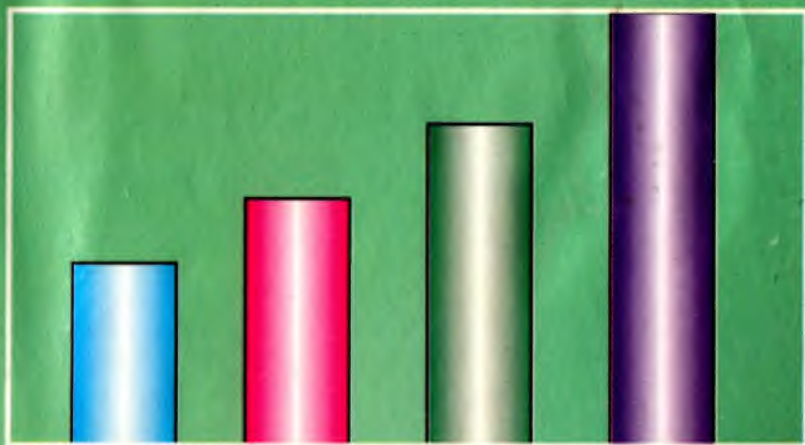


# ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ И ИНСТРУМЕНТЫ

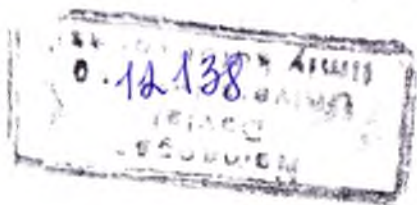


МИНИСТЕРСТВО ВЫСШЕГО И СРЕДНЕГО  
СПЕЦИАЛЬНОГО ОБРАЗОВАНИЯ  
РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

О.М. АЗИЗОВ  
З. КАРИМОВА

# ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ И ИНСТРУМЕНТЫ

*Рекомендовано Министерством высшего и среднего  
специального образования в качестве учебного пособия  
для студентов-магистрантов экономических специальностей  
высших учебных заведений*



Ташкент — 2006  
Национальное общество философов Узбекистана

УДК 336: 339.13.012

ББК 65.9 (2) 26

Рецензенты:

**О. Ю. Рашидов** – доктор экономических наук, профессор, зав. кафедрой “Международные финансы”

**О. Ш. Нормуродов** – ответственный работник Министерства финансов Республики Узбекистан

Разработано и издано в рамках проекта TEMPUS-TACIS  
“Развитие магистерских программ по экономике”

**Азизов О.М.**

Финансовые рынки и инструменты: Учебное пос. для вузов. — Т.: НОФУ, 2006. — 204 с.

Это учебное пособие – первая попытка создания учебного пособия по финансовым рынкам и их инструментам, на основании проведенных исследований в этой области. В настоящем учебном пособии представлены основы теории и практики финансовых рынков мира и производных финансовых инструментов, а также функционирования рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан. В нем рассматриваются модели финансовых рынков и виды финансовых инструментов.

Учебное пособие предназначено для магистрантов и студентов экономических специальностей вузов, колледжей и лицеев, изучающих курсы “Финансы”, “Рынок ценных бумаг”, а также для широкого круга читателей, интересующихся вопросами функционирования финансового рынка.

© Азизов О.М., 2006

© Национальное общество философов  
Узбекистана, 2006

## СОДЕРЖАНИЕ

Введение .....	5
<b>Глава 1. Модели финансового рынка</b>	
1.1. Понятие модели финансового рынка .....	7
1.1.1. Исторические предпосылки формирования различных моделей рынка ценных бумаг .....	7
1.1.2. Две модели финансовой системы .....	10
1.1.3. Факторы, определяющие модель рынка ценных бумаг .....	13
1.2. Англосаксонская модель рынка ценных бумаг .....	17
1.2.1. Характеристика и особенности .....	17
1.2.2. США .....	18
1.2.3. Великобритания .....	20
1.3. Европейско-континентальная модель рынка ценных бумаг (основанная на банках) .....	23
1.3.1. Характеристика и особенности .....	23
1.3.2. Германия .....	24
<b>Глава 2. Валютные и универсальные биржи в системе финансового рынка</b>	
2.1. Основы организации биржевых валютных рынков .....	26
2.2. Валютные биржи как инструмент государственного контроля валютного курса и валютных резервов .....	31
2.3. Валютные биржи в структуре государственного контроля: международный опыт периода становления валютных бирж .....	35
2.4. Валютные биржи в современных системах контроля финансового рынка .....	39
2.5. Основы организации универсальных бирж .....	45
2.6. Валютный рынок Узбекистана .....	48
<b>Глава 3. Рынок капитала</b>	
3.1. Институциональная структура рынка капитала. Коммерческие банки ....	53
3.2. Присутствие банков с участием иностранного капитала в Узбекистане ...	54
3.3. Финансовые институты, отличные от коммерческих банков .....	58
3.4. Характеристики рынка капитала .....	60
3.5. Денежный рынок и банковский сектор Узбекистана .....	62
3.5.1. Денежно-кредитная политика .....	62
3.5.2. Развитие банковского сектора .....	63
<b>Глава 4. Модели рынка ценных бумаг в развитых странах</b>	
4.1. Ошибки в выборе модели рынка ценных бумаг .....	68
4.2. Принципы регулирования рынка ценных бумаг .....	70
4.3. Контролирование рынков для торговли ценными бумагами .....	75
4.3.1. Основы функционирования и контролирования рынков, созданных для обращения ценных бумаг .....	75
4.3.2. Системы торговли ценными бумагами .....	83

4.4. Клиринг и расчеты по сделкам .....	84
4.5. Рынок ценных бумаг Узбекистана .....	86
4.6. Тенденции в формировании портфеля ценных бумаг коммерческих банков Узбекистана .....	93
<b>Глава 5. Пути стимулирования развития финансового рынка</b>	
5.1. Зарубежная практика стимулирования инвестиций в акции .....	99
5.2. Налоговое стимулирование государством. Расширения доли персонала в акционерных капиталах предприятий. ....	104
<b>Глава 6. Экономический анализ финансовой структуры</b>	
6.1. Основные задачи мировой финансовой структуры .....	108
6.2. Операционные затраты .....	111
6.3. Асимметричная информация: неблагоприятный выбор. Моральная опасность (риск) .....	113
6.4. Проблема «лимонов»: как неблагоприятный выбор влияет на финансовую структуру .....	114
<b>Глава 7. Понятие хеджа и сущность хеджирования</b>	
7.1. Понятие хеджа .....	121
7.2. Сущность хеджирования .....	122
7.3. Финансовые инструменты, применяемые для хеджирования. Опцион. Понятие опциона. ....	125
7.3.1. Цена опциона .....	128
7.3.2. Методы оценки опционов .....	129
7.3.3. Расчет коэффициента хеджирования для опционов .....	131
7.4. Фьючерсы .....	131
7.4. 1. Принципы биржевой торговли фьючерсами. ....	132
7.4.2. Фьючерсное ценообразование .....	133
7.5. Своп .....	134
7.5.1. Понятие свопа .....	134
7.5.2. Процентный своп .....	136
7.5.3. Валютный своп .....	136
7.5.4. Свопы опционного характера .....	137
<b>Глава 8. Финансовые инструменты</b>	
8.1. Денежный рынок и инструменты .....	140
8.2. Иностранные фондовые рынки и их инструменты .....	147
8.3. Рынок ценных бумаг и его инструменты. ....	149
8.4. Своп-рынки и их инструменты. ....	156
8.5. Временная структура процентных ставок .....	159
8.6. Финансовые фьючерсы .....	166
8.7. Опционы .....	170
8.8. Первый взгляд на фундаментальную теорему оценки активов .....	173
Заключение .....	180
Глоссарий .....	183
Литература .....	188

