N.$$

Наиболее привлекательны облигации третьей группы.

2. Сопоставляется текущая цена облигации  $C_t$  с первоначальной ценой  $C_o$ . Привлекательными будут те облигации, у которых  $C_t > C_o$ .

3. Анализируются возможные ситуации с учетом всех факторов:

- Пусть  $C_o = N$ ,  
 $C_t = C_o$ ,  
 $i = g$ ,  
 $g > k$ .

При таком сочетании параметров облигации считаются привлекательным товаром.

- Если  $C_o = N$ ,  
 $C_t > C_o$ ,  
 $i > g$  – покупка облигаций целесообразна.
- Когда  $C_o = N$ ,  
 $C_t < C_o$ ,  
 $i < g$  – облигации непривлекательны.
- Если  $C_o < N$ ,  
 $C_t > C_o$ ,  
 $i > g$  – облигации весьма привлекательны.

В тех случаях, когда инвестор владеет облигациями в момент выплаты купонного дохода, доходность ценных бумаг будет еще больше, так как в ней учитываются выплаты согласно купонной ставке.

## 6.4. РОЛЬ АКЦИЙ В ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТРАТЕГИИ ПРЕДПРИЯТИЯ

### 6.4.1. Виды акций и их особенности

**Акция (SHARE)** - ценная бумага, которая является титулом определенной доли (фракции) имущества корпорации и удостоверяет право своего владельца – держателя акции на участие в капитале компании. При эмиссии акций уставный капитал корпорации делится на определенное число долей, каждая из которых отражается в виде титулованной ценной бумаги. Она представляет собой фиктивный капитал, обладающий свойствами финансового товара.

Акции относятся к основным ценным бумагам долевого характера и дают право своему держателю на владение частью капитала, имущества и дохода акционерного общества – эмитента. Привлекательность акций как финансового товара обуславливается также и правом участия владельца (акционера) в управлении оперативными вопросами производственно-хозяйственной деятельности акционерного общества.

Большое разнообразие акций на фондовом рынке объясняется разными целями создания акционерного капитала, особенностями размещения и обращения ценных бумаг на первичном и вторичном рынках, а также различиями в подходах к использованию привлеченных ресурсов.

В зависимости от способа распространения на фондовом рынке различают следующие виды акций:

- **именные акции**, на которых фиксируется имя владельца. Они дают возможность компании осуществлять постоянный контроль за движением акционерного капитала с целью недопущения чрезмерной его концентрации у отдельных лиц и потери финансовой независимости фирмы. Ликвидность рынка именных акций может быть обеспечена с помощью фьючерсных контрактов, дающих право выкупа акций у владельцев через определенный срок по оговоренной цене;

- **акции на предъявителя** не требуют регистрации имени владельца, который может реализовать свои права при предъявлении акции фирме–эмитенту. Такие акции более ликвидны и привлекательны на фондовом рынке, так как сделки купли–продажи их упрощены по сравнению с именными ценными бумагами;

- **номинативные акции** выпускаются для конкретного владельца, который может отказаться от их приобретения путем подписания письменного отказа (эндоссара). При этом передача номинативных акций третьему лицу может производиться только с согласия акционерного общества;

- **акции администратора** распространяются среди работников административного корпуса акционерной компании для повышения их мотивации к наиболее качественному и плодотворному труду;

- **акции учредителей** являются собственностью создателей акционерного общества и эмитируются с целью формирования первоначального капитала компании.

Акционерный капитал имеет ряд преимуществ по сравнению с другими источниками финансовых ресурсов предприятия.

Во-первых, он обладает свойством неделимости, так как владелец акций не имеет права возратить их в компанию для получения вложенных в покупку собственных

средств. Это свойство предотвращает раздробление активов и способствует сохранению устойчивости предприятия.

Во-вторых, акционирование дает возможность осуществлять цикличное финансирование развития предприятия путем дополнительных тиражей акций, при обмене облигаций на акции, при увеличении стоимости акций вследствие роста активов компании, при разгосударствлении объектов республиканской и муниципальной собственности.

В-третьих, акции являются достаточно привлекательным фондовым товаром, так как обладают ликвидностью, а доходы от операций с ними служат объектом льготного налогообложения.

И, наконец, на фондовом рынке обращаются самые разные виды акций, ориентированные на удовлетворение имманентных интересов различных категорий покупателей. Классификация акций по праву участия в управлении корпорацией представлена на рисунке 6.1.

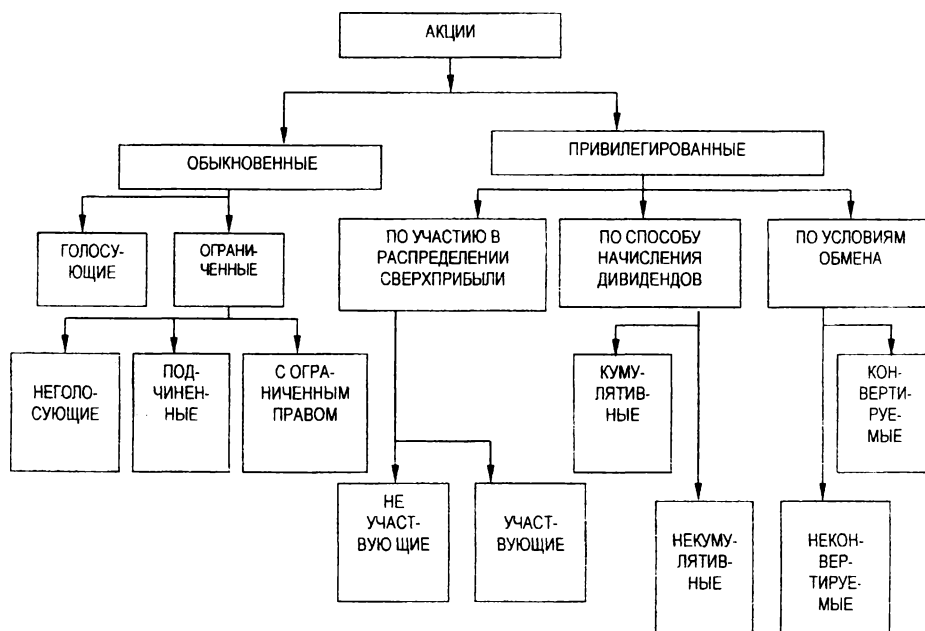


Рис. 6.1. Разновидности обыкновенных и привилегированных акций<sup>1</sup>

• **Обыкновенные, или простые, акции (COMMON STOCK)** – подтверждают право владельца на участие в обсуждении общих вопросов акционерной компании, проверке

<sup>1</sup> Составлено на основе /271/, стр.292

отчетов и принятии решений по проблемам управления ею в пределах полномочий, установленных для различных разновидностей обыкновенных акций, представленных на рисунке 6.1.

Кроме того, владельцы этих акций имеют право и на получение части дохода корпорации в виде дивидендов, однако выплата их не гарантирована. Она производится лишь тогда, когда финансовые результаты деятельности фирмы так высоки, что после уплаты налогов и выполнения первоочередных обязательств у корпорации остается не использованная чистая прибыль.

Обыкновенные акции можно продать, подарить, завещать в наследство. При ликвидации компании владелец обыкновенных акций несет ограниченную ответственность, но имеет право на получение своей доли активов.

• **Привилегированные, или преференциальные, акции (PREFERENCE SHARE)** – дают своим держателям определенные преимущества при выплате дивидендов и ликвидации акционерной компании. По решению Совета директоров, независимо от суммы чистой прибыли, держателям этих акций гарантирован доход, который может выплачиваться и из накопленных средств.

Привилегированная акция не наделяет своего владельца правом голоса, поэтому называется “безголосой”. Для регулирования размера привлеченного капитала компания может устанавливать сроки выкупа преференциальных акций путем проведения стеллажных сделок на основе фьючерсов с установленным заранее курсом. Это не изменяет числа акционеров, владеющих обыкновенными акциями, а корпорация получает возможность привлекать дополнительный капитал.

#### 6.4.2. Методы определения стоимости акций

Обыкновенные акции относятся к наиболее рискованному виду ценных бумаг на фондовом рынке, так как неопределенность в выплате дивидендов по ним весьма высока. Доход по этим акциям может достигаться за счет прироста стоимости в результате колебания рыночной конъюнктуры и при увеличении активов компании.

Привилегированные акции, пользующиеся преимущественным правом начисления дивидендов, имеют собственный механизм получения доходов, который также подвержен воздействию ряда внешних и внутренних факторов.

В настоящее время используется несколько подходов к анализу факторов, влияющих на рыночную цену акций.

• **Процентный подход** основан на учете основного критерия эффективности вложений капитала в приобретение акций, которым является среднерыночная норма доходности финансовых инвестиций в виде процентной ставки  $k$ :

$$C = D \times 100 / k, \text{ где:} \quad /6.14/$$

$C$  – рыночная цена акции,

$D$  – абсолютная величина дивидендов базисного года,

$k$  – ставка банковского процента – норма доходности на рынке.

• **Дивидендный подход** учитывает ежегодный темп прироста дивидендов  $g$ :

$$C = D \times (1 + r) \times 100\% / (k - r)\%. \quad /6.15/$$

• **Инвесторный (долевой)** подход основан на предположении наличия на фондовом рынке двух категорий покупателей со своими имманентными интересами.

Если доля инвесторов, желающих получить гарантированные дивиденды по акциям, равна  $X$ , а доля инвесторов, ориентированных на рост курсовой стоимости акций в результате повышения эффективности деятельности корпорации –  $Y$ , то цена акции:

$$C = X \times D / k + Y \times C_0, \text{ где:} \quad /6.16/$$

$C_0$  – цена акции, зарегистрированная на предыдущих торгах.

• **Курсовой (альтернативный) подход**, при котором предполагается, что уровень чистой прибыли  $y$ , распределяемой в виде дивидендов  $P \text{ див.}$ , в общей сумме чистой прибыли компании  $P \text{ чист.}$  есть величина постоянная, и цена акции  $C$  определяется исходя из размера дивидендов  $D$  и фиксированного уровня дивидендной прибыли:

$$C = D / y, \text{ где:} \quad /6.17/$$

$$y = P \text{ див.} / P \text{ чист.}$$

Оценивая доходность акций, необходимо учитывать некоторые особенности существующего порядка расчетов по итогам деятельности акционерных компаний:

- за начало финансового года в акционерных обществах принимают дату объявления экс-дивидендного срока;
- финансовые результаты деятельности предприятия обычно становятся известными в конце первого квартала следующего года;
- между датой объявления экс-дивидендного срока и моментом начала выплаты дивидендов существует интервал (лаг) около 1 месяца.

Принимая во внимание значительный временной лаг в расчетах по акциям, необходимо расчетную сумму дивидендов за истекший период приводить к моменту их выплаты на основе аппарата дисконтирования, чтобы уменьшить негативное влияние инфляционных процессов на доходность акций.

**Реальная стоимость акций** формируется под влиянием различных факторов, которые можно разделить на две группы:

1. Условия рыночной ситуации, складывающиеся под воздействием колебаний спроса и предложения на фондовом рынке. Именно здесь определяется истинная цена акций в конкретный момент времени, подчиняющаяся законам цены, спроса и предложения;
2. Внутренние параметры деятельности предприятия, определяющие потребительную стоимость акций как титула реального капитала фирмы.

В зависимости от способа оценки активов компании стоимость акций может быть определена различными методами.

Рассмотрим их особенности на примере.

**ПРИМЕР:** Учетная стоимость активов корпорации составляет 8 млрд. руб., в том числе привилегированный капитал – 6 млрд. руб. Компанией выпущено 20000 обыкновенных акций. Определить стоимость акций различными методами, используя дополнительную информацию, приведенную ниже.

**А. Метод балансовой (учетной) стоимости.** В его основе лежит учетная стоимость реализации активов НЕТТО за вычетом всех обязательств, включая привилегированный капитал, но без прибыли. Условием применения данного метода является возможность реализации активов по их балансовой стоимости.

**ПРИМЕР.** *Учетная стоимость* акций корпорации на текущий момент составит:  
 $(8000000 - 6000000) / 20000 = 100$  (тыс. руб. за акцию).

**Б. Метод ликвидационной стоимости** исходит из оценки той суммы, которая может быть получена при реализации имущества фирмы с учетом его износа на основе результатов экспертного опроса специалистов.

**ПРИМЕР.** Установлено, что от реализации активов корпорации может быть получено 7.4 млрд. руб.

*Тогда ликвидационная стоимость* оцениваемых акций определится как:  
 $(7400000 - 6000000) / 20000 = 70$  (тыс. руб. за акцию).

**В. Метод учета многократного дохода по акции** основан на прогнозной оценке прибыльности фирмы как основной цели ее деятельности.

**ПРИМЕР:** Прогнозная чистая прибыль корпорации "Х" для выплаты дивидендов по обыкновенным акциям в текущем году составит 400 млн. руб., то есть  $400000 / 20000 = 20$  тыс. руб. на акцию. Отношение чистой прибыли к активам зафиксировано на уровне 1/6.

*Следовательно, размер активов, требуемых для получения данной прибыли, в расчете на одну акцию определится, как:*

$20$  тыс. руб.  $\times 6 = 120$  тыс. руб.,  
что и будет являться **прогнозной ценой** акции.

**Г. Метод ожидаемых доходов** считается наиболее надежным и весьма распространен на фондовом рынке. Стоимость акций рассчитывается по формуле 6.14 на основе процентного подхода, описанного выше.

**ПРИМЕР.** Пусть постоянный размер годового дивиденда составляет 20 тыс. руб. на одну акцию корпорации, а требуемая норма возврата на финансовом рынке составляет 30%.

*Тогда рыночная цена* акции будет:  
 $20 \times 100 / 30 = 66.7$  (тыс. руб. за акцию).

**Д. Дивидендный метод** обычно применяется в условиях инфляционной экономики, когда для обеспечения конкурентоспособности ценных бумаг условиями выпуска акций предусматривается постоянный рост дивидендов. Для расчета стоимости акций по этому методу применяется формула 6.15.

**ПРИМЕР.** Если ожидаемый рост нормы возврата равен 5%, то стоимость акций корпорации при прежних условиях будет:

$$20 \times (1 + 0.05) \times 100\% / (30 - 5)\% = 84 \text{ (тыс. руб. за акцию).}$$

На рисунке 6.2 представлена условная схема формирования различных видов стоимости акций под влиянием макроэкономических (внешних) и микроэкономических (внутренних) факторов.

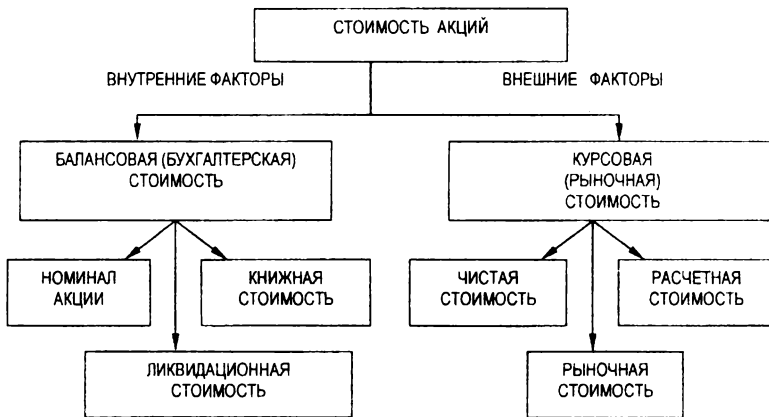


Рис. 6.2. Виды стоимости акций <sup>1</sup>

- **Бухгалтерская стоимость** акций может выражаться в виде номинальной, книжной и ликвидационной их стоимости в зависимости от цели расчета и стадии жизненного цикла акционерного общества.
- **Номинальная стоимость** акций определяется исходя из балансовой стоимости активов предприятия на момент выпуска акций и показывает долю уставного капитала, приходящегося на одну акцию в момент эмиссии.
- **Книжная стоимость** формируется путем оценки активов фирмы в определенный момент времени и характеризует текущую величину акционерного капитала.
- **Ликвидационная стоимость** акции определяется в момент ликвидации акционерной компании на основе стоимости активов предприятия по ценам возможной реализации, оставшейся после расчетов с кредиторами. В некоторых случаях акционерные общества могут эмитировать акции без указания номинальной их стоимости. В сертификате таких акций приводятся точные сведения о количестве выпущенных акций для того,

<sup>1</sup> Составлено на основе /66/, стр. 109



чтобы владелец акции знал, какая доля активов АО гарантирована ему при ликвидации компании.

• По **курсовой стоимости**, величина которой зависит от момента расчета, котируются акции на рынке ценных бумаг. Она может выступать, как: **чистая стоимость**, которая рассчитывается в момент объявления экс - дивидендного срока; **расчетная стоимость**, определяемая на основе чистой курсовой стоимости с учетом ее реального роста и приведенной к текущему моменту суммы дивидендов за весь срок владения акцией; **рыночная стоимость**, которая представляет собой биржевую цену акций в конкретный момент времени, формирующуюся под воздействием конъюнктуры рынка, средней доходности финансовых инвестиций, размера дивиденда и его динамики; **эмиссионная цена** акций, используемая для публичной их продажи на первичном рынке после эмиссии ценных бумаг. Эмиссионная цена может быть равной номиналу или же превышать его на величину эмиссионного дохода; **конвертируемая цена** акций в иностранной валюте, которая определяется в момент эмиссии с целью обслуживания, при необходимости, операций по конвертированию акций

Выбор того или иного метода оценки стоимости акций зависит от вида анализа, целей производимых операций с ценными бумагами, экономической ситуации, конъюнктуры рынка и других объективных и субъективных факторов.

Благодаря возможности всестороннего анализа и учета параметров, влияющих на цену и доходность акций, данный вид капитальных ценных бумаг является наиболее распространенным инструментом формирования инвестиций на финансовом рынке, который эффективно используется во всех странах мира.

## 6.5. ВОПРОСЫ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ

1. Охарактеризовать механизм функционирования биржевого фондового рынка и его основные задачи.
2. Какие виды финансовых товаров обращаются на первичном и вторичном рынках ценных бумаг?
3. Описать порядок эмиссии ценных бумаг.
4. Каковы особенности деятельности инвестиционных фондов и других профессиональных участников на финансовом рынке?
5. Раскрыть роль холдинговых компаний в мировой экономике.
6. Назвать основные виды холдинговых систем и структур.
7. Раскрыть сущность и значение различных видов облигаций в формировании инвестиционных ресурсов.
8. Какие простейшие способы начисления дохода по облигации используются на фондовом рынке?
9. Охарактеризовать виды облигаций и их особенности.
10. Описать основные способы определения стоимости различных видов облигаций.
11. В чем состоит разница между купонной, текущей, плановой и фактической нормами доходности облигаций?

12. Каковы основные способы анализа доходности облигаций?
13. В чем состоят особенности сделок "РЕПО", и как определяется их доходность?
14. Охарактеризовать свойства основных видов акций в зависимости от способов их распространения на рынке.
15. Охарактеризовать различия между простыми и привилегированными акциями.
16. В чем состоит разница между процентным, дивидендным, курсовым и инвесторным подходами к оценке доходности акций?
17. Какие факторы влияют на стоимость и рыночную цену акций?
18. Выполнить характеристику основных видов стоимости акций.