## ВВЕДЕНИЕ

Финансовые рынки охватывают множество методов и инструментов для заимствования и предоставления ссуды, которые облегчают инвестицию, потребление, экономят время и позволяют выбрать удобное время при закупке и продаже товаров и услуг. Учебный курс «Финансовые рынки и инструменты» раскрывает особенности финансового рынка, который, в основном, служит для того, чтобы с его помощью государство и участники внешнеэкономической деятельности могли получать заемные средства.

Основу финансового рынка образуют денежный рынок и рынок капитала. Рынок ценных бумаг входит в структуру финансового рынка как его составная часть, объединяя сегменты денежного рынка и рынка капиталов. Он позволяет осуществить и ускорить переход капитала от денежной к производительной форме. На рынке ценных бумаг происходит перераспределение капиталов между отраслями и сферами экономики, между территориями и странами, между различными слоями населения. Рынок ценных бумаг, являясь одной из составляющих рыночной экономики, дает возможность через свои механизмы мобилизовать инвестиционные ресурсы в целях экономического роста, развития научно-технического прогресса, инновационной деятельности, освоения новых производств.

В Узбекистане формируется цивилизованный рынок ценных бумаг. С рыночными преобразованиями ситуация качественно изменилась: появились новые виды ценных бумаг, возрос их оборот и стал формироваться и развиваться рынок ценных бумаг. В результате приватизации государственных предприятий возникло множество акционерных обществ. Преобразование формы собственности привело к появлению потребности в инвестиционных ценных бумагах — акциях и облигациях частных коммерческих структур. В свою очередь, бюджетный кризис, задолженность государства, взаимозадолженность предприятий определили появление новых видов государственных и корпоративных ценных бумаг.

Финансовое обеспечение процесса завершения формирования рыночных отношений в экономике является важнейшей проблемой как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе. Создание эффективного фондового рынка выступает единственной альтернативой волевому распределению финансовых ресурсов, как это наблюдалось при господстве в стране командной экономики.

Развитый внутренний финансовый рынок мог бы существенно облегчить задачу интеграции в мировой финансовый рынок. Для понимания перспектив развития отечественного рынка ценных бумаг необходимо проанализировать, какие факторы определяют его развитие и структуру и каковы формы этой структуры.

Целью данного пособия является определение ключевых факторов, влияющих на формирование структуры рынка ценных бумаг и денежного рынка, а также анализ основных моделей существования и функционирования финансового рынка в мире.

Данное учебное пособие состоит из 8 глав.

Основными целями и задачами учебной дисциплины “Финансовые рынки и инструменты” является обучение магистрантов экономических специальностей основам финансового рынка и его финансовым инструментам, а также содействие в подготовке высококвалифицированных специалистов в различных областях рыночной экономики.

Изучение дисциплины “Финансовые рынки и инструменты” тесно связано со многими дисциплинами, предусмотренными учебным планом, в том числе такими, как “Финансы”, “Корпоративные финансы”, “Риск менеджмента”, “Макроэкономика”, “Финансы предприятий”, “Международные валютно-кредитные отношения”, “Статистика”.

Автор выражает искреннюю признательность руководству Ташкентского государственного экономического университета, в частности ректору университета, профессору Б.Ю. Ходиеву и профессору Венского Института Академических исследований (IHS, Вена, Австрия) Т.Балабанову за оказанную поддержку и помощь в создании учебного пособия.

*Автор*

## ВВЕДЕНИЕ

Финансовые рынки охватывают множество методов и инструментов для заимствования и предоставления ссуды, которые облегчают инвестицию, потребление, экономят время и позволяют выбрать удобное время при покупке и продаже товаров и услуг. Учебный курс “Финансовые рынки и инструменты” раскрывает особенности финансового рынка, который, в основном, служит для того, чтобы с его помощью государство и участники внешнеэкономической деятельности могли получать заемные средства.

Основу финансового рынка образуют денежный рынок и рынок капитала. Рынок ценных бумаг входит в структуру финансового рынка как его составная часть, объединяя сегменты денежного рынка и рынка капиталов. Он позволяет осуществить и ускорить переход капитала от денежной к производительной форме. На рынке ценных бумаг происходит перераспределение капиталов между отраслями и сферами экономики, между территориями и странами, между различными слоями населения. Рынок ценных бумаг, являясь одной из составляющих рыночной экономики, дает возможность через свои механизмы мобилизовать инвестиционные ресурсы в целях экономического роста, развития научно-технического прогресса, инновационной деятельности, освоения новых производств.

В Узбекистане формируется цивилизованный рынок ценных бумаг. С рыночными преобразованиями ситуация качественно изменилась: появились новые виды ценных бумаг, возрос их оборот и стал формироваться и развиваться рынок ценных бумаг. В результате приватизации государственных предприятий возникло множество акционерных обществ. Преобразование формы собственности привело к появлению потребности в инвестиционных ценных бумагах – акциях и облигациях частных коммерческих структур. В свою очередь, бюджетный кризис, задолженность государства, взаимозадолженность предприятий определили появление новых видов государственных и корпоративных ценных бумаг.

Финансовое обеспечение процесса завершения формирования рыночных отношений в экономике является важнейшей проблемой как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе. Создание эффективного фондового рынка выступает единственной альтернативой волевому распределению финансовых ресурсов, как это наблюдалось при господстве в стране командной экономики.

Развитый внутренний финансовый рынок мог бы существенно облегчить задачу интеграции в мировой финансовый рынок. Для понимания перспектив развития отечественного рынка ценных бумаг необходимо проанализировать, какие факторы определяют его развитие и структуру и каковы формы этой структуры.



Целью данного пособия является определение ключевых факторов, влияющих на формирование структуры рынка ценных бумаг и денежного рынка, а также анализ основных моделей существования и функционирования финансового рынка в мире.

Данное учебное пособие состоит из 8 глав.

Основными целями и задачами учебной дисциплины “Финансовые рынки и инструменты” является обучение магистрантов экономических специальностей основам финансового рынка и его финансовым инструментам, а также содействие в подготовке высококвалифицированных специалистов в различных областях рыночной экономики.

Изучение дисциплины “Финансовые рынки и инструменты” тесно связано со многими дисциплинами, предусмотренными учебным планом, в том числе такими, как “Финансы”, “Корпоративные финансы”, “Риск менеджмента”, “Макроэкономика”, “Финансы предприятий”, “Международные валютно-кредитные отношения”, “Статистика”.

Автор выражает искреннюю признательность руководству Ташкентского государственного экономического университета, в частности ректору университета, профессору Б.Ю. Ходиеву и профессору Венского Института Академических исследований (IHS, Вена, Австрия) Т.Балибанову за оказанную поддержку и помощь в создании учебного пособия.

*Автор*

# Глава 1. МОДЕЛИ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

## 1.1. Понятие модели финансового рынка

Финансовый рынок структурно подразделяется на денежный рынок (или рынок краткосрочных финансовых инструментов, обслуживающий оборотный капитал) и на фондовый рынок (или рынок долгосрочных инструментов инвестиционного характера, обслуживающий воспроизводство основного капитала).

Рынок ценных бумаг, или фондовый рынок: а) регулирует и направляет финансовые потоки; б) является механизмом привлечения инвестиций (как физических, так и юридических лиц), прежде всего через покупку корпоративных ценных бумаг; в) служит механизмом привлечения средств в бюджет государства (в основном через государственные ценные бумаги); г) выступает объективным механизмом регулирования финансовых потоков в приоритетные отрасли экономики и предприятия. Основной макроэкономической функцией рынка ценных бумаг является перераспределение денежных накоплений от экономических субъектов, имеющих свободные средства, к экономическим субъектам, нуждающимся в них.

### 1.1.1. Исторические предпосылки формирования различных моделей рынка ценных бумаг

Первыми ценными бумагами, встречавшимися регулярно и имевшими широкое обращение, были векселя. Эта ценная бумага являлась безусловно, банковской, поскольку в тот период (XII–XIII столетия) все более или менее крупные денежные потоки шли через банковско-торговые дома. Развитие векселя было процессом, занявшим не менее трех столетий – первый вексельный устав появился в 1569 г. в Болонье (Италия). Та же Италия стала родоначальницей банков с акционерным, или складочным, как говорили раньше, капиталом.

Если для банков вексель явился орудием развития их деятельности, то еще один важнейший элемент фондового рынка – биржа – обязана ему своим появлением на свет. Зачатки биржи как периодических собраний купцов и иных лиц для совершения торговых сделок заменимыми товарами без немедленной передачи этих товаров и их оплаты появляются впервые в средние века в итальянских городах. Это были вексельные биржи.

Главным фактором, приведшим к широкому распространению банков во Франции, явилась Столетняя война. Именно тогда купцы начали систематически наживаться на предоставлении казне займов под большие проценты, и именно тогда, наверно, была заложена характерная для всей последующей истории Франции тенденция отвлечения значительной части капитала на финансирование государственного долга. В победоносной Англии, вывезшей из Франции огромное количество ценностей, существенной потребности в займах не было, значит, не было и потребности в банках. Первые банкирские дома в Англии появились лишь в середине XVII в. К моменту, когда в Англии только появлялись первые коммерческие банки, Франция имела развитую кредитную систему. Происходит проникновение верхушки буржуазии в государственный аппарат – должности покупались у правительства, рассматривавшего продажу как своего рода внутренний заем, а жалованье – как проценты на капитал. Патенты на должности, чины и звания, с легкостью переходившие из рук в руки, вполне можно рассматривать как своеобразную государственную ценную бумагу того времени. Все это мешало развиваться духу предприимчивости. Характерной чертой капитала, прежде всего банковского, стало стремление вложить средства в бюрократию, чтобы с ее помощью извлекать прибыль из государственных операций. Подобная тенденция привела в дальнейшем к доминированию на французском рынке государственных ценных бумаг. Развитие буржуазных отношений в Голландских генеральных штатах привело в то время к возникновению сначала вексельных и товарных, а затем и девяти фондовых бирж. Таким образом, первые биржи были вексельными, связанными с банками, поскольку для возникновения фондовых бирж не было ещё важнейшей предпосылки – самих ценных бумаг, а роль товарных бирж играли ярмарки. Кроме того, основными участниками операций на этих биржах были итальянские купцы, являвшиеся и банкирами. Следовательно, первые биржи были учреждениями, обслуживавшими интересы банков в сфере вексельного обращения.

Первая товарная биржа появилась в XVI в. в Антверпене. В Антверпене впервые возникли ценные бумаги, которыми регулярно торговали, – облигации на предъявителя. Они передавались из рук в руки простым вручением. Вероятно, большая популярность этих ценных бумаг и привела к появлению примерно в то же время такого основополагающего вексельного реквизита, как передаточная надпись, значительно облег-

# Глава 1. МОДЕЛИ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

## 1.1. Понятие модели финансового рынка

Финансовый рынок структурно подразделяется на денежный рынок (или рынок краткосрочных финансовых инструментов, обслуживающий оборотный капитал) и на фондовый рынок (или рынок долгосрочных инструментов инвестиционного характера, обслуживающий воспроизводство основного капитала).

Рынок ценных бумаг, или фондовый рынок: а) регулирует и направляет финансовые потоки; б) является механизмом привлечения инвестиций (как физических, так и юридических лиц), прежде всего через покупку корпоративных ценных бумаг; в) служит механизмом привлечения средств в бюджет государства (в основном через государственные ценные бумаги); г) выступает объективным механизмом регулирования финансовых потоков в приоритетные отрасли экономики и предприятия. Основной макроэкономической функцией рынка ценных бумаг является перераспределение денежных накоплений от экономических субъектов, имеющих свободные средства, к экономическим субъектам, нуждающимся в них.

### 1.1.1. Исторические предпосылки формирования различных моделей рынка ценных бумаг

Первыми ценными бумагами, встречавшимися регулярно и имевшими широкое обращение, были векселя. Эта ценная бумага являлась, безусловно, банковской, поскольку в тот период (XII–XIII столетия) все более или менее крупные денежные потоки шли через банковско-торговые дома. Развитие векселя было процессом, занявшим не менее трех столетий – первый вексельный устав появился в 1569 г. в Болонье (Италия). Та же Италия стала родоначальницей банков с акционерным, или складочным, как говорили раньше, капиталом.