## 6.6. ЗАДАЧИ И СИТУАЦИИ К ГЛАВЕ 6

**ЗАДАЧА 1.** Рассчитать все виды стоимости 10-летней облигации номиналом 1000 \$, а фиксированная купонная ставка составляет 12 %, в следующих ситуациях:

1. Определить первоначальную цену облигации, если в момент эмиссии норма возврата на финансовом рынке равна 14%;
2. Определить текущую рыночную цену облигации через 3 года после эмиссии, если процентная ставка на рынке достигла 16%;
3. Какой будет рыночная цена этой облигации через 4 года, когда процентная ставка упадет до 10%?
4. Определить фактическую норму возврата по данной облигации, если за 5 лет до выкупа она продавалась на рынке ценных бумаг по цене 1100 \$, а продажа ее на вторичном рынке до срока выкупа не планируется;
5. Обосновать целесообразность покупки данной облигации, если ссудный процент на финансовом рынке в этот период равнялся 9%.

**ЗАДАЧА 2.** Рассчитать балансовую, ликвидационную и текущую стоимость обыкновенной акции, используя методы учета многократного дохода (прибыльности) фирмы и предполагаемого роста дивидендов при следующих данных: Балансовая стоимость активов фирмы равна 10 млн. у. е. Ликвидационная стоимость активов – 6 млн. у. е. Обязательства с учетом привилегированных акций - 4 млн. у. е. Число выпущенных простых акций – 100 тыс. шт. Прибыль для выплаты дивидендов по простым акциям – 600 тыс. у. е. Фиксированное отношение прибыли к активам – 1 / 5. Требуемая норма возврата на финансовом рынке – 10%. Прогнозный темп роста дивидендов – 2% в год.

## 6.7. ОСНОВНАЯ ЛИТЕРАТУРА К ГЛАВЕ 6

1. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. – М., 1998.
2. Деньги, кредит, банки. / Под ред. Кравцовой Г.И. – Мн., 1997.
3. Скоу Нильс. Финансы и управление. - Варшава, 1994.
4. Рынок ценных бумаг. / Под ред. Торкановского В.С. – С.- Пт., 1994.
5. Рынок ценных бумаг, ч.1-я и 2-я. / Под ред. Семенова А.Ю., Шухно В.М. – Мн., 1998.

# ГЛАВА 7. ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ

## 7.1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ТЕНДЕНЦИИ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ

Как было сказано в главе 3, наиболее объективным методом исследования состояния финансового рынка является фундаментальный анализ. Он основан на изучении динамики результатов общественного производства и показателей экономического роста страны, являющегося базисом всех процессов, происходящих в финансовой и инвестиционной сферах. Экономический рост государства оценивается путем анализа показателей национального продукта, выявления тенденций динамики ВВП и национального дохода и сопоставления их с данными экономических прогнозов.

Следует отметить, что на объемную величину макроэкономических показателей значительное влияние оказывают инфляционные процессы, вызывая количественное увеличение номинальных их значений, искажая восприятие и затрудняя научные исследования. По этой причине для проведения экономического анализа валового внутреннего продукта необходимо выполнять процедуры смыкания рядов динамики путем приведения номинальной величины показателей, измеряемой в текущих ценах анализируемого периода, к их реальному значению, выраженному в стабильных базисных ценах, не подверженных влиянию инфляции.

Дефлятирование номинальной стоимости национального продукта производится с учетом среднегодового дефлятора, определяемого на основании официальных значений индекса инфляции. В тех случаях, когда аналитический период достаточно длителен, за базисный уровень принимаются цены первого рассматриваемого года. Стоимостные показатели последующих периодов приводятся к базисным ценам с помощью расчетного индекса. Его можно определить последовательным перемножением индекса цен за предыдущий период на индекс последующих лет, при этом индекс базисного года приравнивается к единице.

С учетом описанных выше требований выполним анализ динамики показателей валового внутреннего продукта, произведенного в Республике Беларусь за период рыночных преобразований, начиная с 1995 по 2003 год (таблица 7.1 на стр. 148)<sup>1</sup>. В таблице приведены официальные сведения о фактической величине показателей ВВП в текущих ценах, численности населения Республики Беларусь, индексе потребительских цен, внешнеторговом сальдо, а также отражены результаты выполненных расчетов реальных показателей ВВП в целом и на душу населения страны, определены цепные темпы динамики этих показателей, характеризующие экономический рост.

При расчете реальных показателей валового внутреннего продукта по годам анализируемого периода выполнялось дефлирование с помощью метода цепных подстано-

---

<sup>1</sup> Информационный материал по данным министерства статистики и анализа РБ. «Белорусский экономический журнал», 2004 год, № 1-2

вок. Для этого на основе официальных значений индекса инфляции определялся базисный индекс по отношению к уровню цен 1995 года, принятого за базис. При выполнении расчетов учитывалось, что в 2000 году в стране произошла деноминация, в результате которой денежное выражение цен было уменьшено в 1000 раз, то есть искусственно увеличилась в 1000 раз покупательная способность белорусского рубля. Поэтому номинальные показатели ВВП за 2000-2003 г.г. умножались на 1000.

Показатели динамики экономического роста, отражающие цепные темпы изменения стоимости валового внутреннего продукта на душу населения, рассчитывались в реальном выражении исходя из численности населения Республики Беларусь.

Как видно из расчетных данных таблицы 7.1, в течение всего анализируемого периода наблюдается рост реальных показателей валового внутреннего продукта, изготовленного на территории Республики Беларусь. При этом средний темп динамики реального ВВП, исчисленный по методу средней геометрической, составил:

8

$$T_{\text{ср.}} = \sqrt[8]{1.035 \times 1.167 \times 1.106 \times 1.095 \times 1.124 \times 1.163 \times 1.067 \times 1.071} = 1.102 = 110.2\%.$$

Следовательно, среднегодовой абсолютный цепной прирост ВВП за этот период равнялся 10.2%, что свидетельствует о достаточно эффективной организации общественного производства в Республике Беларусь.

Для того, чтобы наглядно отобразить результаты выполненного анализа, используем графический метод. Изобразим графики динамики макроэкономических показателей за исследуемый период.

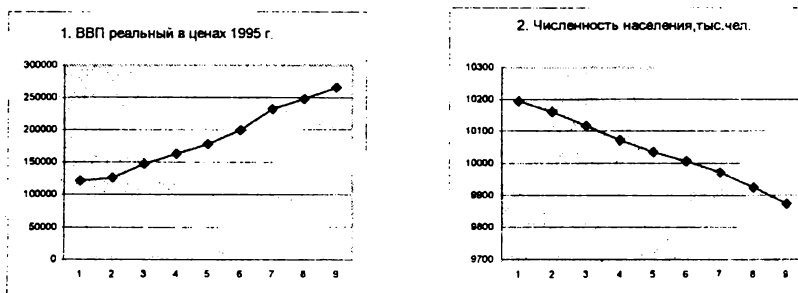


Рис. 7.1. Графики динамики показателей реального ВВП (1) и численности населения (2) Республики Беларусь в 1995 – 2003 г. г.

Из графика 1 видно, что в течение всего времени наблюдается положительная динамика валового внутреннего продукта. Так как показатель экономического роста страны определяется валовым внутренним продуктом, исчисленным на душу населения, дополним проводимый анализ графиком динамики численности населения Республики Беларусь за 1995 – 2003 годы (график 2).

Наглядный вид графика, отражающего изменение численности населения страны, свидетельствует об отрицательной демографической динамике. Цепные темпы динамики населения за анализируемый период приведены в таблице 7.2

Таблица 7.2. Динамика численности населения Республики Беларусь

Наименование показателей, ед. изм	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Численность населения, тыс. чел.	10194	10160	10117	10072	10035	10005	9971	9925	9874
Цепные темпы динамики, %	-	0.997	0.996	0.996	0.996	0.997	0.997	0.995	0.995

Среднестатистический темп динамики численности населения составил:

$$\sqrt[8]{\dots}$$

Т.ч.н. ср. =  $\sqrt{0.997 \times 0.996 \times 0.996 \times 0.996 \times 0.997 \times 0.997 \times 0.995 \times 0.995} = 0.996 = 99.6\%$

То есть среднегодовая убыль населения в анализируемом периоде равнялась 0.4%, а в последние годы рассматриваемого периода (2002 и 2003) она даже увеличилась до 0.5% в год.

Негативные демографические тенденции, с одной стороны, отрицательно влияют на абсолютные результаты общественного производства, но, с другой стороны, приводят к количественному увеличению показателя экономического роста, характеризуемого среднедушевым объемом реального ВВП.

Покажем это с помощью графика динамики ВВП на душу населения (рис. 7. 2).

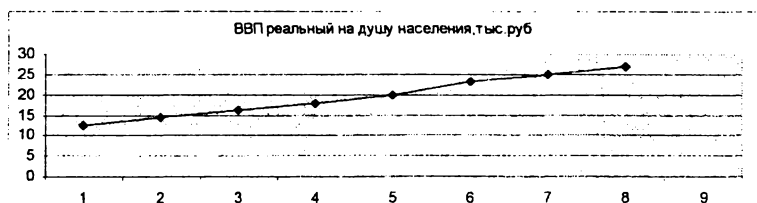


Рис. 7. 2. График динамики ВВП на душу населения Республики Беларусь за 1995 – 2003 годы

На графике динамики показателя среднедушевого ВВП наглядно видна положительная тенденция, характеризующаяся стабильным экономическим ростом Республики Беларусь в анализируемом периоде. Так, среднегодовой темп роста данного показателя составил:

$$\sqrt[8]{\dots}$$

Т.ср. =  $\sqrt{1.038 \times 1.172 \times 1.111 \times 1.099 \times 1.127 \times 1.167 \times 1.072 \times 1.076} = 1.107 = 110.7\%$

Таким образом, темп экономического роста в период с 1995 по 2003 г. увеличился в среднем на 10.7% в год, что на 0.5% выше среднегодового прироста реального ВВП. Это объясняется, с одной стороны, ежегодным снижением численности населения страны на 0.4%, а с другой – достаточно успешными экономическими преобразованиями, проводимыми в рассматриваемом периоде. Для полноты анализа дадим краткую

характеристику основным этапам становления рыночных отношений в нашей стране.

Известно, что период 1996–2000 г.г. явился переломным этапом в социально – экономическом развитии Республики Беларусь. Главная его задача была поставлена в «Основных направлениях социально–экономического развития Республики Беларусь на 1996–2000 г.г.», и состояла в преодолении глубокого кризиса, поразившего все стороны жизни белорусского народа в результате развала СССР, серьезных ошибок в проведении рыночных реформ и отсутствия опыта рыночных преобразований.

Для того, чтобы выяснить, как решалась данная проблема, продолжим начатый ранее анализ динамики показателей валового внутреннего продукта в целом и на душу населения по отдельным периодам времени. Его результаты, приведенные в таблице 7.1, позволяют утверждать, что данная задача была, в основном, выполнена.

Так, среднегодовые темпы динамики реального ВВП составили за период с 1996 года по 2000 год:

$$T_{\text{ВВП}} = \sqrt[4]{1.167 \times 1.108 \times 1.093 \times 1.124} = 1.122 = 112,2\%$$

Следовательно, в анализируемом периоде ежегодный прирост ВВП равнялся в среднем 12.2%. Динамика экономического роста (среднедушевого ВВП) за этот период отражается на показателе среднегодового темпа его роста, который равняется:

$$T_{\text{ср.душ. ВВП}} = \sqrt[4]{1.173 \times 1.113 \times 1.097 \times 1.127} = 1.127 = 112,7\%.$$

Таким образом, темпы прироста среднедушевого дохода на 0.5% выше, чем прирост ВВП, что частично может быть объяснено стойкой тенденцией к уменьшению численности населения Республики Беларусь в анализируемом периоде.

Экономический рост в эти годы еще более заметен на фоне общего снижения всех показателей в 1993 – 1995 годах. Проводимые в то время экономические реформы не выполнили своего предназначения. Напротив, они привели к острому финансовому кризису, проявившемуся в галопирующей инфляции, обвальном спаде производства, товарном дефиците. Рассмотрим, как преодолевались в нашей стране эти трудности

Для того, чтобы решить жизненно важные социально-экономические и политические проблемы белорусского народа, Президентом и Правительством страны в «Основных направлениях социально-экономического развития Республики Беларусь на 1996–2000 г.г.» были определены центральные приоритеты в управлении экономикой: развитие экспорта, обеспечение населения жильем и продовольствием, достижение положительной динамики всех макроэкономических процессов.

Реализация этих задач уже в 1996–1998 г.г. позволила не только преодолеть спад производства, но и обеспечить ежегодное увеличение валового внутреннего продукта в среднем на 13.7% в год, а также добиться некоторого прироста производства товаров народного потребления и промышленной продукции. Это способствовало определенной стабилизации состояния внутреннего рынка, снижению дефицита госбюджета, созданию предпосылок для управления инфляционными процессами и улучшения финансового состояния предприятий реального сектора.

Экономический рост в этот период достигался, главным образом, за счет вынужденного усиления государственного контроля в механизмах ценообразования, разгосударствления и приватизации на фоне проведения политики денежной экспансии, принятия

мер по защите национального рынка и отечественных производителей.

В 1998–1999 г.г. под воздействием ряда внутренних и внешних факторов темпы экономического роста стали заметно снижаться, среднегодовой прирост ВВП в этот период был незначительным. Это свидетельствует о том, что прямые методы государственного воздействия на социально–экономическое развитие, в основном, уже исчерпали свои возможности. В 1999 г. вновь ухудшилось финансовое состояние многих промышленных предприятий, снизилась рентабельность производства и продукции, возросла кредиторская и дебиторская задолженность, особенно в промышленном секторе, увеличилось количество убыточных предприятий и замедлился процесс обновления основного капитала из–за недостатка капитальных вложений.

Для преодоления наметившегося в тот период отставания фактических показателей развития Республики Беларусь от параметров экономического прогноза Президент страны совместно с Правительством реализовали целый ряд мероприятий экономического, политического и социального характера, направленных на улучшение инвестиционного климата, укрепление трудовой и исполнительской дисциплины, развитие финансового рынка, стабилизацию курса национальной валюты.

В результате проведения в жизнь мер по дальнейшему укреплению экономической безопасности страны положение в Республике Беларусь значительно улучшилось. Это привело к новому росту темпов производства ВВП, которые составили в 2000 – 2003 г. г.:

4

$$T \text{ ВВП} = \sqrt[4]{1.124 \times 1.163 \times 1.067 \times 1.071} = 1.106 = 110.6\%$$

Следовательно, ежегодный прирост ВВП, начиная с 2000 г., составлял 10.6%, что является достаточно высоким показателем.

Выполненный анализ динамики валового внутреннего продукта необходимо дополнить характеристикой изменения показателей внешнеэкономической деятельности Республики Беларусь, экономика которой относится к открытому типу и активно взаимодействует со странами ближнего и дальнего Зарубежья.

В качестве исходных данных для анализа используем приведенные в таблице 7.1 официальные сведения о величине внешнеторгового сальдо экспортно-импортных операций в текущих ценах, выраженной в млрд. долларов США, а также о среднем курсе иностранной валюты, установленном Национальным Банком Республики Беларусь по годам рассматриваемого периода.

Для перевода анализируемого показателя в национальную валюту выполнена его конвертация путем деления текущей величины внешнеторгового сальдо на соответствующий курс доллара. Смыкание динамического ряда номинальных показателей произведено посредством определения реальных сумм сальдо экспорта-импорта с использованием ранее исчисленного базисного индекса цен.

На основе сопоставления реальных показателей внешнеэкономической деятельности в 1993 – 2003 годах определены цепные темпы динамики, характеризующие процентное изменение (прирост, снижение) величины внешнеэкономического сальдо по сравнению с предшествующими периодами.

Таблица 7.1. Динамика показателей валового внутреннего и валового национального продукта Республики Беларусь

Наименование показателя, ед. изм	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
ВВП номинальный, в текущих ценах млрд. руб.	121403	191839	366830	702161	3026064	9134	17173	26138	35930
Численность населения, тыс. чел.	10194	10160	10117	10072	10035	10005	9971	9925	9874
ВВП номинальный на душу населения, тыс. руб.	11909	18883	36257	69714	301545	913	1722	2634	3639
Индекс к предыдущему году, в %	809.3	152.7	163.8	173.0	393.7	268.6	161.6	142.6	128.4
Индекс цен по отношению к 1995 году	1	1.527	2.501	4.327	17.035	45.758	73.945	105.446	135.393
ВВП реальный, в сопоставимых ценах 1995 г., млрд. руб.	121403	125631	146673	162274	177638	199615	232240	247880	265376
Темпы динамики реального ВВП, в %	-	103.5	116.7	110.6	109.5	112.4	116.3	106.7	107.1
ВВП реальный на душу населения, тыс. руб.	11909	12365	14498	16138	17702	19951	23291	24975	26876
Темпы роста среднедушевого ВВП, %	-	103.8	117.2	111.1	109.9	112.7	116.7	107.2	107.6
Внешнеторговое сальдо, млн. долларов	-760	-1288	-1388	-1480	-765	-1320	-836	-1071	-1541
Официальный курс ин. валюты, руб./доллар	11525	13608	24995	43596	27661	800	1420	1804	2075
Внешнеторговое сальдо в текущих ценах в млрд. руб.	-8759	-17527	-34693	-64522	-21161	-1056	-1187	-1932	-3198
Внешнеторговое сальдо в сопоставимых ценах 1995 г., млрд. руб.	-8759	-11478	-13872	-14911	-1242	-23078	-16052	-18322	-23620
Темпы динамики внешнеторгового сальдо, %	-	-31.0	-20.8	-7.49	91.6	-1758	30.4	-14.1	-28.9



Как видно из анализа этих показателей, практически в течение всего анализируемого периода наблюдается отрицательная величина сальдо, что объясняется превышением валютных расходов страны на закупки по импорту над валютной выручкой от всех видов экспортной деятельности (экспорт товаров, услуг, труда, капитала). Причем в период с 1996 по 1999 год намечается положительная тенденция внешнеэкономической деятельности, характеризующаяся постепенным снижением абсолютной величины отрицательного сальдо. Так, если в 1996 году абсолютная величина отрицательного сальдо увеличилась на 31% по сравнению с 1995 годом, то в 1997 г. – только на 20.8%, в 1998 – на 7.49%, а в 1999 году она даже уменьшилась на 8.4% по сравнению с предыдущим годом.

К сожалению, выявленная положительная динамика в 2000 году резко прерывается в связи с многократным увеличением отрицательного сальдо – почти в 18 раз. В 2001 году оно несколько снижается – на 30.4%, а в последующие годы опять происходит его рост, в среднем на 16.5% в год. Это свидетельствует о недостаточно эффективной внешнеэкономической деятельности субъектов хозяйствования, так как превышение экспорта над импортом приводит к уменьшению объема валового национального дохода по сравнению с объемом произведенного валового продукта.

Дополним выполненные расчеты содержательным анализом особенностей развития экономики Республики Беларусь в текущем 2004 году.

Как следует из официальных данных о выполнении экономических прогнозов Правительства Беларуси в истекшем периоде 2004 года, уже в 1-м квартале практически все плановые макроэкономические показатели были выполнены. Так, прирост ВВП за 4 месяца составил 9.6% при плане на год 10%. при этом удельный вес налоговых поступлений в консолидированный бюджет составил в 1-м квартале 50.5% от ВВП, а во 2-м квартале снизился до 36.2% ВВП<sup>1</sup>. Следовательно, основной причиной экономического роста явилось повышение производительности общественного труда.

Темпы роста национального продукта во II квартале были еще выше, чем в I-м. Так, по продукции промышленности они составили 115,1% против 113%, а сельского хозяйства – 106,6% против 104,3%. Сравнение результатов хозяйственной деятельности структурообразующих предприятий и организаций республики с прогнозными показателями показывает, что основные параметры роста объемов производства превышают запланированные уровни. В структуре ВВП следует отметить увеличение расходов на валовое накопление с 15,2% в I кв. 2003г. до 18,3% в I кв. 2004 г.<sup>2</sup> Это позволило увеличить инвестиции в основной капитал и направить их на реновацию изношенных производственных фондов предприятий и отраслей.

Таким образом, мы видим, что созданный трудом общества национальный продукт служит фундаментом экономического здоровья нации, источником ее развития и обновления. В то же время на эффективность процессов общественного воспроизводства

---

<sup>1</sup> Экономика Беларуси в 1 полугодии 2004 г. Аналитическая группа БСПН им. М.С. Кунявского. «Национальная экономическая газета» №62 (779) от 17.08.2004.

<sup>2</sup> А. Матяс. Проблемы роста. «Национальная экономическая газета» №65 (728) от 27.08.04

оказывают влияние и многие социально-политические факторы, отражающие особенности исторического пути как отдельного государства, так и всего мирового сообщества.

Подводя итоги анализа, охарактеризуем тенденции развития макроэкономической ситуации в Республике Беларусь в постсоветский период и дальнейшие перспективы.

**Этап 1991-1994 года** можно назвать периодом либерально-демократических реформ, направленных на коренное изменение финансово-экономического управления в стране. Либерализация цен привела к галопирующей инфляции (1994 г. – 1950%) и острому финансовому кризису, падению производства. В 1994 году ВВП составил 70%, объем промышленной продукции – 67%, капиталовложений – 57% от уровня 1990 года. В управлении экономикой применялись, главным образом, косвенные регуляторы, обеспечивающие свободу рыночного механизма, но приведшие ее к резкому спаду.

**2-й этап (1995–1997 годы).** В результате политики, направленной на стабилизацию финансового рынка, перехода к жесткому регулированию ценообразования, протекционистским мерам и другим способам прямого регулирования, с 1996г. стали отмечаться некоторые приросты ВВП. Так, в 1996 г. прирост внутреннего продукта составил 3.5%, а в 1997 г. – 16.7%. Объем потребительских товаров и промышленной продукции увеличивался в среднем на 10% в год, однако продолжалось снижение производства сельскохозяйственной продукции. Уровень инфляции стал постепенно снижаться и составил в 1995 г. 344%, 1996 г. – 152.7%, 1997 г – 163,8%<sup>1</sup>.

**3-й этап (1998 – 2000 годы).** С 1998г. вследствие различных негативных внешних (августовский кризис 1998г. в России) и внутренних факторов (большой износ основных фондов, множественность валютных курсов, недостаточность собственных инвестиционных ресурсов и т.п.) ухудшилось положение в производственной и финансово-кредитной сферах экономики.

Правительством предпринимались меры, направленные на повышение минимальной заработной платы, что привело к росту тарифов на топливо, энергию, удорожанию продуктов питания и коммунальных услуг. Неэффективное ценообразование и жесткое государственное регулирование во всех сферах тормозило развитие экономической активности и ухудшало инвестиционный климат, препятствуя развитию рыночной экономики. В этой связи потребовалось принятие конкретных мер по повышению эффективности рыночного регулирования на всех уровнях. В результате их реализации наступил новый этап социально-экономического развития Республики Беларусь.

**Текущий этап – этап восстановления экономики** – начался в 2001 году. Он характеризуется выполнением программы продовольственной безопасности белорусской экономики, заметным экономическим ростом, увеличением средней заработной платы, снижением инфляции в 2001 г. до 161.6%, в 2002 г – 142.6%, в 2003 г – 128.4%, в 2004 г – 116% (прогноз), оживлением инвестиционной деятельности. Следует ожидать, что годовые социально-экономические показатели, намеченные на 2004 год, будут полностью выполнены, и страна сможет перейти к реализации новых программ. Экономический рост в стране позволит значительно улучшить инвестиционный климат и повысить привлекательность белорусской экономики для иностранных инвесторов.

---

<sup>1</sup> [69], с.177

**Будущий этап социально-экономического развития** Республики Беларусь планируется на 2005 – 2006 годы. В этот период должна быть разработана белорусская модель инновационного развития, основанного на создании в стране парка высоких технологий. Масштабная реализация модели, как отметил в Послании белорусскому народу Президент страны Лукашенко А.Г., намечена на 2006 – 2010 г.г.

В настоящее время в стране инновационная деятельность представлена, главным образом, в формах малых инновационных предприятий и подразделений, существующих при высших учебных и академических учреждениях, а также в некоторых наиболее крупных производственно-научных объединениях.

В свободных экономических зонах Республики Беларусь действует некоторое количество совместных и иностранных фирм, созданных на базе новых технологий в режиме бизнес - инкубаторов венчурного типа. Однако их число не увеличивается, а, скорее, уменьшается, так как основным источником финансирования их высокорискованного бизнеса являются собственные средства, недостаток которых ощущают практически все такие предприятия. Поэтому инновационное предпринимательство в последние годы рассматривается руководством страны как объект государственной поддержки.

Выступая на республиканском семинаре по вопросам инвестиционной политики (19-20 июня 2003 года, г. Брест), Президент РБ Лукашенко А.Г. сказал: «Без масштабных финансовых вложений нельзя достичь высоких темпов экономического развития на долговременной и стабильной основе. Инвестиции – это обновление изношенных основных фондов, новое оборудование, модернизация действующего, новые технологии, создание наукоемких производств. Решение жилищной проблемы, развитие сельского хозяйства – все это требует реальных инвестиций. Развитие науки и образования, повышение интеллектуального и творческого потенциала нации требует интеллектуальных инвестиций»<sup>1</sup>.

В **«Национальной стратегии устойчивого развития Республики Беларусь на период до 2020 года»**, утвержденной Президиумом Совета Министров 22 июня 2004 года, поставлена стратегическая цель: развитие инновационного сектора экономики, обеспечение экономической безопасности и стабильная динамика макроэкономических показателей:

Задачи, которые необходимо решить для достижения этой цели, предусматривают структурную перестройку экономики и непрерывность трансформационных процессов во всех сферах и регионах; развитие современной рыночной инфраструктуры, способствующей быстрому созданию социально-ориентированной экономики и наращиванию экспортного потенциала; повышение эффективности реального сектора экономики; технологическое перевооружение и реструктуризацию предприятий производственной и непромышленной сферы; разработку и внедрение эффективного механизма инвестирования экономики и ряд других, не менее важных, проблем.

---

<sup>1</sup> «Национальная экономическая газета» №47 от 24.06.2003г.

<sup>2</sup> «Финансы, учет, аудит» №1, 2005 г., с. 4

## 7.2. ЗНАЧЕНИЕ ФИНАНСОВОГО РЫНКА В РЕШЕНИИ СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКИХ ПРОБЛЕМ ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКИ

Важнейшим направлением в преодолении экономических трудностей транзитивного периода является принятие мер по становлению и развитию сферы финансовых взаимоотношений между субъектами внутренней и национальной экономики, то есть финансового рынка. Для решения задач стабилизации экономики необходимо обеспечить эффективное функционирование всех его секторов: денежно-валютного рынка, рынка ссудных капиталов, рынка ценных бумаг. Комплексный механизм их согласованной деятельности позволит обеспечить приток инвестиций для финансирования приоритетных направлений развития экономики, структурных ее преобразований и реализации важнейших государственных программ в социальной сфере.

Формирование национального финансового рынка в Республике Беларусь происходило на всех этапах рыночных преобразований, однако осложнялось некоторыми историческими и национальными условиями. Существовавшая до распада Советского Союза традиционная законодательно-правовая база не соответствовала потребностям становления и развития социально направленной рыночной экономики, новая модель которой создается в нашем государстве. Отсутствие же национального опыта правового регулирования на первых этапах самостоятельного пути тормозило процессы разработки новой нормативно-правовой базы, которая могла бы стать действенным регулятором как производственной, так и финансовой сфер экономики.

Следует отметить, что в настоящее время законодательные органы Республики Беларусь практически справились с этой труднейшей задачей. За период государственной самостоятельности в нашей стране принят ряд Законов и нормативных документов Национального банка по вопросам развития фондового, кредитного и валютного рынков.

Основными из них являются следующие **Законы Республики Беларусь**:

- “О банках и банковской деятельности в Республике Беларусь”;
  - “О Национальном банке Республики Беларусь”;
  - “О бюджетной системе Республики Беларусь”;
  - “Об именных приватизационных чеках Республики Беларусь”;
  - “О разгосударствлении и приватизации государственной собственности в Республике Беларусь”;
  - “Об акционерных обществах, обществах с ограниченной ответственностью и обществах с дополнительной ответственностью”;
  - “О залоге”;
  - “О собственности в Республике Беларусь”;
  - “О ценных бумагах и фондовых биржах”;
  - “О свободных экономических зонах”,
- а также **положения Национального банка Республики Беларусь**:
- “Временные правила выпуска и обращения векселей в народном хозяйстве”;
  - “О доверительных операциях (трасте)”;
  - “О выпуске и регистрации ценных бумаг, депозитных и сберегательных сертификатов банков”;
  - “О банковском кредите”;

- “Об уполномоченных депозитариях”;
- “О депозитарной деятельности и центральной депозитарии ценных бумаг в Республике Беларусь”;
- “О порядке согласования и регистрации выпусков акций и облигаций банков в Национальном банке Республики Беларусь”;
- “Правила размещения, обращения и погашения ценных бумаг Национального банка Республики Беларусь”;
- “О порядке проведения валютных операций на территории Республики Беларусь”;
- “О лизинге на территории Республики Беларусь”;
- “Временное положение о Центральной депозитарии Национального Банка Республики Беларусь по государственным ценным бумагам и ценным бумагам Национального банка”;
- “Правила учета и расчетов по операциям Национального банка Республики Беларусь с Государственными долгосрочными облигациями с купонным доходом”;
- “Временное положение о листинге (делистинге) ценных бумаг на Белорусской фондовой бирже”;
- “Временные правила учета и расчетов по операциям Национального банка с ценными бумагами собственной эмиссии”.

и ряд других документов по важнейшим проблемам финансовой сферы экономики.

Государство, будучи основным участником финансового рынка, выполняет на нем самые разнообразные функции. Оно выступает в роли кредитора, предоставляющего заемный капитал отдельным хозяйствующим субъектам для финансирования развития структурообразующих отраслей экономики; дебитора, привлекающего финансовые ресурсы сторонних инвесторов на основе эмиссии государственных ценных бумаг; контролера, регулятора и гаранта законности совершаемых финансовых сделок. Государство разрабатывает и проводит в жизнь денежно-кредитную политику, которая является основным инструментом экономического и социального регулирования и оказывает непосредственное влияние на конъюнктуру финансового рынка.

Государственное регулирование на финансовом рынке осуществляется согласно установленным правилам, разработка которых осуществляется центральными органами власти. К ним относятся:

- Президент, Национальное собрание, Совет Министров, которые формируют рынок, разрабатывают стратегию его развития и осуществляют контроль за процессами его становления;
- Министерство экономики, Государственный налоговый комитет, Государственный таможенный комитет участвуют в разработке законодательно-нормативных актов по проблемам функционирования национального финансового рынка и отдельных его секторов;
- Совет по ценным бумагам, куда входят представители Министерства финансов, Национального банка, Мингосимущества и других заинтересованных министерств и ведомств. В его функции входит координация деятельности на рынке ценных бумаг;
- Национальный банк и Министерство финансов, выполняющие законодательное регулирование фондового рынка и принимающие непосредственное участие в его функционировании;

- Государственный комитет по ценным бумагам Республики Беларусь, осуществляющий регулирование, контроль и надзор за рынком ценных бумаг профессиональной деятельностью на нем всех участников. В функции Государственного комитета входит также регистрация выпусков ценных бумаг и лицензирование деятельности профучастников фондового рынка.

Таким образом, устойчивость и эффективность финансового рынка в значительной степени зависят от приоритетных направлений государственной политики в финансовой сфере и эффективности управления инвестиционными потоками. Поэтому главной задачей государственного регулирования финансового рынка является реализация общенациональных интересов на основе создания благоприятных условий для всестороннего его развития как составной части мирового финансово-кредитного рынка.

Приоритетными направлениями в управлении финансовым рынком и его элементами в Республике Беларусь являются:

- четкое определение цели, задач, функций и структуры национального финансового рынка, правового статуса его участников и профессионалов;
- обеспечение доступа на фондовый, валютный и кредитный рынок для всех субъектов хозяйствования;
- лицензирование и регулирование деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг на основе разработки системы экономических нормативов и соответствующей нормативно-правовой базы;
- введение обязательных правил торговли финансовыми активами, контроль соблюдения мер антимонопольного характера и выполнением требований всех нормативно-законодательных документов;
- создание системы ответственности за соблюдение законов, норм и правил, недопущение мошенничества и ценовых перекосов на финансовом рынке, а также привлечение к административной и уголовной ответственности лиц, виновных в дестабилизации и дезорганизации рынка;
- недопущение сокрытия оперативной и статистической информации о конъюнктуре фондового рынка, об условиях и параметрах эмиссии и оборота ценных бумаг, финансовом положении эмитентов, а также соблюдение мер ответственности за разглашение тех сведений, которые являются предметом коммерческой тайны;
- гарантия обеспечения прав продавцов и покупателей финансовых товаров, создание условий для сохранности принадлежащих им ценных бумаг и других финансовых активов, обращающихся на рынке;
- развитие эффективной системы платежей для обслуживания операций с ценными бумагами и другими товарами финансового рынка;
- содействие научно-техническому развитию финансового рынка, диверсификации его деятельности, внедрению современных информационных технологий на базе новейших достижений науки и изучения опыта развитых стран;
- разработка и реализация рациональной и стабильной системы налогообложения доходов от операций на финансовом рынке, способствующей повышению инвестиционной активности всех его участников и привлечению к деятельности на нем иностранных инвесторов.

В период становления и развития белорусского финансового рынка необходима государственная гарантия льготного налогового режима при переводе финансовых средств инвесторов в ценные бумаги приватизируемых предприятий, особенно при создании совместных компаний для работы в свободных экономических зонах. Льготное налогообложение должно устанавливаться для тех видов деятельности на финансовом рынке, которые способствуют выполнению целевых государственных программ в общенациональных интересах. Надо также полностью исключить двойное налогообложение дивидендов и других доходов от операций с финансовыми активами, создать равные условия для субъектов хозяйствования всех видов собственности и обеспечить нормальную конкуренцию их на рынке. Ставки налогообложения должны быть унифицированы по всем видам финансовых инструментов без предоставления налоговых льгот по отдельным их категориям, которые имеют место в настоящее время.

Нормативно-правовые инструменты государства, которые реализуют прямое воздействие на финансовый рынок, обеспечивают законность совершаемых на нем сделок и придают финансовым операциям правовую основу. Директивные способы регулирования необходимы для гарантии правопорядка на рынке, но, к сожалению, далеко не всегда реально способствуют защите интересов государства и национальных кредитно-финансовых институтов. Они ограничивают самостоятельность субъектов финансового рынка и этим препятствуют свободной работе рыночного механизма и оптимальному перемещению денежного капитала.

Наиболее эффективными считаются косвенные методы воздействия на конъюнктуру и насыщенность финансового рынка. Их арсенал основан на мотивационных принципах и экономических рычагах. Однако в настоящее время эти регулирующие инструменты в Республике Беларусь используются недостаточно.

Так, например, учетная политика Государственного банка во всех странах является основным регулятором кредитного рынка и денежной массы, находящейся в обращении. Однако полномочный представитель государства на финансовом рынке – Национальный банк Республики Беларусь, который находится в оперативной подчиненности центральным органам исполнительной власти, формирует свою финансово-кредитную политику в рамках, установленных органами власти. Это, в какой-то мере, затрудняет эффективное функционирование рыночного механизма курсообразования на денежно-валютном рынке.<sup>1</sup>

Пирамида процентных ставок, предназначенная для создания рациональной структуры финансово-кредитных процентов, в Республике Беларусь не является действенным регулятором по ряду причин. Так, в период с 1996 по 1998 год уровень инфляции значительно опережал величину учетного процента, в 1999–2000 г.г. использовались фактически отрицательные ставки по большинству кредитных ресурсов, и в последние годы сохраняется значительное число льготных кредитов, ставки оплаты которых ниже учетного процента.<sup>2</sup>

Действующая налоговая система, которая нацелена на выполнение фискальных функций, не дает возможности субъектам хозяйствования накапливать свободные де-

---

<sup>1</sup> /68/ . стр. 5-6

<sup>2</sup> /63/ . стр. 49

нежные ресурсы для вложения их в операции с ценными бумагами и другие виды финансовых инвестиций, что ведет к снижению объема спроса на рынке. Существующий порядок налогообложения доходов от операций с ценными бумагами тормозит развитие фондового рынка и уменьшает инвестиционную активность владельцев капитала.

Серьезной проблемой, мешающей развитию финансового рынка в Республике Беларусь, является дефицит внешней торговли, который выражается в превышении доли импорта на внутреннем рынке над суммой экспортных операций. Отрицательное сальдо внешнеторгового оборота уменьшает валютные доходы страны. С одной стороны, недостаточная конкурентоспособность отечественных товаров обусловлена состоянием внутренних производственных факторов (большая материалоемкость и энергоемкость продукции, значительный износ основных фондов, невысокая производительность труда и низкий научно-технический уровень производства). С другой стороны, проблема обостряется достаточно высоким уровнем инфляции и сдерживанием официального курса национальной валюты, жестким регулированием подавляющего большинства цен, административным контролем над конъюнктурой валютного рынка в части спроса и предложения иностранных валют.

Сохраняющийся в течение всего реформенного периода, хотя и уменьшившийся в последние годы, значительный объем бартерных товарообменных операций на внутреннем и внешнем рынке негативно сказывается на наполнении финансовых потоков предприятий и уменьшает скорость оборачиваемости оборотных средств. Это ведет к уменьшению функционирующего объема денежной массы в государстве и побуждает правительство к новым эмиссионным действиям. А кредитно-денежная эмиссия, как известно, является мощным стимулом инфляционных процессов и тормозит инвестиционную деятельность всех субъектов хозяйствования.

Для осуществления действенного контроля над оборотом капитала на предприятиях, снижения доли бартерных операций в товарообмене, уменьшения кредиторской и дебиторской задолженностей необходимо дальнейшее совершенствование денежно-кредитной политики. Рациональная монетарная политика в Республике Беларусь в настоящее время разрабатывается исходя из четырех основных целей, характеризующих макроэкономическое равновесие<sup>3</sup>:

- обеспечение экономического роста;
- достижение стабильности потребительских цен;
- устойчивый платежный баланс страны;
- повышение занятости населения.

Выбор приоритетной цели, адекватной ситуационным особенностям республики Беларусь, исходит из принципов **таргетирования**, согласно которым целевые ориентиры в регулировании денежной массы в обращении направлены на обеспечение стабильности цен и курса национальной валюты. Инструментарий денежно-кредитной политики включает в себя контроль за массой денег в обращении, целенаправленное регулирование процентных ставок и обменного курса национальной валюты.

С учетом отечественного и мирового опыта Национальный банк Республики Беларусь в качестве промежуточного целевого ориентира единой государственной денежно-

---

<sup>3</sup> «Банковский вестник». № 34, 2004 г., с.8-11



кредитной политики использует показатель обменного курса белорусского рубля. Такому выбору способствуют следующие преимущества выбранного показателя:

- обменный курс служит эффективным регулятором инфляционных процессов;
- обменный курс оказывает влияние на ценовую конкурентоустойчивость реального сектора экономики на внутреннем и внешнем рынках;
- динамика обменного курса прогнозируется на основе применения методов фундаментального и технического анализа, что позволяет заранее предусматривать меры, направленные на устранение дестабилизирующих факторов;
- обменный курс является одним из наиболее гибких параметров финансового рынка, управление которым достигается как с помощью экономических, так и административных факторов.