Если для банков вексель явился орудием развития их деятельности, то еще один важнейший элемент фондового рынка – биржа – обязана ему своим появлением на свет. Зачатки биржи как периодических собраний купцов и иных лиц для совершения торговых сделок заменимыми товарами без немедленной передачи этих товаров и их оплаты появляются впервые в средние века в итальянских городах. Это были вексельные биржи.

Главным фактором, приведшим к широкому распространению банков во Франции, явилась Столетняя война. Именно тогда купцы начали систематически наживаться на предоставлении казне займов под большие проценты, и именно тогда, наверно, была заложена характерная для всей последующей истории Франции тенденция отвлечения значительной части капитала на финансирование государственного долга. В победоносной Англии, вывезшей из Франции огромное количество ценностей, существенной потребности в займах не было, значит, не было и потребности в банках. Первые банкирские дома в Англии появились лишь в середине XVII в. К моменту, когда в Англии только появлялись первые коммерческие банки, Франция имела развитую кредитную систему. Происходит проникновение верхушки буржуазии в государственный аппарат – должности покупались у правительства, рассматривавшего продажу как своего рода внутренний заем, а жалованье – как проценты на капитал. Патенты на должности, чины и звания, с легкостью переходившие из рук в руки, вполне можно рассматривать как своеобразную государственную ценную бумагу того времени. Все это мешало развиваться духу предприимчивости. Характерной чертой капитала, прежде всего банковского, стало стремление вложить средства в бюрократию, чтобы с ее помощью извлекать прибыль из государственных операций. Подобная тенденция привела в дальнейшем к доминированию на французском рынке государственных ценных бумаг. Развитие буржуазных отношений в Голландских генеральных штатах привело в то время к возникновению сначала вексельных и товарных, а затем и девяти фондовых бирж. Таким образом, первые биржи были вексельными, связанными с банками, поскольку для возникновения фондовых бирж не было ещё важнейшей предпосылки – самих ценных бумаг, а роль товарных бирж играли ярмарки. Кроме того, основными участниками операций на этих биржах были итальянские купцы, являвшиеся и банкирами. Следовательно, первые биржи были учреждениями, обслуживавшими интересы банков в сфере вексельного обращения.

Первая товарная биржа появилась в XVI в. в Антверпене. В Антверпене впервые возникли ценные бумаги, которыми регулярно торговали, – облигации на предъявителя. Они передавались из рук в руки простым вручением. Вероятно, большая популярность этих ценных бумаг и привела к появлению примерно в то же время такого основополагающего вексельного реквизита, как передаточная надпись, значительно облег-

чившего вексельное обращение. Первые появившиеся на бирже облигации были государственными, эмитируемыми нидерландским правительством, правительствами штатов и властями отдельных городов. На бирже также обращались облигации английского и португальского королей и обязательства первых английских акционерных компаний. Все это способствовало поддержанию государственного кредита.

Успех Антверпенской биржи был так велик, что, по словам англичан, она «проглотила купцов других городов и их торговлю». Примерно в то же время образовалась и Лионская биржа. Первоначально она тоже была вексельной, причем курс векселей устанавливался в результате опроса банкиров, и этот официальный курс сообщался в другие места. В начале XVI в. в Лионе появилась фондовая биржа, поскольку к бирже стали обращаться за займами французские короли.

Таким образом, в период XII–XVII вв. операции с ценными бумагами (а именно с правекселями) были одним из главных видов банковских операций. В то же время из откупов постепенно вырастают операции с государственным долгом (позднее — с государственными ценными бумагами). Именно банки становятся первыми учреждениями с долевым капиталом. Одновременно происходит и становление вексельных и товарных бирж, вначале являвшихся простым орудием банков, используемым для организации вексельного обращения, но довольно быстро вышедших из-под банковской опеки и составивших им определенную конкуренцию в борьбе за капиталы. Вместе с тем фондовые биржи, появившиеся одновременно во Франции и Голландии, не смогли развиваться в условиях феодального строя.

И если наследницей Антверпенской биржи стала Амстердамская, то во Франции следующие после Лионской вексельная и фондовая биржи возникли лишь в середине XVIII в. Следовательно, в это время начинают формироваться два типа фондового рынка — *банковский* и *биржевой*. Первый был характерен для стран с феодальной (преимущественно аграрной) экономикой и рос на операциях с откупам, т.е. государственным долгом. Второй, также возникший на базе эмиссии государственных ценных бумаг в стране, где уже победил капиталистический уклад, быстро переключается на финансирование колониальной торговли.

### 1.1.2. Две модели финансовой системы

В зарубежной литературе существует целый ряд исследований структуры финансовой системы, факторов ее развития, взаимосвязи структуры финансовой системы с уровнем экономического развития, влияния развития финансовой системы на экономический рост. Выделяются следующие элементы структуры финансовой системы (Reinhardt H. Schmidt):

1. Первая подсистема – финансовый сектор и его структура. В данной подсистеме разделяется два варианта – доминирование в финансовом секторе (банков) и на рынках капитала, в зависимости от их роли и «важности» для экономики той или иной страны.

2. Вторая подсистема – «канал», при помощи которого происходит перераспределение капиталов от тех, кто ими обладает, к тем, кто в них нуждается. Т.е. данная подсистема характеризует то, как распоряжаются капиталом их владельцы и откуда протекает основная масса финансирования инвестиций. Здесь рассматривается сходная классификация, разграничивающая системы, ориентированные на банки или на рынки капитала.

3. Третья подсистема – корпоративное управление. Различаются инсайдерская и аутсайдерская системы корпоративного управления.

4. Четвертая подсистема – корпоративные стратегии и структуры. Системы различаются по степени инновационности и адаптивности, по уровню открытости.

Как показывают исследования, лишь две комбинации указанных факторов из всех возможных образуют непротиворечивые системы, согласующиеся с реалиями, существующими в экономике:

1) *Первый тип финансовой системы – «германский», «европейский», «континентальный»* (в зарубежной и отечественной литературе встречаются различные варианты названия данного типа), т.е. **банковский**, который характеризуется доминированием в экономике банков, т.к. система финансирования основана главным образом на банках, инсайдерской системой корпоративного управления и более консервативной корпоративной стратегией.

Примером данного типа финансовой системы является Германия. Банковский сектор этой страны весьма развит, в то время как рынок капитала и различные институты рынка, например, пенсионные фонды, развиты недостаточно, о чем свидетельствуют такие показатели, как

чившего вексельное обращение. Первые появившиеся на бирже облигации были государственными, эмитируемыми нидерландским правительством, правительствами штатов и властями отдельных городов. На бирже также обращались облигации английского и португальского королей и обязательства первых английских акционерных компаний. Все это способствовало поддержанию государственного кредита.

Успех Антверпенской биржи был так велик, что, по словам англичан, она «проглотила купцов других городов и их торговлю». Примерно в то же время образовалась и Лионская биржа. Первоначально она тоже была вексельной, причем курс векселей устанавливался в результате опроса банкиров, и этот официальный курс сообщался в другие места. В начале XVI в. в Лионе появилась фондовая биржа, поскольку к бирже стали обращаться за займами французские короли.

Таким образом, в период XII–XVII вв. операции с ценными бумагами (а именно с правекселями) были одним из главных видов банковских операций. В то же время из откупов постепенно вырастают операции с государственным долгом (позднее – с государственными ценными бумагами). Именно банки становятся первыми учреждениями с долевым капиталом. Одновременно происходит и становление вексельных и товарных бирж, вначале являвшихся простым орудием банков, используемым для организации вексельного обращения, но довольно быстро вышедших из-под банковской опеки и составивших им определенную конкуренцию в борьбе за капиталы. Вместе с тем фондовые биржи, появившиеся одновременно во Франции и Голландии, не смогли развиваться в условиях феодального строя.

И если наследницей Антверпенской биржи стала Амстердамская, то во Франции следующие после Лионской вексельная и фондовая биржи возникли лишь в середине XVIII в. Следовательно, в это время начинают формироваться два типа фондового рынка – *банковский* и *биржевой*. Первый был характерен для стран с феодальной (преимущественно аграрной) экономикой и рос на операциях с откупами, т.е. государственным долгом. Второй, также возникший на базе эмиссии государственных ценных бумаг в стране, где уже победил капиталистический уклад, быстро переключается на финансирование колониальной торговли.



### 1.1.2. Две модели финансовой системы

В зарубежной литературе существует целый ряд исследований структуры финансовой системы, факторов ее развития, взаимосвязи структуры финансовой системы с уровнем экономического развития, влияния развития финансовой системы на экономический рост. Выделяются следующие элементы структуры финансовой системы (Reinhardt H. Schmidt):

1. Первая подсистема – финансовый сектор и его структура. В данной подсистеме разделяется два варианта – доминирование в финансовом секторе (банков) и на рынках капитала, в зависимости от их роли и «важности» для экономики той или иной страны.

2. Вторая подсистема – «канал», при помощи которого происходит перераспределение капиталов от тех, кто ими обладает, к тем, кто в них нуждается. Т.е. данная подсистема характеризует то, как распоряжаются капиталом их владельцы и откуда проистекает основная масса финансирования инвестиций. Здесь рассматривается сходная классификация, различивающая системы, ориентированные на банки или на рынки капитала.

3. Третья подсистема – корпоративное управление. Различаются инсайдерская и аутсайдерская системы корпоративного управления.

4. Четвертая подсистема – корпоративные стратегии и структуры. Системы различаются по степени инновационности и адаптивности, по уровню открытости.

Как показывают исследования, лишь две комбинации указанных факторов из всех возможных образуют непротиворечивые системы, согласующиеся с реалиями, существующими в экономике:

1) *Первый тип финансовой системы – «германский», «европейский», «континентальный»* (в зарубежной и отечественной литературе встречаются различные варианты названия данного типа), т.е. **банковский**, который характеризуется доминированием в экономике банков, т.к. система финансирования основана главным образом на банках, инсайдерской системой корпоративного управления и более консервативной корпоративной стратегией.

Примером данного типа финансовой системы является Германия. Банковский сектор этой страны весьма развит, в то время как рынок капитала и различные институты рынка, например, пенсионные фонды, развиты недостаточно, о чем свидетельствуют такие показатели, как

общая стоимость активов банков и капитализация рынка акций в процентах к ВВП соответственно. Корпоративное управление в Германии действует преимущественно через внутренние механизмы и включает «инсайдеров», т.е. людей и институты, которые имеют долговременный интерес в сохранении своих особых взаимоотношений с корпорацией и которые обычно лучше информированы о ее проблемах и перспективах, чем анонимные участники рынка.

2) *Второй тип финансовой системы – «англосаксонский», т.е. биржевой*, который обусловлен большей значимостью рынка капиталов в финансовом секторе (бирж), чем в банках, преимущественным финансированием экономики посредством рынка капиталов, аутсайдерским типом корпоративного управления и гибкими, хорошо приспособляющимися к внешним изменениям стратегией управления и организационной структурой. Примером данного типа может служить Великобритания. Ее финансовая система характеризуется признаками, противоположными тем, которые выявлены в Германии – относительная важность банков в финансовом секторе не так значительна. Рынки капиталов и институты, в особенности пенсионные фонды, которые ориентированы на рынок и в большинстве случаев независимы от банков, играют весьма важную роль; система корпоративного управления является аутсайдерской.

Возникают вопросы о преимуществах и недостатках того или иного типа финансовой системы и зависимости уровня экономического развития страны от типа финансовой системы, что явилось предметом широкого круга исследований.

Сторонники банковской модели подчеркивают важную роль банков в мобилизации ресурсов, определении прибыльных проектов, контроле менеджмента компаний, в управлении рисками. Отмечается, что развитый рынок капитала снижает стимулы для финансирования инновационных разработок и тем самым может быть помехой в эффективном размещении ресурсов. Сторонники этого взгляда также подчеркивают, что ликвидный рынок создает «близорукий» инвестиционный климат. Ликвидный рынок обеспечивает инвесторам возможность продать свои акции в любой момент, следовательно, они меньше заинтересованы в определении того, насколько эффективно менеджмент управляет той или иной компанией. В то же время даже в странах со слабо развитой правовой системой сильные и влиятельные банки могут заставить фир-

мы раскрыть информацию и погасить существующие обязательства, способствуя тем самым экономическому росту. Рыночная финансовая система менее эффективна, если речь идет о размещении капиталов в новые, инновационные фирмы и проекты. В противовес этому, сторонники биржевой модели подчеркивают роль рынка капиталов в содействии экономическому успеху.

К недостаткам банковской модели финансовой системы они относят то, что поскольку банки выдают кредиты, предпочтение отдается менее рисковому, и, следовательно, менее прибыльным проектам, тем самым сдерживаются внедрение инноваций и экономический рост. Кроме того, влиятельные банки могут вступить в сговор с менеджерами фирмы против других инвесторов, что мешает конкуренции, эффективному корпоративному контролю, появлению новых фирм.