Таким образом, монетарная политика Республики Беларусь реализует одну из конечных целей – стабильность цен и снижение инфляции через воздействие на динамику обменного курса национальной валюты. Для успешной реализации денежно-кредитной политики необходимо наличие ряда условий:

- обеспечение макроэкономической стабильности;
- рост конкурентоспособности белорусской продукции на внешних рынках;
- свободное ценообразование;
- создание развитого финансового рынка;
- обеспечение устойчивости банковской системы;
- стабилизация налогового законодательства;

Экономический подъем государства требует значительных инвестиционных ресурсов, без которых невозможно создание материальной базы социально-ориентированной рыночной экономики.

Потоки инвестиций в виде наличных денежно-валютных ресурсов, кредитного капитала и вложений в ценные бумаги формируются и перераспределяются на отдельных секторах финансового рынка. Научно-обоснованный подход к оптимизации его механизма в наших специфических условиях позволит разработать государственную финансово-кредитную политику, направленную на разумную либерализацию во всех сферах инвестиционных отношений и создание эффективной модели финансового рынка, способной как к самостоятельному функционированию, так и к интеграции в рамках Союза Беларуси и России.

Важнейшим направлением научно-прикладных исследований в этой области реформирования экономики должны явиться конкретные шаги по созданию нормативно-законодательной основы интеграционных процессов с более развитыми российскими рынками кредитных, валютных и фондовых ресурсов. Согласованные действия белорусских и российских экономистов, юристов, банкиров, политиков и профессионалов финансового рынка позволят обеспечить равные условия для всех субъектов хозяйственных взаимоотношений, согласовать правила эмиссии и размещения ценных бумаг, упорядочить деятельность межнационального валютного и кредитного рынков, улучшить инвестиционный климат в обоих государствах.

### 7.3. ПУТИ, ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ НАЦИОНАЛЬНОГО ВАЛЮТНОГО РЫНКА

Развитие валютного рынка в Республике Беларусь практически в течение всего периода реформирования экономики сопровождается применением более или менее жестких мер государственного регулирования валютных операций, особенности которых регламентируются нормативными актами и положениями Национального банка.

Условия проведения валютных операций, процедур курсообразования и обмена национальной валюты оказывают непосредственное влияние на эффективность не только внешнеторговых операций, но и на результаты всей деятельности хозяйствующих субъектов. Падение курса национальной валюты, например, более выгодно экспортерам, получающим выручку в иностранной валюте и конвертирующим ее в белорусские рубли на внутреннем валютном рынке.

Стойкая тенденция к девальвации национальной валюты позволяет, в определенной степени, повысить конкурентоспособность белорусских товаров на внешнем рынке за счет демпинговых цен.

В то же время эффективность импортных поставок повышается при возрастании курса национальной валюты, так как для проведения закупок на внешнем рынке импортерам необходимы иностранные платежные инструменты, которые они могут приобрести по сравнительно низким ценам на национальном валютном рынке.

Большинство белорусских предприятий одновременно являются импортерами, работая на привозном сырье и энергоресурсах, и экспортерами, реализуя значительную долю своих товаров на российском и других внешних рынках. Разрыв между официальным и внебиржевым курсами белорусского рубля, сохранявшийся в течение длительного времени, искусственное сдерживание и резкие изменения его стоимости в ту или иную сторону от реального курса ухудшали результаты хозяйственной деятельности и экспортеров, и импортеров. Субъекты хозяйствования прямо заинтересованы в стабильном и реальном курсе валюты, поэтому в последние годы Президент и Правительство Республики Беларусь направляли свои усилия на стабилизацию положения на валютном рынке, в результате чего в 2003 – 2004 г.г. обменный курс национальной валюты практически стабилизировался. Это было достигнуто с помощью сочетания мер государственного и рыночного валютного регулирования.

**Косвенное регулирование** белорусского денежно-валютного рынка производится государством через ограничение наличного денежного оборота и эмиссионного объема денежной массы, установление предельных ставок ссудного процента, воздействие на объем спроса и предложения иностранной валюты на биржевом и внебиржевом рынках, предоставление льготных займов и кредитов под государственную гарантию, выпуск государственных и муниципальных ценных бумаг, в том числе облигаций валютного займа, активизацию рынка краткосрочных ценных бумаг и т.п.

**Инструменты прямого валютного регулирования** государство применяет с помощью Национального банка, нормативными документами которого регламентируется порядок осуществления валютнообменных операций на территории государства, устанавливаются основные категории валютных операций, порядок купли, продажи, ввоза и пересылки иностранной валюты, выдачи лицензий на валютную деятельность.

Рассмотрим основные понятия и категории национального валютного рынка, которые определяются в Положении Национального банка N 768 от 1.08.96 г. **“О порядке проведения валютных операций на территории Республики Беларусь”**. Согласно этому положению, под **национальной валютой** следует понимать банковские билеты Национального банка, называемые “белорусскими рублями”, находящиеся в обращении, на счетах в банках Республики Беларусь и за ее пределами, а также ценные бумаги в валюте Республики Беларусь, платежные документы в белорусских рублях (чеки, векселя, аккредитивы).

**К иностранной валюте** относятся банкноты и монеты иностранных государств, находящиеся в обращении или на счетах в банках в виде денежных или расчетных единиц. **Валютные ценности** представляют собой иностранную валюту, ценные бумаги в иностранной валюте, драгоценные металлы и драгоценные камни, кроме бытовых ювелирных изделий. **Валютные операции** предусматривают действия, связанные с переходом права собственности на валютные ценности, а также с использованием иностранной валюты и ценных бумаг в иностранной валюте в качестве платежных средств. **Текущие валютные операции** включают в себя расчеты без отсрочки платежей, переводы процентной оплаты, дивидендов и доходов по инвестициям; кредитование экспортно-импортных операций на срок до 180 дней. **Валютные операции, связанные с движением капитала**, предполагают прямые инвестиции, переводы в оплату права собственности на землю и недвижимость, и другие валютные операции с отсрочкой платежей на срок более 180 дней.

**Основными субъектами валютных отношений**, согласно данному положению, являются **резиденты** – физические лица, имеющие постоянное место жительства в Республике Беларусь, а также юридические лица, зарегистрированные на ее территории, но осуществляющие хозяйственную деятельность за пределами государства; официальные представительства Республики Беларусь и филиалы резидентов, и **нерезиденты** - физические лица, имеющие постоянное место жительства за пределами Республики Беларусь, и юридические лица, зарегистрированные вне экономической территории государства, осуществляющие свою деятельность в Республике Беларусь, в том числе с инвестициями резидентов Республики Беларусь, а также иностранные дипломатические представительства и филиалы нерезидентов, расположенные в Республике Беларусь.

Важным фактором валютной политики государства является стратегия курсообразования. За время проведения в Республике Беларусь рыночных преобразований на валютном рынке можно выявить несколько различных моделей курсообразования, применяемых как в чистом виде, так и в определенных сочетаниях.

Нормативными документами Национального банка в разные периоды рыночных реформ устанавливались такие режимы валютных курсов: <sup>1</sup>

- свободный плавающий курс с частичным его регулированием;
- фиксированный курс и валютный коридор;
- наличие множественных валютных курсов, применяющихся на официальном и неофициальном валютных рынках;

---

<sup>1</sup> /18/ . стр.96-100

- осуществление целенаправленного режима корректировок валютного курса по определенному набору показателей.

Это объяснялось различными социально-экономическими факторами, сопровождавшими рыночные преобразования в стране. Так, высокий уровень инфляции в 1993-1994 годах требовал от правительства конкретных мер, которые бы способствовали выравниванию цен на внутреннем и внешнем рынках и ликвидации появившегося при распаде Советского Союза ценового диспаритета. В условиях открытой экономики Республики Беларусь, традиционно связанной с внешними поставщиками и российскими рынками, административное установление государством валютного курса было нецелесообразным. Поэтому с начала 1993 года был введен близкий к рыночному механизм ценообразования на основе системы плавающих валютных курсов. Эта мера была экономически оправданной и способствовала достижению рыночного равновесия, так как привела в соответствие темпы роста денежной массы и инфляции.

Для обуздания инфляции в конце 1994 года правительство было вынуждено начать проведение жесткой кредитно-денежной политики, ограничивая темпы роста наличных денег, сокращая объемы централизованного кредитования и увеличивая привлекательность депозитных операций путем перехода на регулирование месячных ставок в зависимости от уровня инфляции. Эти меры привели к росту предложения иностранной валюты на валютном рынке, его либерализации и отмене некоторых государственных ограничений в части биржевых и межбанковских валютных операций.

В августе 1995 года положение коренным образом изменилось вследствие перехода к политике удерживания фиксированного валютного курса. Резкий рост внутренних цен при административно сдерживаемом официальном курсе белорусского рубля привел к тому, что объем спроса на иностранную валюту со стороны импортеров стал выше объема предложения.

В связи с этим Национальный банк усилил контроль над покупкой валюты на биржевом рынке, принял ряд мер ограничительного характера по организации и проведению торгов, ввел ограничения на допуск к торгам, на суммы внебиржевых валютных сделок и т.п. В результате очень быстро возник дефицит конвертируемой валюты при ажиотажном спросе, население потеряло доверие к проводимой государством экономической политике, стал быстрыми темпами развиваться "черный" валютный рынок.

В 1996 году регулирование обменного курса национальной валюты проводилось в плавающем режиме, основанном на необоснованно высоком курсе рубля и наклонном валютном коридоре. Этот период характеризуется политикой денежно-кредитной экспансии, возрастанием денежной массы, отрицательным сальдо внешнеторгового баланса и снижением валютной выручки. Появившаяся в результате этого отрицательная учетная ставка не покрывала реальной инфляции. Стремление населения сберечь свободные деньги в "твердой" валюте привело к возникновению неудовлетворенного спроса на иностранную валюту, и окончательно дестабилизировало валютный рынок. Субъекты хозяйствования, потеряв возможность приобретения необходимой им валюты на биржевом рынке, были вынуждены обращаться к неофициальным источникам валютных ресурсов. В результате появилась множественность курсов, сохранявшаяся в последние годы. Разница между официальным обменным курсом, курсом внебиржевого рынка, курсом рынка наличной валюты, курсами валют на российском и украинском валютном рынке и курсом теневого рынка стала весьма значительной.

Меры правительства по ограничению выдачи валютных кредитов еще более усугубили негативные процессы в экономике, которые сопровождалась нарастающим дефицитом иностранной валюты и углублением дифференциации валютных курсов <sup>1</sup>.

Начиная с 1997 года, курс белорусского рубля ежедневно устанавливался Национальным банком по результатам торговых сессий на **Межбанковской валютной бирже (МВБ)**. Предприятия-экспортеры были обязаны продавать на **основной торговой сессии** 30 % валютной выручки по официальному курсу (ранее обязательная продажа валюты составляла 50% экспорта). Предоставленное субъектам хозяйствования право распоряжаться оставшейся валютой способствовало некоторой стабилизации положения экспортеров на рынке.

С января 1998 г. на МВБ стали проводиться **дополнительные торговые сессии** для продажи остающихся в распоряжении предприятий 70 % валютной выручки непосредственно Национальному банку по устанавливаемому им более реальному курсу. Так как приобретение валюты на основной и дополнительной сессии межбанковской биржи осуществлялось только Национальным банком Республики Беларусь для оплаты критического импорта и пополнения золотовалютных резервов государства, оно получило возможность непосредственно влиять на курс национальной валюты в желаемом направлении, регулируя спрос.

В то же время субъекты хозяйствования, не имеющие доступа к валютным товарам на МВБ, были вынуждены приобретать их на внебиржевом рынке по реальному договорному курсу. Отсутствие наличной валюты в свободной продаже для физических лиц стимулировало активность "уличного" рынка и сопровождалось еще более значительным удорожанием иностранных валют. Эти обстоятельства привели к появлению нескольких разновидностей курсов белорусского рубля:

- курс, определяемый по итогам торгов основной сессии МВБ;
- курс дополнительной торговой сессии, максимально приближенный к рыночному курсу национальной валюты;
- курс дилинговых операций с наличной валютой;
- курс межбанковских расчетов;
- неофициальный курс "черного" рынка.

В первом полугодии 1998 года разница между официальными курсами национальной валюты была не слишком значительной (до 35%). Начиная же с июля-августа 1998 года, курсы иностранных валют еще больше выросли, а разница между ними резко увеличилась. Основной причиной этого явился неудовлетворенный спрос на иностранную валюту, предъявляемый со стороны как юридических, так и физических лиц.

Для ограничения величины спроса государство предприняло ряд мер:

- с конца февраля 1998 г. перевод безналичных белорусских рублей на счета нерезидентов в объемах, превышающих 300 млн. руб., можно было осуществлять только с разрешения Национального банка Республики Беларусь;
- уполномоченные банки получили разрешение проводить внутренние конверсионные операции маржинального характера с выполнением взаиморасчетов в сумме итоговой разницы по обязательствам;

---

<sup>1</sup> /42/, стр. 42-44

- операции по продаже и покупке валюты с физическими лицами в обменных пунктах коммерческих банков стали производиться по рыночным курсам, максимально приближенным к курсам дополнительных торгов на МВБ;
- был ограничен перечень товаров и услуг, импорт которых может оплачиваться в национальной валюте;
- была разрешена оплата нестратегического импорта в свободно конвертируемой валюте, приобретаемой субъектами хозяйствования на внутреннем рынке;
- были запрещены расчеты между импортерами и поставщиками, а также нерезидентами, в белорусских рублях.

Такие ограничительные меры еще более усложнили ситуацию на валютном рынке, негативно отразились на удорожании потребительских товаров и услуг, привели к практически полной ликвидации межбанковского валютного рынка и снижению деловой активности субъектов хозяйствования.

Для того, чтобы улучшить положение в валютно-финансовой сфере, в соответствии с Указом Президента от 20 июля 1998 года № 366 «О совершенствовании 1998 году были предприняты меры, направленные на создание монобиржевой системы регулирования финансового рынка. Реализация данной концепции привела к слиянию «Межбанковской валютной биржи» и «Белорусской фондовой биржи» в открытое акционерное общество «Белорусская валютно-фондовая биржа», которая впоследствии была преобразована в ГУ «БВФБ». На этой бирже сосредоточены функции организации торговли всеми финансовыми активами, в том числе денежно-валютными ценностями и ценными бумагами.

Понимая важность валютного регулирования для успешного решения социально-экономических задач переходного периода, Правительство Республики Беларусь приняло *“Программу неотложных мер по стабилизации валютного рынка”*. Данная программа предусматривает целый ряд мероприятий, направленных на решение проблем национального валютного рынка, в частности:

- на возобновление котировки белорусского рубля на внешних валютных рынках;
- на значительное сокращение доли расчетов по экспортным операциям в белорусских рублях;
- на либерализацию наличного рынка валют;
- на снятие ограничений на расчеты в наличной иностранной валюте;
- на выравнивание официального курса валюты на основных и дополнительных торгах Белорусской валютно-фондовой биржи;
- на постепенный переход к единому курсу валюты.

В рамках данной программы 24 сентября 2002 года было принято Постановление Правления Национального банка Республики Беларусь *«Об утверждении правил расчетов по биржевым сделкам купли-продажи национальной валюты»*, в котором определены процедуры совершения расчетов банками и небанковскими кредитно-финансовыми организациями Республики Беларусь по заключаемым на БВФБ сделкам. Согласно данному Постановлению, к участию в биржевых валютных сделках допускаются финансовые учреждения, имеющие лицензию Национального банка Республики Беларусь на проведение валютных операций и подавшие предварительную заявку на участие в торгах. По результатам биржевых торгов, оформленным с помощью биржево-

го свидетельства, участники торгов принимают на себя нетто-обязательства, заключающиеся в своевременном перечислении требуемых сумм иностранной валюты товара и национальной валюты платежа через транзитные счета в Национальном банке или непосредственно на счета участников торгов. Такой порядок способствует повышению платежной дисциплины на денежно-валютном рынке и уменьшению финансовых и позиционных рисков.

Для того, чтобы преобразование валютных отношений в Республике Беларусь действительно завершилось созданием цивилизованного валютного рынка, необходимы определенные условия. Важнейшим из них является решительное сокращение объема межгосударственных бартерных операций и взаимозачетов с субъектами хозяйствования, расположенными вне страны. Правила проведения операций со ссудным капиталом на кредитном рынке должны быть приведены в соответствие с международными методиками, основанными на реальной учетной ставке, уровень которой определяется исходя из процента инфляции. Отмена или, по крайней мере, значительное уменьшение объемов льготного кредитования позволят создать условия для обеспечения действительной возвратности кредитных ресурсов, что также будет способствовать становлению и развитию белорусского валютного рынка. Либерализация валютного рынка в Республике Беларусь является важнейшим условием его стабилизации.

По рекомендации Международного валютного фонда (МВФ), который поставил перед белорусским правительством условие открытия межбанковского валютного рынка, в январе 1999 года Национальный банк Республики Беларусь сделал очередной шаг в этом направлении. Уполномоченным банкам и предприятиям-резидентам было разрешено проводить межбанковские операции с иностранной валютой без ограничения сумм сделок по складывающемуся на основе спроса и предложения обменному курсу.

Одновременно принято решение о проведении операций с наличной валютой только на банковских обменных пунктах, чтобы ограничить возможность полулегальных схем валютнообменных сделок через небанковские учреждения и дилинговые фирмы.

Реальная система курсообразования, основанная на сочетании плавающих и фиксированных курсов, призвана обеспечить максимальную близость внебиржевого и официального курсов и сделать их надежным ориентиром для прогнозирования и обеспечения эффективности хозяйственных операций.

Повышение числа степеней свободы официального валютного рынка в стране должно привести к созданию жизнеспособного саморегулирующегося механизма, который сможет успешно конкурировать с "уличным" рынком и положит конец утечке наличной валюты в руки валютных спекулянтов.

В "Программе неотложных мер по стабилизации валютного рынка в Республике Беларусь" предусмотрено уменьшение и ограничение бюджетной эмиссии, которая должна быть полностью включена в дефицит бюджета.

Эти мероприятия направлены на поддержание определенного дефицита белорусских рублей и сдерживание падения их курса. Наряду с предоставлением возможности субъектам хозяйствования легально приобретать наличную валюту на межбанковском рынке, эмиссионные ограничения должны способствовать созданию предпосылок для формирования в Республике Беларусь свободного валютного рынка как органичного элемента рыночной экономики.

## 7.4. КРЕДИТНЫЙ РЫНОК И ПЕРСПЕКТИВЫ ЕГО РАЗВИТИЯ

Ссудный капитал в рыночной экономике является важнейшим источником финансирования инвестиций в основные фонды страны. С его помощью денежные средства трансформируются в кредитные ресурсы, движение которых лежит в основе экономических взаимоотношений между кредиторами и заемщиками. Кредит необходим для того, чтобы поддерживать непрерывный процесс общественного воспроизводства и обслуживать производственно-коммерческий оборот во всех сферах экономики. В условиях рынка кредит является мощным стимулом к развитию производительных сил общества, ускорению инновационной деятельности, рациональному переливу капитала и формированию оптимальной экономической структуры.

За годы проведения рыночных реформ в Республике Беларусь были достигнуты определенные успехи в становлении и развитии рынка ссудных капиталов. Возникли новые финансовые учреждения государственной, акционерной и частной форм собственности, диверсифицирован спектр финансово-кредитной деятельности, появилась здоровая конкуренция в области банковского обслуживания, кредитных, инвестиционных и страховых услуг.