Определенно существует взаимозависимость между финансовым развитием и экономическим ростом, а также связь между инвестициями и финансовым развитием, оцениваемым параметрами финансовой активности. Ряд исследований показывает, что уровень финансового развития более значим, чем относительное доминирование банков или фондового рынка. При сравнении разных типов финансовых систем обычно анализируют системы четырех стран – Германии и Японии, как пример систем, ориентированных на банки, с одной стороны, и США и Англии, как систем, направленных на рынки капитала, с другой. Ограниченность этих исследований заключается в том, что они пытаются сравнить страны со сходным уровнем ВВП на душу населения, и в этом случае оказывается, что тип финансовой структуры не имеет определяющего значения. Соответственно, чтобы получить данные об экономической значимости и детерминантах финансовой структуры, требуется включить в исследование более широкую совокупность национального опыта.

На основании масштабного исследования финансовой структуры (проведен анализ систем в 150 странах мира) Demirgüç-Kunt и Levine сделали следующие выводы:

– чем богаче страна, тем более развита ее финансовая система в целом. И банки, и небанковские финансовые институты (страховые компании, пенсионные фонды, взаимные фонды, другие небанковские финансовые посредники), и фондовые рынки в этих странах более активны и более эффективны;

общая стоимость активов банков и капитализация рынка акций в процентах к ВВП соответственно. Корпоративное управление в Германии действует преимущественно через внутренние механизмы и включает «инсайдеров», т.е. людей и институты, которые имеют долговременный интерес в сохранении своих особых взаимоотношений с корпорацией и которые обычно лучше информированы о ее проблемах и перспективах, чем анонимные участники рынка.

2) **Второй тип финансовой системы – «англосаксонский»**, т.е. биржевой, который обусловлен большей значимостью рынка капиталов в финансовом секторе (бирж), чем в банках, преимущественным финансированием экономики посредством рынка капиталов, аутсайдерским типом корпоративного управления и гибкими, хорошо приспособляющимися к внешним изменениям стратегией управления и организационной структурой. Примером данного типа может служить Великобритания. Ее финансовая система характеризуется признаками, противоположными тем, которые выявлены в Германии – относительная важность банков в финансовом секторе не так значительна. Рынки капиталов и институты, в особенности пенсионные фонды, которые ориентированы на рынок и в большинстве случаев независимы от банков, играют весьма важную роль; система корпоративного управления является аутсайдерской.

Возникают вопросы о преимуществах и недостатках того или иного типа финансовой системы и зависимости уровня экономического развития страны от типа финансовой системы, что явилось предметом широкого круга исследований.

Сторонники банковской модели подчеркивают важную роль банков в мобилизации ресурсов, определении прибыльных проектов, контроле менеджмента компаний, в управлении рисками. Отмечается, что развитый рынок капитала снижает стимулы для финансирования инновационных разработок и тем самым может быть помехой в эффективном размещении ресурсов. Сторонники этого взгляда также подчеркивают, что ликвидный рынок создает «близорукий» инвестиционный климат. Ликвидный рынок обеспечивает инвесторам возможность продать свои акции в любой момент, следовательно, они меньше заинтересованы в определении того, насколько эффективно менеджмент управляет той или иной компанией. В то же время даже в странах со слабо развитой правовой системой сильные и влиятельные банки могут заставить фир-

мы раскрыть информацию и погасить существующие обязательства, способствуя тем самым экономическому росту. Рыночная финансовая система менее эффективна, если речь идет о размещении капиталов в новые, инновационные фирмы и проекты. В противовес этому, сторонники биржевой модели подчеркивают роль рынка капиталов в содействии экономическому успеху.

К недостаткам банковской модели финансовой системы они относят то, что поскольку банки выдают кредиты, предпочтение отдается менее рисковому, и, следовательно, менее прибыльным проектам, тем самым сдерживаются внедрение инноваций и экономический рост. Кроме того, влиятельные банки могут вступить в сговор с менеджерами фирмы против других инвесторов, что мешает конкуренции, эффективному корпоративному контролю, появлению новых фирм.

Определенно существует взаимозависимость между финансовым развитием и экономическим ростом, а также связь между инвестициями и финансовым развитием, оцениваемым параметрами финансовой активности. Ряд исследований показывает, что уровень финансового развития более значим, чем относительное доминирование банков или фондового рынка. При сравнении разных типов финансовых систем обычно анализируют системы четырех стран – Германии и Японии, как пример систем, ориентированных на банки, с одной стороны, и США и Англии, как систем, направленных на рынки капитала, с другой. Ограниченность этих исследований заключается в том, что они пытаются сравнить страны со сходным уровнем ВВП на душу населения, и в этом случае оказывается, что тип финансовой структуры не имеет определяющего значения. Соответственно, чтобы получить данные об экономической значимости и детерминантах финансовой структуры, требуется включить в исследование более широкую совокупность национального опыта.

На основании масштабного исследования финансовой структуры (проведен анализ систем в 150 странах мира) Demirgüç-Kunt и Levine сделали следующее выводы:

– чем богаче страна, тем более развита ее финансовая система в целом. И банки, и небанковские финансовые институты (страховые компании, пенсионные фонды, взаимные фонды, другие небанковские финансовые посредники), и фондовые рынки в этих странах более активны и более эффективны;

– чем богаче страна, тем более активен и эффективен фондовый рынок по сравнению с банками. Иными словами, выявлена тенденция, что по мере обогащения национальная финансовая система все больше ориентируется на рынок капитала.

Финансовая структура важна для экономического развития, но ее тип сам по себе не способствует лучшему пониманию закономерностей процесса развития (Beck, Demirgüç-Kunt, Levine, Vlaskovíc). Иными словами, не существует жесткой связи между типом финансовой системы и темпом экономического роста страны, уровнем развития финансово-зависимых отраслей промышленности, числом вновь создаваемых компаний, темпом роста самих компаний. Все это скорее можно увидеть в странах с более высоким уровнем развития финансового сектора и в странах, где правовая система более эффективно защищает права акционеров.

### 1.1.3. Факторы, определяющие модель рынка ценных бумаг

Тип финансовой системы находит отражение в том, какая модель фондового рынка формируется в той или иной стране. Ученые отмечают, что рыночная экономика развитых стран демонстрирует различные модели: уже упомянутые англо-американская модель (протестантский капитализм) и «рейнский» капитализм германского образца, японская или шведская модель и другие. Главные критерии различия между ними – через какие финансовые инструменты и финансовые институты получает хозяйство денежные средства, что является следствием влияния традиционных ценностей населения, существующей структуры собственности, степени открытости экономики. Так, чем более дробной является собственность, тем ближе к англо-американскому капитализму, к более рисковому финансированию экономического роста через акции («shareholder capitalism»), к меньшей роли долговых обязательств в структуре финансирования, к диверсификации финансовых инструментов и институтов, массовости розничных инвесторов в акции, к вытеснению банков как собственников и операторов фондового рынка.