В то же время финансовое состояние многих субъектов хозяйствования остается достаточно серьезным. В связи со значительным налоговым прессингом, нестабильностью ситуации на внешнем и внутреннем товарных рынках, проблемами сбыта продукции, наличием просроченной дебиторской и кредиторской задолженности и вынужденным бартером предприятия ощущают недостаток оборотных средств, особенно денежных ресурсов. Ограниченность собственных источников пополнения оборотного капитала заставляет предприятия привлекать для его формирования заемные средства, потребность в которых все более возрастает.

Таким образом, текущее состояние белорусского кредитного рынка характеризуется растущим объемом спроса на ссудный капитал. Это неизбежно вызывает тенденцию к удорожанию кредитов и ужесточению условий кредитования для юридических лиц, что тормозит развитие кредитного рынка. Неблагоприятное воздействие на его конъюнктуру оказывает также наличие внутреннего и внешнего государственного долга, покрываемого за счет государственных займов. Сохраняется довольно высокий уровень инфляции, стойкая тенденция к повышению цен на товарном и ресурсном рынках ведет к реальному обесцениванию национальной валюты. Национальный банк осуществляет политику положительной ставки учетного процента, соответственно которой ставки межбанковских кредитов и все остальные ссудные проценты также достаточно велики. Такая ситуация в какой-то мере сдерживает рост кредитных ресурсов ограничивает спрос на них и, хотя уменьшает потребность в денежной эмиссии, однако ведет к ухудшению инвестиционного климата и вновь стимулирует инфляционные процессы.

Полностью победить инфляцию может только реальный рост производства, уменьшение издержек, инновационное развитие субъектов экономики. Для того, чтобы предотвратить дальнейшее удорожание промышленной и сельскохозяйственной продукции, дать предприятиям возможность модернизировать производство, внедрять ресурсосберегающие и энергосберегающие технологии, обновлять основные фонды и, в конечном счете, наполнить денежную массу реальными товарами, требуется целевая



кредитная поддержка экономики, основанная на всестороннем развитии национального рынка ссудного капитала.

Проводимая в настоящее время в Республике Беларусь денежно-кредитная политика является составной частью модели стабильного социально-экономического развития страны, серьезно отличающейся от «шоковой терапии» ряда государств с транзитивной экономикой (Польша, Литва, Латвия и др.) Деятельность кредитной системы в нашей стране направлена на неуклонное углубление финансово-экономической стабильности и постепенное, последовательное достижение приемлемых темпов инфляции и девальвации. Такая политика не допускает резких скачков в уровнях процентных ставок и позволяет осуществлять необходимую кредитную поддержку народного хозяйства.

Несмотря на достаточно жесткий характер денежно-финансового регулирования, в последние годы осуществлено наращивание финансового потенциала банковской системы, обеспечивается достаточно высокая доходность денежных активов в национальной валюте вследствие практически положительного уровня нормы банковского процента (за исключением льготного кредитования отдельных субъектов и граждан согласно государственным целевым программам поддержки).

Необходимо отметить, что в Республике Беларусь успешно реализуется курс на достижение долгосрочной стабильности, составляющим элементом которой является последовательное снижение номинальных процентных ставок параллельно с уменьшением инфляции. Тем самым создаются условия для улучшения инвестиционного климата, инновационного развития реального сектора экономики, прогрессивных тенденций на финансовом рынке. Тем более, что и валютные кредиты становятся все более доступными, так как процентные ставки по иностранным кредитам и депозитам также постепенно снижаются благодаря различным мерам валютного регулирования, предпринимаемым правительством страны и ее финансовыми институтами.

**Кредитный сектор финансового рынка** в Республике Беларусь представлен 2-х уровневой банковской системой, возглавляемой Национальным банком Республики Беларусь<sup>1</sup>. Главной целью его деятельности является обеспечение устойчивости национальной денежной единицы на основе проведения рациональной внутренней и внешней денежно-кредитной политики, направленной на оптимизацию всех сфер финансовой деятельности в государстве.

В функции Национального банка входит регулирование денежного обращения и эмиссионной деятельности; организация межбанковских и внешних расчетов; кредитное и кассовое обслуживание коммерческих банков, органов государственной и местной власти, учреждений обороны, государственной безопасности, внутренних дел; проведение единой государственной политики в области регулирования денежно-валютного, кредитного и фондового рынков; лицензирование; регистрация сделок и другие<sup>2</sup>.

Для выполнения возложенных на него задач Национальный банк Республики Беларусь использует различные инструменты прямого и косвенного регулирования.

- Обязательные экономические нормативы, устанавливаемые для коммерческих банков и других финансовых учреждений, являются методами прямого воздействия.

---

<sup>1</sup> Закон "О банках и банковской деятельности в Республике Беларусь"

<sup>2</sup> Закон "О Национальном банке Республики Беларусь"

Они ограничивают свободу банковской деятельности с целью снижения степени финансового риска и уменьшения возможных негативных последствий для экономики.

- Национальный банк регламентирует минимальный размер уставного фонда акционерно-коммерческих банков, устанавливает предельное соотношение между размерами собственных и привлеченных средств, нормативные показатели ликвидности, уровни обязательных резервов, максимальные размеры финансового риска.

- Национальный банк осуществляет жесткий контроль над структурой активов всех банков по основным ссудным операциям: кредитованию предприятий агропромышленного комплекса, фирм-экспортеров, жилищного строительства.

- Национальный банк утверждает порядок страхования депозитов и вкладов юридических и физических лиц с целью обеспечения их сохранности и предоставляет гарантии по возврату валютных вкладов граждан в коммерческих банках.

- От имени государства он производит эмиссию государственных ценных бумаг и организует операции купли - продажи денежных и валютных фондов для финансирования государственных инвестиций, а также осуществляет рефинансирование коммерческих банков через их краткосрочное кредитование.

- Национальный банк выполняет регулирование курсообразования на валютном рынке в соответствии с государственной валютной политикой, создает, обслуживает и сохраняет валютные резервы государства и реализует от имени государства валютную политику.

Приоритетом деятельности Национального банка страны является, в отличие от Государственных банков других постсоветских республик, всесторонняя поддержка кредитно-инвестиционной деятельности акционерных коммерческих банков, которые подчас испытывают недостаток собственных источников кредитных ресурсов, что тормозит развитие инвестиционных процессов и затрудняет выполнение инвестиционной программы Республики Беларусь. Тем самым, деятельность Национального банка позволяет акционерным банкам второго уровня активизировать кредитные операции, направленные на инновационное развитие реального сектора экономики.

Как известно, наиболее эффективным способом косвенного воздействия на состояние кредитного рынка является построение "пирамиды процентных ставок". В вершине этой пирамиды лежит официальная учетная ставка – ставка рефинансирования, размер которой устанавливается Национальным банком страны исходя из уровня инфляции и инфляционных ожиданий. Так как главной задачей банковской сферы является аккумуляция свободных денег для наполнения инвестиционных потоков, при назначении учетной ставки Национальный банк должен создать условия, способствующие привлечению депозитных ресурсов. Для обеспечения надежности и привлекательности банковских вкладов депозитная процентная ставка должна быть выше темпов обесценивания национальной валюты.

В то же время величина депозитного процента, как своеобразный измеритель затрат банка, непосредственно влияет на получаемую банком прибыль от кредитной деятельности и служит регулятором кредитного процента. Рост платы за депозиты неизбежно ведет к увеличению оплаты кредита, а чем больше процент платы за кредит, тем выше рентабельность кредитной деятельности. Однако в условиях низкой эффективности производства субъекты хозяйствования не имеют финансовой возможности оплачивать

заемные ресурсы по очень большой ставке, так как рентабельность реальных инвестиций, характеризующаяся средней нормой возврата на рынке товаров и услуг, невысока.

Такая противоречивая ситуация делает кредиты недоступными большинству хозяйствующих субъектов, заставляя государство идти на экономически невыгодное для кредитных учреждений льготное кредитование согласно целевым государственным программам.

В связи с этими обстоятельствами Национальный банк в начальный период проведения рыночных реформ был не раз вынужден неоднократно прибегать к политике установления отрицательной учетной ставки. Эта политика неизбежно приводила к росту кредитной задолженности, снижала прибыльность финансово-кредитных операций, увеличивала внутренний государственный долг и, в конечном счете, способствовала дальнейшему росту инфляции и обесцениванию белорусского рубля. Но, с другой стороны, удешевление кредитов облегчило доступ к ним субъектов хозяйствования и помогло им продолжать свою производственно-хозяйственную деятельность.

За последнее десятилетие кредитный рынок Республики Беларусь развивался крайне неравномерно. Начало его становления можно увязать с принятием в 1990 году закона **“О банках и банковской деятельности в Республике Беларусь”**. Началось интенсивное развитие банковской системы, накапливались кредитные ресурсы, расширялся круг кредитно-финансовых операций.

В 1993-1994 годах значительно выросли объемы кредитных средств за счет депозитных вкладов физических и юридических лиц, привлекаемых высоким уровнем банковского процента. Согласно постановлению Национального банка, ежемесячно производилась индексация денежных средств на банковских счетах предприятий, высокая экономическая маржа по кредитованию способствовала росту привлекательности банковских услуг. Положительная процентная ставка, сохранявшаяся до третьего квартала 1996 года, позволила в тот период значительно увеличить кредитные ресурсы финансового сектора. В результате рациональной учетной политики государства возросли инвестиционные потоки на основе заемного капитала, наметились тенденции к подъему промышленного производства. Однако цена кредитных ресурсов в этот период была сравнительно высокой, так как интенсивные инфляционные процессы заставляли финансово-кредитные учреждения постоянно повышать ставку кредитного процента, ограничивая этим спрос на кредитные ресурсы.

В конце 1996 года Национальный банк пошел на снижение учетной ставки относительно уровня инфляции. Отрицательная процентная ставка, сохраняющаяся в последующие годы, сопровождается снижением предложения депозитных ресурсов, так как она не способна защитить финансовые активы от обесценивающего влияния инфляции. Это, в конечном счете, привело к замедлению развития рынка ссудных капиталов. Жесткие меры государственного регулирования через инструкции, положения и нормы Национального банка также способствовали сужению области ссудно-кредитных операций. Последующие годы не принесли каких-либо позитивных изменений в кредитную сферу. Экономика республики оставалась инфляционной, а отрицательная депозитная ставка не способствовала привлечению финансовых средств в расширение кредитной деятельности. Сокращалась доля депозитных ресурсов в совокупной денежной массе, проводилась значительная денежно-кредитная эмиссия для финансирования го-

сударственных целевых программ, обесценивался белорусский рубль, и продолжалась "долларизация" экономики, приводящая к интенсивному оттоку капитала за границу.

Для того, чтобы увеличить объем привлеченных депозитных средств, начиная с 1998 года Национальный банк стал постепенно вводить небольшую (0.2 % в месяц) положительную ставку по срочным вкладам<sup>1</sup>.

С января 1999 года Национальный банк постепенно повышает ставку рефинансирования, доведя ее к концу года от 48 % до 175 %<sup>2</sup>. Такая политика способствовала некоторому увеличению объема депозитных вкладов, однако опять-таки вела к удорожанию кредитов. В то же время в этот период, вплоть до конца 2000 года, сохраняются отрицательные ставки по большинству кредитов с целью обеспечения их доступности для хозяйствующих субъектов и населения. Это способствует росту объемов денежно-кредитной эмиссии, падению курса национальной валюты, увеличению инфляции, негативно сказывается на общем состоянии белорусской экономики.

Процесс развития белорусского кредитного рынка идет крайне медленно. Несмотря на наличие соответствующей нормативно-законодательной базы, в настоящее время практически не развиваются такие распространенные на мировом финансовом рынке операции, как клиринг, факторинг и траст, перекрестное кредитование и форвардные контракты. Банки, вынужденные заниматься преимущественно кредитной деятельностью по направлениям, обусловленным государственными программами, лишены возможности диверсифицировать свои финансовые услуги. Значительный объем льготного кредитования лишает их возможности накапливать собственные средства, необходимые для инновационной и маркетинговой деятельности.

На белорусском рынке кредитов недостаточно развита такая всемирно признанная форма кредитования, как лизинг. Причинами этого являются высокая стоимость и лизингового имущества, и самого кредита, что делает его недоступным широкому кругу производственно-хозяйственных структур. Существенные сложности в оплате международного лизинга вследствие валютных ограничений на финансовом рынке, отсутствие надежных методов оценки платежеспособности заемщика и страхования кредитного риска, недостаток информационного обеспечения, несовершенство налогового законодательства не способствуют распространению лизинговых отношений на белорусском рынке. В структурной же перестройке экономики инвестиционные потоки в основные фонды могут значительно активизироваться именно благодаря лизингу.

Таким образом, для коренного улучшения ситуации на белорусском кредитном рынке необходимо предоставление достаточной свободы его механизму, повышение самостоятельности банковской системы, переход к положительной процентной ставке и стабилизация обменного курса белорусского рубля, а также расширение сфер деятельности кредитно-финансовых учреждений. Умелое маневрирование прибыльными финансовыми инструментами на кредитном рынке при благоприятном политико-правовом климате позволит финансовому сектору экономики выполнять благородную роль аккумулятора инвестиционных ресурсов, необходимых для реального, а не декларационного, экономического роста страны.

---

<sup>1</sup> /63/, стр.49

<sup>2</sup> /85/, стр.69

## 7.5. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ И ЕГО РОЛЬ В РАЗВИТИИ ЭКОНОМИКИ

Специфические условия экономического и социального развития Республики Беларусь после распада Советского Союза потребовали особого подхода к созданию рынка ценных бумаг как элемента социально направленной рыночной экономики. Национальные интересы воплотились в специфике нормативно-правовой и законодательной базы белорусского фондового рынка, становление и развитие которого происходило при непосредственном участии государства.

В основу функционирования рынка ценных бумаг были положены единые квалификационные требования к его участникам, стандартные процедуры совершения сделок, унифицированные методики курсовых расчетов и апробированная мировым опытом обслуживающая инфраструктура. Белорусская модель фондового рынка предполагала высокую степень государственного влияния через процедуры прямого и косвенного регулирования деятельности его институтов.

Становление рынка ценных бумаг в Беларуси происходило одновременно с процессами разгосударствления и так же неравномерно. В 1991 году была создана Белорусская фондовая биржа – БФБ, как открытое акционерное общество со значительной долей государства в уставном фонде. Право участвовать в биржевых торгах имели только акционеры Белорусской фондовой биржи, поэтому эмитированные ею акции были достаточно привлекательным фондовым товаром, особенно в периоды оживления на финансовом рынке. Правлением фондовой биржи утверждались правила торговли, порядок оформления сделок, обеспечивались условия для определения рыночного курса ценных бумаг, а также создавалась надежная система регистрации биржевых сделок. Биржевой товар представлял собой оформленные в соответствии с законом основные и производные ценные бумаги, биржа обеспечивала профессиональным участникам рынка ценных бумаг необходимые условия для эффективной торговли фондовым товаром и регулировала их деятельность.

Создание в 1991 году Белорусской агропромышленной биржи также способствовало развитию фондового рынка. Она проводила и регистрировала операции с ценными бумагами, осуществляла их котировку, учет движения и анализ факторов, влияющих на конъюнктуру фондовой торговли. Все эти функции были возложены на фондовый отдел биржи, членами которого могли быть ее акционеры, принимающие участие в биржевых торгах непосредственно либо через брокерскую контору, защищающую интересы клиентов в сделках с ценными бумагами.

После принятия в 1992 году закона “О ценных бумагах и фондовых биржах” фондовый рынок стал развиваться особенно бурно, чему способствовали высокие темпы приватизации на основе именных чеков “Имущество” и “Жилье”. Чековая приватизация была направлена на безвозмездную форму разгосударствления предприятий и проводилась достаточно успешно.

**Именные приватизационные чеки (ИПЧ)** - это специальный вид долевых ценных бумаг, обеспеченных государственной собственностью. Владелец чеков “Имущество” может вложить их в акции какого-либо предприятия и стать его совладельцем, может обменять на акции специализированных инвестиционных фондов или использовать для приобретения имущества на аукционах. На вторичном фондовом рынке приватизационные чеки служат объектом купли-продажи в пределах начисленной гражданам квоты.

ты. В последнее время рыночная стоимость ИПЧ понизилась из-за недостаточной материальной базы, снижения темпов приватизации, слабой активности граждан и фактического отсутствия подлинной информации о состоянии рынка.

В марте 1993 года была учреждена межбанковская валютная биржа – МВБ, на которой проводились валютные операции между уполномоченными банками, осуществлялось рыночное регулирование валютного курса и торги по государственным ценным бумагам. Биржа была закрытым акционерным обществом, которое в период относительной либерализации финансового рынка смогло создать достаточно эффективный механизм котировки валюты.

На базе межбанковской валютной биржи интенсивно разворачивался вторичный рынок государственных ценных бумаг. Однако отсутствие надежных гарантий и свободного доступа к информации, недостаточный контроль со стороны государства и его органов, слабый уровень развития инфраструктуры и финансовые трудности тормозили развитие биржевого рынка государственных ценных бумаг. Со второго квартала 1996 года Указом Президента Республики Беларусь МВБ преобразована в государственное учреждение - ГУ МВБ, и передана в ведение Национального банка. На условиях самофинансирования и хозрасчета межбанковская валютная биржа стала организатором биржевых торгов по иностранным валютам и ценным бумагам и получила название ГУ БВФБ – Белорусская валютно-фондовая биржа.

В 1996–2000 годах был принят ряд нормативных документов, регламентирующих процессы обращения государственных ценных бумаг на биржевом рынке через торговую площадку межбанковской валютной биржи. Расширение спектра ее деятельности предполагает развитие организованных рынков ценных муниципальных и корпоративных бумаг, а также рынка срочных сделок с валютой и ценными бумагами.

Несмотря на значительные успехи в разработке нормативно-правовой базы фондового рынка, в 1997-1998 годах его развитие практически приостановилось по ряду причин объективного и субъективного характера. Жесткое государственное регулирование не способствовало созданию саморегулирующегося рыночного механизма, а серьезные экономические трудности привели к оттоку капитала за пределы Беларуси, что негативно повлияло на инвестиционный климат в государстве.

В настоящее время механизм белорусского фондового рынка функционирует на базе автономных секторов:

- **сектора государственных краткосрочных и долгосрочных ценных бумаг** в виде ГКО (государственные краткосрочные облигации), ДГО и ГДО (долгосрочные государственные облигации) и КО (казначейские обязательства Национального банка).

**Краткосрочные государственные облигации ГКО** со сроком обращения до одного года выпускаются Министерством финансов от имени Совета Министров Республики Беларусь с целью привлечения временно свободных средств юридических и физических лиц для покрытия дефицита республиканского бюджета.

**Долгосрочные государственные облигации ДГО** со сроком обращения один год и более могут использоваться в расчетных операциях и служить предметом залога юридических лиц при взятии кредита.

**Государственные долгосрочные облигации с купонным доходом ГДО** выпускаются для возмещения бюджетного дефицита.

**Краткосрочные обязательства Национального банка КО** со сроком обращения от двух недель до месяца предназначены для регулирования денежной массы в обращении. Они номинированы в свободно конвертируемой валюте и способствуют привлечению свободных средств населения, не размещенных ранее в банках.

- **рынка ценных корпоративных бумаг** – акций и облигаций коммерческих банков, инвестиционных фондов и других юридических лиц, а также краткосрочных денежных бумаг в виде банковских векселей, депозитных и сберегательных сертификатов;

- **рынка муниципальных облигаций**, который начал развиваться в 1993 году.

В республике создана единая двухуровневая депозитарная система, в которую входит государственное предприятие «Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг» и региональные депозитарии. Они осуществляют ведение и обслуживание реестров ценных бумаг значительной части эмитентов на основе «Единых стандартов ведения учета депозитарных операций». Новые депозитарные технологии обеспечивают сохранность ценных бумаг, надежность, быстроту и простоту оформления сделок.