И наоборот, чем более оптовая структура акционерных капиталов («shareholder capitalism» – капитализм «держателей крупных пакетов акций») тем большую роль как собственники предприятий играют бан-

ки, тем более «долговой» характер носит экономика и тем менее значимы рынок акций и небанковские финансовые посредники (долговые экономики Японии, Франции и Германии).

Наряду со структурой акционерной собственности в производственном секторе, среди важных факторов, влияющих на выбор того или иного пути развития финансового рынка, выделяются доля государственных капиталовложений и доля банковского капитала, направляемые на долгосрочные инвестиции.

В числе важнейших факторов, воздействующих на рынок ценных бумаг и определяющих его модель, ученые называют как внутренние (действующие внутри страны), так и внешние факторы. Суммируя и дополняя указанные выше факторы, среди *внутренних* факторов можно выделить:

- модель экономической и политической системы.
- политическая и социальная стабильность;
- открытость экономики.

Не только директивная, но и рыночная экономика может отличаться высокой степенью закрытости (по религиозным или националистическим убеждениям властей, в силу проводимой изоляционистской политики, при введенных международных санкциях и т.д.). Закрытость в финансовой сфере будет означать жесткие ограничения в области конвертируемости валюты, движения капиталов, участия иностранных финансовых институтов в операциях на внутреннем рынке, деятельности иностранных инвесторов, обращения отечественных финансовых инструментов на иностранных рынках, интеграции отечественных и иностранных рынков в части законодательства, инфраструктуры, информационных систем и т. д. (Иран – «фундаменталистская рыночная экономика»).

- Структура собственности.
- Принадлежность к развитым или формирующимся рынкам.
- Экономическая и финансовая политика государства.
- Финансовая структура макроэкономики.
- Модель экономического поведения населения. Религиозный фактор.

К *внешним* факторам относятся:

- Сравнительная конкурентоспособность страны и фондового рынка, степень их близости к индустриальным странам.

- Взаимосвязь с другими рынками.
- Региональная принадлежность рынка.
- Мировые цены на нефть и сырье.
- Долгосрочные циклы мировой экономики.
- Степень оцененности фондового рынка.

### **Влияние правовых традиций**

Как показали Demirgües-Kunt и Levine, правовые традиции имеют определенное влияние на тип финансовой системы: на биржевой рынок больше ориентируются страны с традициями англосаксонского общего права (Common Law), те, в которых соблюдаются права акционеров, существуют строгие стандарты отчетности, низкий уровень коррупции, а на банки – страны с французским континентальным правом (French Civil Law). В этих странах сравнительно более слабо развита финансовая система, права акционеров и кредиторов защищены недостаточно, сохраняются высокий уровень коррупции и высокая инфляция.

Таким образом, правовые традиции являются одним из важнейших факторов, влияющих на финансовое развитие и тип финансовой системы. Есть ли принципиальные различия между банками и фондовым рынком по тем функциям, которые они выполняют в развитии финансовой системы, и в чем состоят характерные особенности фондового рынка по сравнению с банками? Этот вопрос возникает, к примеру, у исследователей финансовой системы Германии. Экономика Германии функционирует очень успешно, и исторически она была основана на развитии банковской системы. По этому вопросу существуют разные точки зрения. Dow and Gorton представили модель фондового рынка, в которой цена акций играет двоякую роль. Во-первых, информативная цена акции может отражать эффективность управления компанией. Но цена является информативной только в том случае, если трейдеры ведут торговлю по данной акции, руководствуясь информацией (если они ею располагают) о тех проектах, которые фирма предполагает внедрять. Таким образом, информативная цена акции приобретает вторую роль – компания сама может ориентироваться на цену акции для принятия решений о финансировании, т.е. фондовый рынок выполняет своего рода «сортировочную» функцию для проектов и дает ориентиры, насколько эффективно управляется компания. Авторы доказывают, что банки тоже могут выполнять эти функции.

В противовес этой точке зрения Allen and Gale утверждают, что банки



и фондовый рынок фундаментально различаются в том, как они обрабатывают информацию. Фондовый рынок вбирает в себя разнообразные взгляды, оценки, мнения, в частности о новых технологиях, в то время, как банки консервативны по определению. Авторы высказывают гипотезу, что экономика, основанная на фондовом рынке, скорее воспримет новые технологии, в то время как экономика, основанная на банках, будет менее динамичной. Этот вопрос еще мало изучен, и предположение остается лишь предположением. Вместе с тем, чем лучше функционируют банки, тем лучше распределяются финансовые ресурсы, способствуя росту производительности и экономическому росту в целом (Beck, Levine and Loayza). При этом большое значение для финансового развития имеет корпоративное управление в банках (Winkler).

Baliga and Polak задаются вопросом, почему возникли и продолжают существовать различные финансовые системы. Они утверждают, что германская и англосаксонская финансовые системы касаются различий не между банками и фондовым рынком, а между банковскими кредитами и облигациями.

Банки выступают в роли финансовых посредников, и в этом смысле и банки, и небанковские финансовые посредники выполняют в экономике функции, которые *дополняют* друг друга и являются весьма существенными для экономического развития (Bossonne), поэтому вряд ли стоит следовать их жесткому противопоставлению.

Varth, Carpio and Levine провели сравнительный анализ деятельности банков в более чем 60 странах и выявили следующее:

- не найдено достоверных статистических связей между ограничениями на возможность коммерческих банков заниматься деятельностью, связанной с ценными бумагами, страхованием и недвижимостью, уровнем развития банковского сектора, развитием рынка ценных бумаг и небанковских финансовых посредников, уровнем промышленной конкуренции. Исходя из этого, трудно утверждать, что ограничение коммерческой деятельности банков влияет позитивно или негативно на финансовое развитие, развитие рынка ценных бумаг или конкуренцию;

- не обнаружено позитивного влияния запрета совмещения банковской и коммерческой деятельности на уровень развития финансового сектора, рынка ценных бумаг и небанковских финансовых посредников;

- экономика стран, где действуют строгие запреты в отношении

деятельности коммерческих банков с ценными бумагами, имеет значительно большую вероятность пострадать от масштабного банковского кризиса, т. е. финансовая система более хрупкая в тех странах, где банкам не дают возможности заниматься андеррайтингом ценных бумаг, брокерской и дилерской деятельностью.

- чем больше в стране банков с государственной собственностью, тем слабее развиты банки, небанковские финансовые посредники и рынок ценных бумаг, т. е. финансовая система в целом.

Данный анализ показывает, что строгие ограничения деятельности банков вовсе не благотворны.