Депозитарный учет государственных ценных бумаг и регулирование их движения осуществляет Центральный депозитарий – структурное подразделение Национального банка. Реестр владельцев корпоративных ценных бумаг ведут непосредственно эмитенты, заинтересованные в осуществлении контроля над движением своего капитала.

С целью усиления государственного контроля и обеспечения согласованной работы всех институтов и участников рынка ценных бумаг в республике проводится работа по созданию единой централизованной инфраструктуры фондового рынка. Она будет включать в себя биржевые учреждения, Центральный депозитарий, разветвленную депозитарную сеть и контролирующие институты. Двухуровневая депозитарная система, предназначенная для централизованного учета движения фондов на первичном и вторичном рынках и проведения междепозитарных расчетов, обеспечит защиту прав государства и других инвесторов, выполняя множественные функции, включая эффективный контроль и оперативный анализ состояния фондового рынка.

Белорусским правительством разработана **“Концепция функционирования и развития рынка ценных бумаг в Республике Беларусь”**, учитывающая прогрессивный опыт мирового финансового рынка и национальные особенности.

В ее основе лежат принципы:

- максимальной либерализации и конкурентности фондового рынка через создание равных условий всем его участникам;
- обеспечение упрощенного доступа к фондовым товарам для субъектов национальной экономики;
- информационной доступности, целостности и разумной централизации единой республиканской биржевой системы;
- гласности и отсутствия правовой дискриминации по отношению к каким-либо субъектам рынка;
- создания гибкой системы регулирования рынка;
- обеспечение надежного механизма контроля и надзора с целью повышения его эффективности, предупреждения правонарушений и злоупотреблений;
- регламентации правовой дисциплины.

В 2002-2004 г.г. продолжался процесс реформирования рынка ценных бумаг Республики Беларусь. Принятые в эти годы нормативно-правовые акты были направлены в основном на унификацию законодательства Российской Федерации и Республики Беларусь и устранение существующих в них противоречий.

С целью повышения ответственности сторон при совершении операций с ценными бумагами и защиты участников сделок от риска в Закон о ценных бумагах и фондовых рынках включен перечень обязательных условий договоров, ужесточены требования достаточности финансовых показателей, отражающих предельные размеры собственного капитала, оборотных средств и кредиторской задолженности профучастников рынка ценных бумаг. В Кодексе об административных нарушениях была усилена ответственность за допущенные нарушения в брокерской деятельности, закреплены повышенные квалификационные требования к работникам биржи. Комитетом по ценным бумагам были разработаны новые Положения об эмиссии акций и облигаций, отчетности эмитентов и содержанию проспекта эмиссии.

Значительная роль в совершенствовании механизма фондового рынка принадлежит информационно-аналитическим организациям, в частности рейтинговым и информационным агентствам, специальной прессе, аудиторским компаниям и некоторым другим саморегулирующимся организациям рынка ценных бумаг, которые выполняют ряд вспомогательных функций по обслуживанию его клиентов и профучастников.

Таким образом, в настоящее время в Республике Беларусь имеется достаточно развитая инфраструктура рынка ценных бумаг, однако его активность недостаточна. Это объясняется практическим отсутствием вторичного рынка, слабостью механизма определения реальных рыночных цен фондовых товаров, незавершенностью процессов разгосударствления и приватизации.

Рынок ценных бумаг в Республике Беларусь еще достаточно молодой, поэтому он требует эффективного государственного регулирования на основе масштабной национальной программы развития финансового рынка, охватывающей задачи совершенствования всех его сегментов, включая денежно-валютный и фондовый рынки, а также рынок ссудных капиталов. Комплексное развитие этой сферы позволит активизировать процессы инвестиционного и инновационного сотрудничества с другими странами в соответствии с преобладающими на мировом экономическом пространстве тенденциями глобализации, интернационализации и интеграции товарных и финансовых рынков.

В то же время, интеграционные процессы, характеризующие взаимоотношения между Беларусью, Россией и другими странами СНГ, налагают определенные отпечатки на тенденции дальнейшего развития национального рынка ценных бумаг.

Интеграция фондовых рынков в рамках союза Беларуси и России предусматривает создание равных условий проведения всех операций с фиктивным капиталом на российских и белорусских фондовых биржах для всех субъектов хозяйствования.

Построение единого белорусско-российского рынка ценных бумаг требует разработки универсальной законодательной базы, создания единого экономического пространства, общей системы правил совершения и оформления сделок с основными и прочими ценными бумагами, регулирования порядка их эмиссии и размещения, согласованного учета и свободного информационного обмена между участниками фондового рынка.



## 7.6. ЗНАЧЕНИЕ РЫНКА МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЦЕССАХ

Большое значение для улучшения инвестиционного климата государства имеет уровень развития национального рынка ценных бумаг, насыщенность его конкурентоспособными товарами, обеспечивающими удовлетворение запросов самых взыскательных покупателей, которые обладают свободными денежными ресурсами и желают использовать их с максимальной личной выгодой. Для обеспечения экономического подъема государству необходимы значительные инвестиционные ресурсы, без которых невозможно создание материальной базы социально направленной рыночной экономики. Научно обоснованный подход к оптимизации механизма действия рынка ценных бумаг позволит разработать такую государственную и региональную политику в области фондового рынка, которая будет способствовать его насыщению конкурентоспособными финансовыми товарами, а экономики – инвестициями.

Следует отметить, что в последние годы в Республике Беларусь предприняты значительные шаги в этом направлении. В их основе лежит одобренный государством выпуск муниципальных ценных бумаг в форме целевого облигационного займа. Мировой опыт разработал механизм пополнения муниципальных бюджетов за счет ценных бумаг общего и целевого назначения с разными сроками действия: от нескольких месяцев до нескольких лет. Наиболее широко долговые обязательства местных органов управления используются для финансирования строительства объектов инфраструктуры, жилья, реализации социальных программ.

В России местные облигации находятся в обращении с 1992 года и характеризуются определенной эффективностью. В Беларуси в марте 1993 года был впервые эмитирован местный целевой выигрышный займ в г. Минске. Облигации со сроком обращения 1 год покупались отдельными инвесторами с целью получения возможности в результате лотереи приобрести на льготных условиях квартиру в городе Минске. Купонная ставка дохода по облигациям в размере 30 % годовых не обеспечивала муниципальным ценным бумагам достаточной привлекательности в условиях более высокого уровня инфляции. Значительная часть облигаций была передана Национальному банку в качестве залога по кредиту. Погашение займа осуществлялось за счет выручки от продажи на аукционе квартир, предназначавшихся для розыгрыша в ходе лотереи.

В последующий период целевые облигационные жилищные займы неоднократно проводились в г. Минске неоднократно, и их эффективность значительно возросла, так как организация займов основывалась на учете первого опыта и конкретных политических, экономических и национальных особенностей нашего государства.

По инициативе Брестского облисполкома в 1998 году в порядке эксперимента проведен Первый Брестский целевой облигационный жилищный займ<sup>1</sup>.

Его условия регламентированы *Указом Президента Республики Беларусь от 21.04.98 г.*, а также рядом документов: *Проспектом эмиссии Первого Брестского целевого облигационного жилищного займа*, *“Общими условиями выпуска, об-*

---

<sup>1</sup> /71/, стр.18-20

**ращения и погашения ценных бумаг Первого Брестского целевого облигационного жилищного займа”** и другими.

Для разъяснения особенностей проведения операций по данному займу были разработаны методические и инструктивные материалы, утвержденные Брестским городским Советом депутатов и другими полномочными органами. Данный эксперимент проводится с целью получения за счет безналичной реализации муниципальных облигаций средств на финансирование жилищного строительства в Брестском регионе.

Основные условия целевого жилищного займа сроком 34 месяца регламентируют безбумажную форму ценных бумаг, подтверждающих обязательство органов городского управления по истечении периода обращения облигаций возместить владельцам номинальную стоимость с уплатой купонного дохода. Начисление дохода производится ежемесячно с использованием метода простых процентов по плавающей ставке в размере 1/18 действующей ставки рефинансирования Национального банка Республики Беларусь на момент выплаты дохода. Привлекательность облигаций объясняется их материальным обеспечением в виде недвижимости и других активов Брестского городского Совета депутатов.

Закрытый способ хранения облигаций осуществляется путем их депонирования. Депозитарий АКБ “Белорусский Биржевой Банк” обеспечивает учет и контроль над операциями на рынке муниципальных облигаций. Расширяя круг своей деятельности, банк получает дополнительный доход в виде внесения платы за депозитарное обслуживание. При благоприятной конъюнктуре рынка ценных бумаг инвестор, купивший облигации на первичном рынке ценных бумаг, помимо купонного дохода может получить спекулятивную прибыль, реализуя их на вторичном рынке по цене, превышающей рыночную стоимость облигаций в момент покупки.

Стимулирующим фактором является льготирование доходов, полученных от операций с облигациями жилищного займа, если их реализация производилась по цене не выше номинала. Такие доходы не облагаются налогами на добавленную стоимость и на прибыль.

Покупка–продажа облигаций происходит в форме сделки “РЕПО”, согласно которой ценные бумаги приобретаются на заранее установленный срок с обязательной их обратной продажей по определенной цене. Контрагентами сделки заключаются два договора, подлежащих обязательной регистрации в депозитарии уполномоченного банка: договор на покупку облигаций инвестором и договор на их продажу продавцом. Инвестор также заключает с уполномоченным банком договор на открытие счета “Депозит” и депозитарное обслуживание купленных облигаций. Для этого он представляет в банк определенные документы, свидетельствующие об устойчивости и благонадежности.

Перечень требуемых документов содержится в **“Методике размещения денежных средств в ценные бумаги первого Брестского целевого облигационного жилищного займа”**. Названная “Методика” устанавливает права участников займа, регулирует порядок подачи заявок на финансирование строительства за счет средств от реализации облигаций, регламентирует порядок выкупа пакета облигаций и выплаты вознаграждений участникам проекта.

По решению Совета займа возможна конвертация облигаций по их номиналу в соответствующую жилую площадь, что привлекает к участию в аукционах профессиональных участников финансового рынка и повышает потребительскую стоимость цен-

ных бумаг. Дисконтный метод выплаты доходов вместе с погашением номинала облигации облегчает выполнение расчетов и обоснование текущей стоимости ценных бумаг, а размещение их на срок от 3 до 6 месяцев придает облигациям краткосрочную инвестиционную привлекательность.

Проектом Первого Брестского целевого жилищного займа предусмотрено финансирование строительства 6 жилых домов общей площадью более 30 тыс. кв. м. в течение 34 месяцев. Финансовый менеджмент проекта осуществляется Советом займа, Генеральный менеджер обеспечивает общее руководство проектно-исследовательскими и строительно-монтажными работами и реализацию квартир. Контролирующие функции возложены на контрольно-экспертный Совет. Генеральный агент управляет средствами займа.

Анализ характерных особенностей Брестского целевого жилищного займа, выполненный выше, позволяет сформулировать важнейшие преимущества подобного способа кредитования инвестиций и выявить возможности его использования для улучшения инвестиционного климата в СЭЗ "Брест" и других свободных экономических зонах.

- К финансированию жилищного строительства привлекаются немиссионные источники, что позволяет снизить уровень инфляции без уменьшения темпов ввода жилья и сокращения объемов строительно-монтажных работ.

- Муниципальные займы являются наиболее управляемой формой кредитования региональных программ, не требующей сложных механизмов реализации.

- Местный бюджет, освобожденный от части затрат по финансированию жилья, получает возможность привлекать средства инвесторов и к другим социальным программам, реализуя муниципальные облигации на первичном и вторичном фондовом рынках.

- Диверсифицированность рынков муниципальных облигаций подтверждает их высокую гибкость, мобильность и способность адаптации к конкретной ситуации.

- Надежное материальное обеспечение и возможность неденежных форм погашения (жильем, акциями высокорентабельных предприятий, долевым участием в имуществе приватизируемой государственности и т.п.) в сочетании с льготным режимом свободных экономических зон может привлечь на фондовый рынок в качестве покупателей крупных иностранных инвесторов.

- Рынок муниципальных ценных бумаг выгоден индивидуальным инвесторам, активно размещающим свободные средства и получающим возможность приобретения жилья в ускоренные сроки и на льготных условиях.

- Благодаря созданию муниципального рынка ценных бумаг, кредитно-финансовые учреждения расширяют номенклатуру финансовой деятельности и увеличивают тем самым свои легальные доходы.

- Строительные организации получают дополнительные подряды с непрерывным финансированием, что позволяет снизить себестоимость строительно-монтажных работ и повысить рентабельность производства.

- Государство приобретает новые инструменты для решения социальных вопросов, регулирования рынка труда и увеличения занятости населения, а также экономии средств бюджета для направления их в структурообразующие отрасли.

Используя преимущества и особенности рынка муниципальных облигаций в районах дислокации свободных экономических зон, можно значительно повысить насыщенность

инвестиционной сферы денежными ресурсами за счет выпуска в обращение специальных ценных бумаг, предназначенных для реализации потенциальным резидентам СЭЗ и другим инвесторам, заинтересованным в получении высокого уровня прибыли.

Максимальная эффективность таких облигаций может быть обеспечена путем направления привлеченных средств в области, характеризующиеся быстрой отдачей с капитала. Например, в телефонизацию, телекоммуникации и связь, строительство и реконструкцию предприятий пищевой, легкой и фармацевтической промышленности; сферу торговли и услуг; организацию пунктов быстрого питания, культурно-развлекательных учреждений и т.п.

При соответствующем экономическом обосновании и наличии определенной нормативно-правовой базы часть местных облигаций, эмитируемых в СЭЗ, можно выпускать в конвертируемом виде, используя в качестве платежного инструмента американские доллары, немецкие марки или другие обратимые валюты в зависимости от приоритетных интересов резидентов свободной экономической зоны.

Вместе с тем, как свидетельствует опыт проведения целевых жилищных займов, при размещении большого количества муниципальных облигаций на РЦБ могут возникнуть трудности с их сбытом из-за ограниченности спроса. Дело в том, что привлекательность финансовых инвестиций в облигационные займы, а, следовательно, их конкурентоспособность, должны обеспечиваться уровнем дохода, позволяющим уберечь вкладываемые в них денежные средства покупателей от нарастающей инфляции.

Для того, чтобы инвесторы предпочитали облигации местных займов полуправовому приобретению "твердой валюты" в виде долларовых запасов, купонный доход надо ставить в зависимость от реального уровня инфляции в государстве. Прибыль владельца облигации должна соответствовать темпам обесценивания валюты.

При покупке купонных облигаций, особенно средне- и долгосрочных, целесообразно приводить будущие доходы по ним к текущей стоимости на основе процедур дисконтирования потоков платежей. Разовые суммы при выкупе ценных бумаг, напротив, должны определяться с учетом капитализации, что предохранит их от обесценивания в результате инфляции. Для начисления дохода по облигациям со сроком обращения свыше года возможно применение метода сложных процентов с капитализацией ежеквартально начисляемых купонных сумм. Значительно повысить конкурентоспособность муниципальных и других облигаций можно путем создания надежного механизма регулирования их текущей цены, выплат по ним и других стоимостных параметров с учетом фактора времени. Это сделает местный фондовый товар ликвидным, а рынок ценных бумаг – конкурентным.

Следует также отметить, что при этом финансовый риск эмитента жилищного займа не будет слишком большим. Стоимость жилья и других возможных объектов целевого заемного инвестирования постоянно возрастает, и аукционная продажа даже небольшой их части позволит получить достаточные средства для обеспечения надлежащей доходности ценных бумаг и повышения эффективности регионального и национального фондового рынка.

Изучение мирового опыта в области функционирования фондового рынка, внедрение достижений экономической науки в механизм национального финансового рынка будут способствовать всестороннему развитию свободных экономических зон и, тем самым, стабилизации экономики в стране.

## 7.7. ВОПРОСЫ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ

1. Назвать основные Законы Республики Беларусь и нормативные документы Национального банка по вопросам развития финансового рынка.
2. Охарактеризовать приоритетные направления государственного управления в финансовой сфере экономики Республики Беларусь.
3. Какие функции выполняет государство на финансовом рынке?
4. Перечислить прямые и косвенные методы государственного воздействия на рыночную экономику.
5. Назвать основные понятия и категории, регламентированные положением "О порядке проведения валютных операций на территории Республики Беларусь": иностранная валюта, валютные ценности, валютные операции и др.
6. Какие режимы валютных курсов применялись в Республике Беларусь в период с 1993 по 2004 год? Дать краткую характеристику основным типам режимов.
7. Указать причины, приведшие к появлению множественности курсов белорусской национальной валюты и назвать основные черты этих курсов.
8. Какие направления преобразования валютных отношений в Республике Беларусь предусмотрены "Программой неотложных мер по стабилизации валютного рынка"?
9. Описать структуру кредитного сектора финансового рынка в Республике Беларусь.
10. Какова роль и функции Национального банка Республики Беларусь в развитии кредитной сферы?
11. Охарактеризовать основные этапы и направления дальнейшего развития рынка ссудных капиталов в Республике Беларусь.
12. Назвать основные объекты инфраструктуры белорусского рынка ценных бумаг и выполнить характеристику выполняемых ими функций.
13. Какие основные виды финансовых товаров реализуются на фондовом рынке Республики Беларусь?
14. На каких принципах основана "Концепция функционирования и развития рынка ценных бумаг"?
15. Какое значение имеет рынок муниципальных ценных бумаг в инвестиционной сфере экономики Республики Беларусь?
16. Где и когда в Беларуси проводились первые целевые облигационные жилищные займы?
17. Назвать характерные особенности Первого Брестского целевого жилищного займа. С какой целью он проводится?
18. Охарактеризовать преимущества рынка муниципальных ценных бумаг в свете его роли в улучшении инвестиционного климата в Республике Беларусь.
19. Какие факторы определяют эффективность рынка целевых облигационных займов и способствуют его развитию?

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Период 1996 – 2000 года стал переломным этапом в социально-экономическом развитии Республики Беларусь. Главные его задачи, поставленные в *«Основных направлениях социально-экономического развития Республики Беларусь на 1996–2000 г.г.»*, в целом были успешно решены, что дало возможность преодолеть спад производства и обеспечить определенный экономический рост. Это привело к ежегодному увеличению ВВП и приросту производства потребительских товаров и промышленной продукции, способствовало стабилизации состояния внутреннего рынка, снижению дефицита госбюджета, созданию предпосылок для управления инфляционными процессами и улучшения финансового состояния предприятий реального сектора.

Восстановление белорусской экономики продолжилось в 2001 - 2004 г.г. Заметно снизилась инфляция, увеличилась реальная заработная плата, повысилась инвестиционная активность как национальных, так и иностранных инвесторов. Прирост валового внутреннего продукта в 2004 году составил 11%, что свидетельствует о стойкой тенденции к улучшению экономической ситуации в стране.

Президент Республики Беларусь А.Г. Лукашенко в «Послании к белорусскому народу» поставил новую масштабную задачу - обеспечение инновационного развития государства на основе мобилизации инвестиционных возможностей всех субъектов внутренней и национальной экономики.

*«Национальная стратегия устойчивого развития Республики Беларусь на период до 2020 года»*, принятая в 2002 году, предусматривает необходимость структурной перестройки экономики и развитие современной рыночной инфраструктуры, способствующей быстрому наращиванию экспортного потенциала, повышению эффективности реального сектора экономики и внедрению эффективного финансового механизма.

Первостепенной задачей является реализация комплекса мер по стабилизации валютного и фондового рынков, ужесточению денежно-кредитной политики, преодолению инфляции. Для всестороннего развития белорусского финансового рынка *«Основными направлениями социально-экономического развития Республики Беларусь на период до 2010 года»* было предусмотрено поэтапное проведение комплекса мер.

Реализация задач **1-го этапа (2000–2001 г.г.)** позволила:

- сократить объемы эмиссионного кредитования;
- снизить процентные ставки при их положительной динамике;
- сформировать значительные внутренние инвестиционные потоки за счет привлечения банковских вкладов населения;
- уменьшить удельный вес бартера;
- частично решить проблему неплатежей;

- обеспечить внутреннюю конвертируемости белорусского рубля.

**На 2-м этапе (2002 – 2005 г.г.)** продолжается работа, направленная на:

- повышение надежности функционирования всех элементов банковской системы;
- ускорение оборачиваемости денежных ресурсов при уменьшении финансовых и инвестиционных рисков;
- максимальное сближение с российским финансовым рынком в части курсообразования и валютных тенденций;
- создание общей инфраструктуры фондового, кредитного и валютного секторов российской и белорусской экономики;
- внедрение интегрированной платежной системы вплоть до введения единой денежной единицы с совместным эмиссионным центром.

В ходе реализации задач **3-го этапа (2006–2010 г.г.)** должны быть обеспечены:

- свободная конвертируемость единой денежной единицы на национальном и мировом валютном рынках;
- уменьшение годовой инфляции до уровня 5 %;
- формирование в достаточном объеме золотовалютных резервов, кредитных и инвестиционных ресурсов;
- создание эффективного рыночного механизма во всех сферах государственной экономики.

В основу модели становления белорусского финансового рынка положены следующие принципы государственной концепции его развития:

- обеспечение социальной справедливости, равных возможностей и условий доступа инвесторов на рынок финансовых ресурсов;
- государственная гарантия надежной защиты прав всех инвесторов;
- разработка надежного и дееспособного механизма надзора и контроля за соблюдением законности и правопорядка на всех секторах финансового рынка;
- повышение эффективности инвестиционной деятельности на основе максимального использования возможностей рынков ценных бумаг и капитала;
- создание развитой правовой инфраструктуры, эффективное регулирование финансового рынка, информационная прозрачность, доступность и открытость;
- свободная конкуренция, недопущение монополизма и дискриминации;
- оптимальность функционирования единой биржевой системы, целостность финансового рынка и унификация нормативно – правовой его базы.

Реализация этих принципов и положений позволит создать такой механизм регулирования финансового рынка, который будет в состоянии обеспечить удовлетворение общенациональных интересов через активизацию инвестиционной деятельности, защищенной надежной системой государственных гарантий.

## РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

1. Авдокушин Е.Ф. Международные экономические отношения. - М., 1996.
2. Агарков М.М. Учение о ценных бумагах. – М., 1993.
3. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. - М., 1992.
4. Банковское дело. / Под ред. Лаврушина О.И. – М., 1999
5. Банковское дело: Учебн. /Под ред. В.И. Колесникова, Л.П. Кроливецкой - М., 1998.
6. Балабанов И.Т. Финансовый менеджмент. - М., 1995.
7. Барздов Г. Инструмент денежно-кредитного регулирования. - "Финансы, учет, аудит", № 3, 1999.
8. Биржевая деятельность. / Под ред. Грязновой А.Г., Корнеевой Р.В., Галанова В.А. - М., 1995.
9. Балабанов В.С. и др. Рынок ценных бумаг. Коммерческая азбука - М., 1994.
10. Белых Л.П. Основы финансового рынка. – М., 1999.
11. Бобылев Ю.А. Словарь банковско-биржевой лексики. – М., 1992.
12. Буглай В.Б., Ливенцев Н.И. Международные экономические отношения. - М., 1996.
13. Букевич И., Гуринович А. Оффшор – копилка для денег под крышей закона. – "Национальная экономическая газета", № 11, 1997.
14. Бункина М.К. Валютный рынок. - М., 1995.
15. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. - М., 1998.
16. Валютный рынок и валютное регулирование. / Под ред. Платоновой Н.А. - М., 1996.
17. Валютный рынок и валютное регулирование: Уч. пособие./ Под ред. Т.Р. Антоновского.- М., 1996.
18. Вардеванян Г. Валютная политика и макроэкономическое равновесие. – "Белорусский экономический журнал", № 2, 1998.
19. Власкин Ю., Дашкевич В. О бесплатности для народа эмиссионных денег. – "Белорусский рынок", № 35, 1996.
20. Воловик А.М., Голда З.К. Основы биржевой деятельности. – М., 1994.
21. Воробьев И. Обсуждаются основные экономические документы на 1999 год. – "Национальная экономическая газета", № 4, 1999.
22. Гаврилов В. Почему мы не можем стабилизировать валютный курс? – "Банковский вестник", № 9, 1999.
23. Гаврилов В., Красная Т. Валютный рынок Республики Беларусь: диагностика состояния. - "Банковский вестник", май 2002.
24. Гастон Дефоссе. Фондовая биржа и биржевые операции. – М., 1992.
25. Гусаков Б. Лизинг – катализатор экономического роста. – "Финансы, учет, аудит", № 12, 1999.
26. Давыдов А. Применение векселя в товарных схемах. – "Финансы, учет, аудит", № 7-8, 1998.
27. Деньги, кредит, банки./Под ред. Кравцовой Г.И. - Мн., 2003.
28. Жук Е.Ф. Ценные бумаги и фондовые биржи. – М., 1995.



29. Ермакова Н. Кредитные риски. Как от них уйти? – “Финансы, учет, аудит”, № 3, 1999.
30. Ибрагимова Л.Ф. Рынок срочных сделок. – М., 1999.
31. Иванов В.В. Как надежно и выгодно вкладывать деньги в коммерческие банки. – М., 1996.
32. Калимов Д.А. Фондовое право: правовое регулирование рынка ценных бумаг. – М., 1995.
33. Киблов В.А. Новые аспекты валютного регулирования. Банковский вестник, Июль, 2004.
34. Колб Роберт У. Финансовые дериваты. – М., 1997.
35. Концепция функционирования и развития фондового рынка в Республике Беларусь. – Минск, 1997. Информационный бюллетень Комитета по ценным бумагам при Министерстве финансов Республики Беларусь, 1997, № 11.
36. Кривоносов М. Оффшорные центры - убежища для капиталов и прибылей, или Несколько слов о финансовом секторе Беларуси. – “Финансы, учет, аудит”, № 11, 1996.
37. Кузнецов М.В., Овчинников А.С. Технический анализ рынка ценных бумаг. – М., 1996.
38. Лобанов А., Калечиц С. Механизм обеспечения стабильности национальной валюты. – “Банковский вестник”, № 34, 2004 г.
39. Лученко А. Денежно – кредитная политика и развитие реального сектора экономики. – “Финансы, учет, аудит”, № 5, 1998.
40. Ляшенко В.И. Фондовые индексы и рейтинги. – Донецк, 1998.
41. Маркусенко М. Валютный рынок республики нуждается в преобразованиях. – “Финансы, учет, аудит”, № 2, 1997.
42. Маркусенко М. Валютный курс и деловая активность. – “Финансы, учет, аудит”, № 7-8, 1998.
43. Мартынова О.И. Учет ценных бумаг в коммерческих банках. – М., 1996.
44. Медведева Е. Валютная политика как часть макроэкономической политики. – “Финансы, учет, аудит”, № 3, 1999.
45. Международные экономические отношения / Под ред. Рыбалкина В.Е. – М., 1997.
46. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения./ Под ред. Красавиной Л.Н. – М., 1994.
47. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М., 1995.
48. Мороз Л.Н. Правовые основы РЦБ. – Минск, 1996.
49. Никитенко П. Белорусская модель социально-экономического совершенствования – эффективная система президентского управления государством, развития науки и практики. – “Финансы, учет, аудит”, №1, 2005.
50. Носкова И.Я. Международные валютно-кредитные отношения. – М., 1995.
51. Носкова И.Я. Валютные и финансовые операции: Учебник. – М., 1998.
52. Овчинников О.Г. Игры на рынке валютных фьючерсов. – М., 1995.
53. Организация рынка ценных бумаг в Республике Беларусь./ Под ред. Семенова А.Ю., Шухно В.М. – Мн., 1999.
54. Основы банковского дела. / Под ред. Ю.М. Ясинского. – Мн., 1999.
55. Основы экономики в вопросах и ответах. – Ростов на Дону, 1996.
56. Пейбро. Международные экономические и валютно-финансовые отношения. – М., 1994.

57. Первозванский А.А., Первозванская Г.Н. Финансовый рынок: расчет и риск.- М., 1994.
58. Пупликов С.И. Валютные операции: Методология и методика валютных операций в трансформационной экономике. - Мн., 2002.
59. Райзберг Б.А. Рыночная экономика. – М., 1995.
60. Раковец А. Проблемы денежно – кредитной политики на современном этапе. Как их разрешить? – “Финансы, учет, аудит”, № 3, 1999.
61. Региональный рынок ценных бумаг: особенности, проблемы и перспективы. / Под ред. Бердниковой Т.Б. – М., 1996.
62. Рудый К. Оптимальная политика обменного курса в Республике Беларусь. – “Банковский вестник”, июнь 2002.
63. Русакевич И. Приемлемый продукт по приемлемой цене. Задачи государственного регулирования денежно-кредитных отношений в Республике Беларусь. – “Финансы, учет, аудит”, № 3, 1999.
64. Рэдхэд К., Хьюс С. Управление финансовыми рисками. / Пер. с англ. – М., 1996.
65. Рынок ценных бумаг. / Под ред. Галанова В.А., Басова А.И. – М., 1996.
66. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты./ Под ред. Торкановского В.С. - С.-Пт., 1994.
67. Семенов К.А. Международные валютные и финансовые отношения. - М., 1999.
68. Свиридович В. Нацбанк: политика по нарастающей. - “ФУА”, № 3, 1999.
69. Обухова И.И., Степанов В.И. Финансовый рынок: Учебн. пособие / Под ред. Обуховой И.И. - Брест: БГТУ, 2001.
70. Обухова И.И., Аверин А.В. Макроэкономические проблемы и перспективы Республики Беларусь. - «Вестник БГТУ. Экономика» - №3, 2005.
71. Степанов В.И., Обухова И.И. Шаг из круга, или муниципальные облигации и инвестиционный климат СЭЗ. – “СЭЗ”, № 5-6, 1999.
72. Степанов В.И., Обухова И.И. Диагностика инвестиционных потоков – ключ к оздоровлению экономики. – “СЭЗ”, № 11-12, 1999.
73. Скоу Нильс. Финансы и управление. - Варшава, 1994.
74. Стоянова Е.И. Финансовый менеджмент в условиях инфляции. - М., 1994.
75. Таганов Д.Н. Акции и биржа. – М., 1991.
76. Тарасов В.И. Деньги, кредит, банки: Уч. пособие. - Мн., 2003.
77. Тарасов В.И. Денежно-кредитная политика и инфляция. – “ФУА”, № 9, 2000.
78. Теория финансов. / Под ред. Заяц Н.Е., Фисенко М.К. – Мн., 1997.
79. Тесли П.Н. Международные финансовые рынки. - Новосибирск, 1995.
80. Ткачук М.И. Государственный бюджет. - Мн., 1995.
81. Тинников С. Депозитарий и реестродержатель: права и ответственность. – “Белорусский рынок”, № 9, 1997.
82. Тихонов Р. Ю., Тихонов Ю.Р. Фондовый рынок. - Мн., 2000.
83. Тихонов Р. Развитие рынка государственных ценных бумаг – ключевое звено финансовой политики государства. – “Финансы, учет, аудит”, № 7-8, 1996.
84. Ужичин С. Рынок местных (муниципальных) облигаций. – “Финансы, учет, аудит”, № 12, 1996.
85. Усоский В. Экономика и банки. – “Финансы, учет, аудит”, № 4, 2000.
86. Фельдман А.А. Основы рынка производных ценных бумаг. – М., 1996.

87. Финансовое управление компанией. / Под ред. Кузнецовой Е. В. – М., 1996.
88. Ценные бумаги. Сборник законодательных и нормативных документов по выпуску и обращению ценных бумаг в Республике Беларусь. – Мн., 1997.
89. Черкасов В.Е. Практическое руководство по финансово – экономическим расчетам. – М., 1995.
90. Четыркин Е.А. Методы финансовых и коммерческих расчетов. – М., 1992.
91. Шевцов А. Что такое факторинговые операции? – “Национальная экономическая газета”, № 11, 1997.
92. Шелег Е.М. Рынок ценных бумаг: Учеб. Пособие / Под ред. Е.М. Шелег. – Мн.: БГЭУ, 2000.
93. Шерри Де Ковни, Кристиан Такки. Стратегия хеджирования. – М., 1996.
94. Шипилов Д., Крюков В., Травников Ю. Электронная коммерция. О финансах без романтики. – “Подводная лодка”, № 5, 2000.
95. Штиллих Отто. Биржа и ее деятельность. Пер с нем. – М., 1992.
96. Шулековский В. Валютный контроль в мировой финансовой системе. // Банковский вестник, май 2003.
97. Энд Максимо и др. Мировые финансы. Пер. с англ. – М., 1998.

## **НОРМАТИВНАЯ БАЗА**

1. Закон Республики Беларусь “О банках и банковской деятельности в Республике Беларусь”, принят в 1990 г. с изменениями и дополнениями 1992 и 1994 г.г.- Банковский вестник, № 9, 1995.
2. Закон Республики Беларусь “О бюджетной системе Республики Беларусь” Принят в 1993 г.
3. Закон Республики Беларусь “О предприятиях в Республике Беларусь”. Принят в 1990 г. с изменениями и дополнениями 1992г., 1993 г.
4. Закон Республики Беларусь “О разгосударствлении и приватизации государственности в Республике Беларусь” Принят в 1993 г. с изменениями и дополнениями 1995 г., 1996 г.
5. Закон Республики Беларусь “О бюджетной системе Республики Беларусь”, принят в 1993 г.
6. Закон Республики Беларусь “О внутреннем государственном долге Республики Беларусь”, принят в 1993 г.
7. Закон Республики Беларусь “Об именных приватизационных чеках”, принят в 1993 г. с изменениями 1994 г.
8. Закон Республики Беларусь “О залоге”, принят в 1994 г.
9. Закон Республики Беларусь “О собственности в РБ”, принят в 1995г.
10. Закон “Об акционерных обществах, обществах с ограниченной ответственностью и обществах с дополнительной ответственностью”, принят в 1995 г.
11. Закон РБ “О ценных бумагах и фондовых биржах”, принят в 1996 г.
12. Закон Республики Беларусь “О свободных экономических зонах”, принят в 1998г.

13. Закон Республики Беларусь "О депозитарной деятельности и Центральном депозитари в Республике Беларусь", принят в 1999 г.
14. Закон Республики Беларусь «О валютном регулировании и валютном контроле», принят 22.07.2003 г.
15. Банковский кодекс Республики Беларусь. – Мн., 2000 г.
16. "Положение об уполномоченных депозитариях" От 17.12.1996, № 819, с дополнениями от 20.12.1997.
17. "Временные правила торговли депозитными сертификатами на Биржах Республики Беларусь" от 28.02.1992, № 10.
18. "Временные правила выпуска и обращения векселей в народном хозяйстве", 1992.
19. "Положение о порядке проведения валютных операций на территории Республики Беларусь", 1996 г.
20. "Правила фьючерсной торговли Белорусской фондовой биржи", 1996 г. .
21. "Положение о лизинге на территории Республики Беларусь", 1997 г.
22. "Правила проведения закрытого аукциона по размещению ГДО с купонным доходом", 1997 г.
23. "Правила проведения закрытого аукциона по размещению ГДО с купонным доходом", 1997 г.
24. "Правила учета и расчетов по операциям Нацбанка РБ с ГДО с купонным доходом", 1998 г.
25. "Методика размещения денежных средств в ценные бумаги первого Брестского целевого облигационного жилищного займа", 1998.
26. "Общие условия выпуска, обращения и погашения ценных бумаг первого Брестского целевого облигационного жилищного займа", 1998.
27. О совершенствовании системы валютного регулирования и валютного контроля в Республике Беларусь. Указ Президента Республики Беларусь № 87 от 23.02.2000 // Банковский вестник, 2000, № 8.

## **ПЕРИОДИЧЕСКИЕ ИЗДАНИЯ**

1. "Банковский вестник", 1995 г.- № 4; 1996 г.- №№ 1, 3, 7, 12; 1997 г.- №№ 9,17; 2000 г. - № 2, 8; 2004 г. - №№ 5, 8.
2. "Белорусская деловая газета", 1994 г. - №№ 40, 58; 1996 г.- № 6;1997 г.- №16, 19, 29.
3. "Белорусский рынок", 1996 г.- №№ 12, 22, 35; 1997 г.- №№ 9, 13, 17, 29.
4. "Белорусский экономический журнал", 2004 г. – №1-2.
5. "Буг. СЭЗ – Брест", 1997г. - №1; 1998 г.- №№ 7, 8; 1999 г. - №№ 1- 2, 5-6, 11-12.
6. "Национальная экономическая газета", 1996 г. – №№ 9, 26, 40, 69; 1997 г.- №№ 11, 17; 1999 г.- №№ 4,5,6,7; 2003 г. – №47; 2004 г. - №№ 62, 66.
7. "Финансы, учет, аудит", 1995 г.- №№ 6; 1996 г.- №№ 7, 8, 12; 1997 г.- № 2, 9; 1998 г.- №№ 7-8; 1999 г.- №№ 3,12; 2000 г. - № 4, 9; 2005 г. - №1.
8. "Рынок ценных бумаг", 2000 г. - № 13.
9. "Подводная лодка", 2000 г. - № 5.

## ПРИЛОЖЕНИЯ

Таблица 1 - Показатели текущей стоимости PVF<sup>1</sup>

Период	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%
1	.990	.980	.971	.962	.952	.943	.935	.926	.917	.909	.901
2	.980	.961	.943	.925	.907	.890	.873	.857	.842	.826	.812
3	.971	.942	.915	.889	.864	.840	.816	.794	.772	.751	.731
4	.961	.924	.888	.855	.823	.792	.763	.735	.708	.683	.659
5	.951	.906	.863	.822	.784	.747	.713	.681	.650	.621	.593
6	.942	.888	.837	.790	.746	.705	.666	.630	.596	.564	.535
7	.933	.871	.813	.760	.711	.665	.623	.583	.547	.513	.482
8	.923	.853	.789	.731	.677	.627	.582	.540	.502	.467	.434
9	.914	.837	.766	.703	.645	.592	.544	.500	.460	.424	.391
10	.905	.820	.744	.676	.614	.558	.508	.463	.422	.386	.352
11	.896	.804	.722	.650	.585	.527	.475	.429	.388	.350	.317
12	.887	.789	.701	.625	.557	.497	.444	.397	.356	.319	.286
13	.879	.773	.681	.601	.530	.469	.415	.368	.326	.290	.258
14	.870	.758	.661	.577	.505	.442	.388	.340	.299	.263	.232
15	.861	.743	.642	.555	.481	.417	.362	.315	.275	.239	.209
16	.853	.728	.623	.534	.458	.394	.339	.292	.252	.218	.188
17	.844	.714	.605	.513	.436	.371	.317	.270	.231	.198	.170
18	.836	.700	.587	.494	.416	.350	.296	.250	.212	.180	.153
19	.828	.686	.570	.475	.396	.331	.277	.232	.194	.164	.138
20	.840	.673	.554	.456	.377	.312	.258	.215	.178	.149	.124
21	.811	.660	.538	.439	.359	.294	.242	.199	.164	.135	.112
22	.803	.647	.522	.422	.342	.287	.226	.184	.150	.123	.101
23	.795	.634	.507	.406	.326	.262	.211	.170	.138	.112	.091
24	.788	.622	.492	.390	.310	.247	.197	.158	.126	.102	.082
25	.780	.610	.478	.375	.295	.233	.184	.146	.116	.092	.074
30	.742	.552	.412	.308	.231	.174	.131	.099	.075	.057	.044
35	.706	.500	.355	.253	.181	.130	.094	.068	.049	.033	.026
40	.672	.453	.307	.208	.142	.097	.067	.046	.032	.022	.015
45	.639	.410	.264	.171	.111	.073	.048	.031	.021	.014	.009

<sup>1</sup>/73/, стр.123, табл.12

Продолжение таблицы 1

Период	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%	25%	30%	35%
1	.893	.885	.877	.870	.862	.855	.847	.840	.833	.080	.769	.741
2	.797	.783	.769	.756	.743	.731	.718	.706	.694	.640	.592	.549
3	.712	.693	.675	.658	.641	.624	.609	.593	.579	.512	.455	.406
4	.636	.613	.592	.572	.552	.534	.516	.499	.482	.410	.350	.301
5	.567	.543	.519	.497	.476	.456	.437	.419	.402	.328	.269	.223
6	.507	.480	.456	.432	.410	.390	.370	.352	.335	.262	.207	.165
7	.452	.425	.400	.376	.354	.333	.314	.296	.279	.210	.159	.122
8	.404	.376	.351	.327	.305	.285	.266	.249	.233	.168	.123	.091
9	.361	.333	.308	.284	.263	.243	.225	.209	.194	.134	.094	.067
10	.322	.295	.270	.247	.227	.208	.191	.176	.162	.107	.073	.050
11	.287	.261	.237	.215	.195	.178	.162	.148	.135	.086	.056	.037
12	.257	.231	.208	.187	.168	.152	.137	.124	.112	.069	.043	.027
13	.229	.204	.182	.163	.145	.130	.116	.104	.093	.055	.033	.020
14	.205	.181	.160	.141	.125	.111	.099	.088	.078	.044	.025	.015
15	.183	.160	.140	.123	.108	.095	.084	.074	.065	.035	.022	.011
16	.163	.141	.126	.107	.093	.081	.071	.062	.054	.028	.015	.008
17	.146	.125	.108	.093	.080	.069	.060	.052	.045	.023	.012	.006
18	.130	.111	.095	.081	.069	.059	.051	.044	.038	.018	.009	.005
19	.116	.098	.083	.070	.060	.051	.043	.037	.031	.014	.007	.003
20	.104	.086	.073	.061	.051	.043	.037	.031	.026	.012	.005	.002
21	.093	.077	.064	.053	.044	.037	.031	.026	.022	.009	.004	.002
22	.083	.066	.055	.046	.038	.032	.026	.022	.018	.007	.003	.001
23	.074	.060	.049	.040	.033	.027	.022	.018	.015	.006	.002	.001
24	.066	.053	.043	.035	.028	.023	.019	.015	.013	.005	.002	.001
25	.059	.047	.038	.030	.024	.020	.016	.013	.010	.004	.001	.001
30	.033	.027	.020	.015	.012	.009	.007	.005	.004	.001		
35	.019	.014	.010	.008	.006	.004	.003	.002	.002			
40	.011	.008	.005	.004	.003	.002	.001	.001	.001			
45	.006	.004	.003	.002	.001	.001	.001					

**Таблица 2 - Показатели текущей стоимости аннуитета PVFA <sup>2</sup>**

Период	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%
1	.990	.980	.971	.962	.952	.943	.935	.926	.917	.909	.901
2	1.970	1.942	1.913	1.886	1.859	1.833	1.808	1.783	1.759	1.736	1.713
3	2.941	2.884	2.829	2.775	2.723	2.673	2.624	2.577	2.531	2.487	2.444
4	3.902	3.808	3.717	3.630	3.546	3.465	3.387	3.312	3.240	3.170	3.102
5	4.853	4.713	4.580	4.452	4.329	4.212	4.100	3.993	3.890	3.791	3.696
6	5.795	5.601	5.417	5.242	5.076	4.917	4.767	4.623	4.486	4.355	4.231
7	6.728	6.472	6.230	6.002	5.786	5.582	5.389	5.206	5.033	4.868	4.712
8	7.652	7.326	7.020	6.733	6.463	6.210	5.971	5.747	5.535	5.335	5.146
9	8.566	8.162	7.786	7.435	7.108	6.802	6.515	6.247	5.995	5.759	5.537
10	9.471	8.983	8.530	8.11	7.722	7.360	7.024	6.710	6.418	6.145	5.899
11	10.368	9.787	9.253	8.760	8.306	7.887	7.499	7.139	6.805	6.495	6.207
12	11.255	10.575	9.954	9.385	8.863	8.384	7.943	7.538	7.161	6.814	6.492
13	12.134	11.348	10.635	9.986	9.394	8.853	8.358	7.904	7.487	7.013	6.750
14	11.004	12.106	11.296	10.563	9.899	9.295	8.745	8.244	7.786	7.367	6.982
15	13.865	12.849	11.938	11.118	10.380	9.712	9.108	8.560	8.061	7.607	7.19
16	14.718	13.578	12.561	11.652	10.838	10.106	9.447	8.851	8.313	7.824	7.379
17	15.562	14.292	13.166	12.166	11.274	10.477	9.763	9.122	8.544	8.022	7.549
18	16.398	14.992	13.754	12.659	11.690	10.828	10.059	9.372	8.756	8.201	7.702
19	17.226	15.679	14.324	13.134	12.085	11.158	10.336	9.604	8.950	8.365	7.839
20	18.046	16.352	14.878	13.590	12.462	11.470	10.594	9.818	9.126	8.514	7.963
21	18.857	17.011	15.415	14.029	12.821	11.764	10.836	10.017	9.292	8.649	8.075
22	19.661	17.658	15.937	14.451	13.163	12.042	11.061	10.201	9.442	8.772	8.176
23	20.456	18.292	16.444	14.857	13.489	12.303	11.272	10.371	9.580	8.883	8.266
24	21.244	18.914	16.936	15.247	13.799	12.550	11.469	10.529	9.707	8.985	8.348
25	22.023	19.524	17.413	15.622	14.094	12.783	11.654	10.675	9.823	9.077	8.422
30	25.808	22.396	19.601	17.292	15.373	13.765	12.409	11.258	10.274	9.427	8.694
35	29.409	24.999	21.487	18.665	16.374	14.498	12.948	11.655	10.567	9.644	8.855
40	32.835	27.356	23.115	19.793	17.159	15.046	13.332	11.925	10.757	9.779	8.951
45	36.095	29.490	24.519	20.720	17.774	15.456	13.606	12.108	10.881	9.863	9.008
50	39.196	31.424	25.730	21.482	18.256	15.762	13.801	12.233	10.962	9.915	9.042

<sup>2</sup> /73/, стр 129, т.14

Продолжение таблицы 2

Период	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%	25%	30%	35%
1	.893	.885	.887	.870	.862	.855	.847	.840	.833	.800	.769	.741
2	1.690	1.668	1.647	1.626	1.605	1.585	1.566	1.547	1.528	1.440	1.361	1.289
3	2.402	2.361	2.322	2.283	2.246	2.210	2.174	2.140	2.106	1.952	1.816	1.696
4	3.037	2.974	2.914	2.855	2.798	2.743	2.690	2.639	2.589	2.362	2.166	1.997
5	3.605	3.517	3.433	3.352	3.274	3.199	3.127	3.058	2.991	2.689	2.436	2.220
6	4.11	3.998	3.889	3.784	3.685	3.589	3.498	3.410	3.326	2.951	2.643	2.385
7	4.564	4.423	4.288	4.160	4.039	3.922	3.812	3.706	3.605	3.161	2.802	2.508
8	4.968	4.799	4.639	4.487	4.344	4.207	4.078	3.954	3.837	3.329	2.925	2.598
9	5.328	5.132	4.946	4.772	4.607	4.451	4.303	4.163	4.031	3.463	3.019	2.665
10	5.650	5.426	5.216	5.019	4.833	4.659	4.494	4.339	4.192	3.570	3.092	2.715
11	5.938	5.687	5.453	5.234	5.029	4.836	4.656	4.486	4.327	3.656	3.147	2.752
12	6.194	5.918	5.660	5.421	5.197	4.988	4.793	4.611	4.439	3.725	3.190	2.779
13	6.424	6.122	5.842	5.583	5.342	5.118	4.910	4.715	4.533	3.780	3.223	2.799
14	6.628	6.302	6.002	5.724	5.468	5.229	5.008	4.802	4.611	3.824	3.249	2.814
15	6.811	6.462	6.142	5.847	5.575	5.324	5.092	4.876	4.675	3.859	3.268	2.825
16	6.974	6.604	6.265	5.954	5.668	5.405	5.162	4.938	4.730	3.887	3.283	2.834
17	7.120	6.729	6.373	6.047	5.749	5.475	5.222	4.990	4.775	3.910	3.295	2.840
18	7.250	6.840	6.467	6.128	5.818	5.534	5.273	5.033	4.812	3.928	3.304	2.844
19	7.366	6.938	6.550	6.198	5.877	5.584	5.316	5.070	4.843	3.942	3.311	2.848
20	7.469	7.025	6.623	6.259	5.929	5.628	5.353	5.101	4.870	3.954	3.316	2.850
21	7.562	7.102	6.687	6.312	5.973	5.665	5.384	5.127	4.891	3.963	3.320	2.852
22	7.645	7.170	6.743	6.359	6.011	5.696	5.410	5.149	4.909	3.970	3.323	2.853
23	7.718	7.230	6.792	6.399	6.044	5.723	5.432	5.167	4.925	3.976	3.325	2.854
24	7.784	7.283	6.835	6.434	6.073	5.746	5.451	5.182	4.937	3.981	3.327	2.855
25	7.843	7.330	6.873	6.464	6.097	5.766	5.467	5.195	4.948	3.985	3.329	2.856
30	8.055	7.496	7.003	6.566	6.177	5.829	5.517	5.235	4.979	3.995	3.332	2.857
35	8.176	7.586	7.070	6.617	6.215	5.858	5.539	5.251	4.992	3.998	3.333	2.857
40	8.244	7.634	7.105	6.642	6.233	5.871	5.548	5.258	4.997	3.999	3.333	2.857
45	8.283	7.661	7.123	6.654	6.242	5.877	5.552	5.261	4.999	4.000	3.333	2.857
50	8.304	7.675	7.133	6.661	6.246	5.880	5.554	5.262	4.999	4.000	3.333	2.857



## ОГЛАВЛЕНИЕ

ПРЕДИСЛОВИЕ.....	3
<u>Часть 1. ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК В ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИСТЕМЕ ОБЩЕСТВА</u> .....	7
ГЛАВА 1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ФИНАНСОВОГО РЫНКА.....	7
1.1. СТРУКТУРА ФИНАНСОВОГО РЫНКА, ЕГО ФУНКЦИИ И ЗНАЧЕНИЕ В РЫНОЧНОЙ ЭКОНОМИКЕ .....	7
1.2. СУБЪЕКТЫ И УЧАСТНИКИ ФИНАНСОВОГО РЫНКА .....	12
1.3. МЕЖДУНАРОДНЫЙ КРЕДИТНО-ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК.....	16
1.3.1. Характеристика мирового финансового рынка .....	16
1.3.2. Международные валютные единицы.....	19
1.3.3. Европейский финансовый рынок.....	20
1.3.4. Оффшорный бизнес на финансовом рынке.....	21
1.4. ВОПРОСЫ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ.....	23
1.5. ЗАДАЧИ И СИТУАЦИИ К ГЛАВЕ 1.....	24
ГЛАВА 2. БИРЖЕВАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ .....	25
2.1. ХАРАКТЕРИСТИКА БИРЖЕВОГО РЫНКА.....	25
2.2. ЭКОНОМИЧЕСКИЙ МЕХАНИЗМ ФОНДОВОЙ БИРЖИ .....	28
2.3. ОРГАНИЗАЦИЯ ВАЛЮТНОЙ БИРЖИ.....	33
2.4. СОВРЕМЕННЫЕ МЕТОДЫ ОРГАНИЗАЦИИ ФИНАНСОВОГО РЫНКА.....	36
2.5. ВОПРОСЫ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ .....	40
2.6. ЗАДАЧИ И СИТУАЦИИ К ГЛАВЕ 2.....	40
2.7. ОСНОВНАЯ ЛИТЕРАТУРА К 1-й ЧАСТИ ПОСОБИЯ .....	41
<u>Часть 2. ВАЛЮТНЫЕ ОТНОШЕНИЯ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК</u> .....	42
ГЛАВА 3. РЫНОК КАССОВЫХ ОПЕРАЦИЙ С ВАЛЮТОЙ.....	42
3.1. ОСНОВЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ВАЛЮТНОГО РЫНКА .....	42
3.1.1. Значение валютных отношений в мировой экономике.....	42
3.1.2. Валютные рынки, их разновидности и особенности.....	44
3.2. КАССОВЫЕ ВАЛЮТНЫЕ СДЕЛКИ.....	47
3.2.1. Сущность и значение наличных операций с валютой.....	47
3.2.2. Валютный курс и его регулирование .....	48
3.2.3. Котировка валютного курса.....	52
3.2.4. Технический анализ валютного курса.....	55
3.3. ВОПРОСЫ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ .....	59
3.4. ЗАДАЧИ И СИТУАЦИИ К ГЛАВЕ 3 .....	59

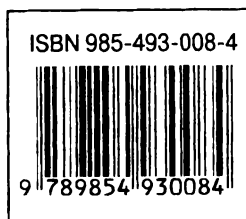
ГЛАВА 4. РЫНОК СРОЧНЫХ СДЕЛОК.....	60
4.1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РЫНКА СРОЧНЫХ СДЕЛОК.....	60
4.2. ФОРВАРДНЫЕ ОПЕРАЦИИ С ВАЛЮТОЙ .....	63
4.2.1. Особенности форвардного рынка.....	63
4.2.2. Способы котировки форвардного курса.....	64
4.3. ФЬЮЧЕРСНЫЕ КОНТРАКТЫ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ .....	67
4.3.1. Цели и особенности фьючерсной торговли .....	67
4.3.2. Характеристика рынка финансовых фьючерсов.....	70
4.3.3. Хеджирование и спекуляции на фьючерсном рынке.....	74
4.4. ОПЦИОН НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ.....	77
4.4.1. Типы опционов.....	77
4.4.2. Валютные опционы .....	79
4.5. ИНСТРУМЕНТЫ ПОКРЫТИЯ ПРОТИВ РИСКА НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ ..83	
4.5.1. Регулирование риска открытых валютных позиций .....	83
4.5.2. Хеджирование процентного риска на валютном рынке.....	84
4.6. ВОПРОСЫ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ .....	90
4.7. ЗАДАЧИ И СИТУАЦИИ К ГЛАВЕ 4.....	90
4.8. ОСНОВНАЯ ЛИТЕРАТУРА КО 2-Й ЧАСТИ УЧЕБНОГО ПОСОБИЯ.....	91
<u>Часть 3. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕСУРСЫ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ .....</u>	<u>92</u>
ГЛАВА 5. РЫНОК ССУДНОГО КАПИТАЛА .....	92
5.1. ССУДНЫЕ ОПЕРАЦИИ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ.....	92
5.1.1. Основы кредитных отношений .....	92
5.1.2. Виды и особенности кредита.....	96
5.2. РОЛЬ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ .....	103
5.2.1. Экономическая сущность процентной ставки .....	103
5.2.2. Разновидности ставок на рынке ссудного капитала.....	104
5.3. СПОСОБЫ НАЧИСЛЕНИЯ ПРОЦЕНТОВ НА РЫНКЕ ССУДНОГО КАПИТАЛА.....	106
5.4. СПОСОБЫ ПОКРЫТИЯ КРЕДИТНОГО РИСКА.....	109
5.4.1. Виды рисков на рынке ссудного капитала.....	109
5.4.2. Стратегия защиты от процентных рисков .....	111
5.4.3. Покрытие кредитных рисков с помощью операций на срок.....	114
5.5. ВОПРОСЫ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ .....	116
5.6. ЗАДАЧИ И СИТУАЦИИ К ГЛАВЕ 5.....	116
5.7. ОСНОВНАЯ ЛИТЕРАТУРА К ГЛАВЕ 5.....	117

ГЛАВА 6. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ .....	118
6.1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ФОНДОВОГО РЫНКА .....	118
6.2. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ .....	124
6.3. ОБЛИГАЦИИ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ .....	128
6.3.1. Структура рынка облигаций .....	128
6.3.2. Определение стоимости и цены облигации .....	130
6.3.3. Доходность облигаций .....	133
6.4. РОЛЬ АКЦИЙ В ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТРАТЕГИИ ПРЕДПРИЯТИЯ .....	135
6.4.1. Виды акций и их особенности .....	135
6.4.2. Методы определения стоимости акций .....	137
6.5. ВОПРОСЫ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ .....	141
6.6. ЗАДАЧИ И СИТУАЦИИ К ГЛАВЕ 6 .....	142
6.7. ОСНОВНАЯ ЛИТЕРАТУРА К ГЛАВЕ 6 .....	142
ГЛАВА 7. ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ .....	143
7.1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ТЕНДЕНЦИИ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ .....	143
7.2. ЗНАЧЕНИЕ ФИНАНСОВОГО РЫНКА В РЕШЕНИИ СОЦИАЛЬНО- ЭКОНОМИЧЕСКИХ ПРОБЛЕМ ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКИ .....	152
7.3. ПУТИ, ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ НАЦИОНАЛЬНОГО ВАЛЮТНОГО РЫНКА .....	158
7.4. КРЕДИТНЫЙ РЫНОК И ПЕРСПЕКТИВЫ ЕГО РАЗВИТИЯ .....	164
7.5. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ И ЕГО РОЛЬ В РАЗВИТИИ ЭКОНОМИКИ .....	169
7.5. ЗНАЧЕНИЕ РЫНКА МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЦЕССАХ .....	173
7.6. ВОПРОСЫ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ .....	177
ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....	178
РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА .....	180
НОРМАТИВНАЯ БАЗА .....	183
ПЕРИОДИЧЕСКИЕ ИЗДАНИЯ .....	184
<u>Приложения</u> . Таблица 1 - Показатели текущей стоимости PVF .....	185
Таблица 2 - Показатели текущей стоимости аннуитета PVFA .....	187

**УЧЕБНОЕ ИЗДАНИЕ**

Обухова Инна Ивановна

# **ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК**



Редактор Строкач Т. В.  
Научный и технический редактор Обухова И. И.  
Компьютерный набор Обухова И. И.  
Компьютерная верстка Обухова И. И.  
Дизайн обложки Аверин А. В.  
Корректор Никитчик Е. В.

Учебное пособие печатается по оригинал-макету автора.

ИЗДАТЕЛЬСТВО БРЕСТСКОГО ГОСУДАРСТВЕННОГО ТЕХНИЧЕСКОГО УНИВЕРСИТЕТА  
(Лицензия № 02330/ 0133017 от 30.04.2004 г.)

Подписано к печати 11.04.2005 г. Формат 60 x 84 / 16. Усл. печ. л. 11,6. Уч. изд. л. 12,0.  
Тираж 250 экз. Заказ № 439. Отпечатано на ризографе учреждения образования  
«Брестский государственный технический университет».

224017, г. Брест, ул. Московская, 267.  
Лицензия № 02330/ 0148711 от 30.04.2004 г.