## 1.2. Англосаксонская модель рынка ценных бумаг

### 1.2.1. Характеристика и особенности

Англосаксонская модель характеризуется следующими особенностями:

#### 1. Источник инвестиций

Основным источником инвестиций в реальный сектор является фондовый рынок (доля банковских кредитов в финансировании сокращается).

#### 2. Инструменты фондового рынка

Наиболее крупным сегментом рынка ценных бумаг становится рынок акций, долговые инструменты начинают носить подчиненный характер – долевого характера фондового рынка (60-90% ВВП формируют стоимость акций, ценных бумаг с нефиксированным характером получения дохода).

#### 3. Участники фондового рынка:

- коммерческие банки;
- финансовые институты являются более специализированными в сравнении, например, с моделью универсального банковского дела в Германии и, в целом, в континентальной Европе. Широко используется концепция специализированных банков (например, инвестиционных банков, т. е. брокерско-дилерских компаний).

#### 4. Структура собственности:

- выше доля розничных инвесторов и представляющих их институтов коллективного инвестирования;
- ниже доля собственности государства и крупных институциональных

структур или банков, наименьшее участие государства в регулировании экономики страны;

- существенно меньшее значение в составе акционерных капиталов имеют контрольные пакеты. Наблюдается высокая степень дробности в собственности на акционерные капиталы.

#### 5. Степень открытости рынка

Большая открытость, меньше ограничений на движение капиталов, на конвертируемость валюты, свободнее доступ иностранных эмитентов, инвесторов и финансовых посредников. При этом на либерализованных рынках возникает сильный государственный надзор, обеспечивающий честное ведение бизнеса и снижение рисков. Возникает устойчивая тенденция к диверсификации структуры финансового рынка, к росту его объема, к позитивной конъюнктуре цен, к снижению рисков, возникновению новых сегментов и инновационных финансовых продуктов. Рынок ценных бумаг становится массовым, ликвидным, он все в большей мере приобретает международный характер.

Англосаксонская модель фондового рынка характерна для США, Великобритании, Канады, Австралии.

### 1.2.2. США

Особенность американского фондового рынка – «великая китайская стена», отделяющая банки от бирж.

До конца XVI столетия английские колонии в Северной Америке находились в тесной экономической зависимости от метрополии. Не было ни собственной денежной единицы, ни одного кредитного учреждения. В 1781 г. во время войны за независимость в Филадельфии был учрежден акционерный банк с капиталом 400 тыс. долл. и основан правительственный банк. К 1810 г. число банков возросло до 82. В том же году по настоянию Конгресса государственный банк был закрыт, а инициативе коммерческих банков дан полный простор, в том числе в области эмиссии банковских билетов, что сыграло положительную роль в условиях активной территориальной экспансии на дикие территории и определенной изолированности вновь образующихся центров.

Своеобразными, свойственными США учреждениями являлись возникшие в 1860 г. особые кредитные общества, первоначально занимавшиеся исключительно страхованием, но позднее получившие разрешение принимать вклады и выдавать ссуды. Банковскими учреждениями

являлись и ссудосберегательные товарищества, не ограничивавшиеся только приемами вкладов, а выдававшие и ссуды, в том числе ипотечные.

Английский опыт явился той отправной точкой, на основе которой развивался американский рынок ценных бумаг. Основы системы фондового регулирования возникли в Великобритании полтора века назад, что не могло не способствовать стабильному развитию этого сектора экономики. Английское законодательство создало принципиальный прецедент фондового права, основой его основ стало обеспечение доступа потенциальных инвесторов к информации об эмитенте. Все остальные ограничения и регулирующие нормы рассматривались как производные этого базового подхода. Английский опыт фондового нормотворчества прививался на американской почве с той лишь разницей, что в Великобритании регулирование рынка ценных бумаг изначально считалось прерогативой центральных властей, а в США долгое время относилось к компетенции властей отдельных штатов. Американские банки, так же, как и банки других развитых стран, в значительной степени контролировали рынок ценных бумаг. Контроль банков распространялся и на Нью-Йоркскую фондовую биржу, на которой банки диктовали курс принадлежавших им ценностей. Однако после Великой депрессии 30-х годов XX в. в США были приняты радикальные меры в этом отношении. В соответствии с законом Гласса-Стигала, принятым в 1933 г., коммерческие банки были лишены права участвовать в эмиссии частных акций и облигаций, за исключением ряда случаев владеть этими ценными бумагами и т. п.

Основное место в американской экономике занял крупный корпоративный бизнес, структурно представленный преимущественно акционерными холдингами. Следовательно, важнейшими инструментами организации американского предпринимательства становились те, что использовались на фондовом рынке.

Основными особенностями рынка ценных бумаг США являются:

1. Высокая доля акционерного капитала (облигации и акции на рынке относятся как 4/3).

2. Большое значение инвестиционных фондов и других коллективных инвесторов. Характерно наличие кредитных союзов, ссудосберегательных институтов, а также взаимных фондов денежного рынка – коммерческие банки, ссудосберегательные ассоциации, страховые ком-

пании, сберегательные банки, финансовые компании, инвестиционные компании, кредитные союзы, частные пенсионные фонды, государственные пенсионные фонды, взаимные фонды денежного рынка. Каждый финансовый институт выполняет ключевую макроэкономическую задачу – создание депозитов, т. е. денег, причем в основном в виде ценных бумаг. Для этого постоянно укрепляются действующие финансовые институты и постоянно создаются новые, как, например, с 1970 г. – взаимные фонды денежного рынка.

3. Дефицит бюджета финансируется только путем выпуска ценных бумаг.

4. Низкая доля прямого банковского кредита (25–30%) в финансировании народного хозяйства (низкая доля участия банков). Как следствие, на рынке ценных бумаг США преобладают небанковские инвестиционные институты, доля банков в финансовых активах понижается.

5. Большая степень свободы деятельности рынка ценных бумаг, большая его независимость от государственных органов управления. Его большая независимость и частный характер его владения и определяют модель построения фондового рынка США. В частности, это проявляется в функциях и структуре Федеральной Резервной Системы, которая выполняет функции Центрального банка. Особенностью ее является частная, негосударственная форма собственности.

### 1.2.3. Великобритания

В XVI в. в Англии начала появляться действительная экономическая основа для возникновения рынка ценных бумаг, обладающего некоторыми чертами, которые свойственны ему сегодня. С расширением мореходства и торговли в правление Елизаветы в Англии начали основываться торговые компании, которые на первых порах были только временными товариществами негодантов, согласившихся снарядить за общий счет судно для дальнего плавания, но затем представляли собой уже крупные общества, снабженные привилегиями и монополиями, закрепленными за ними королевскими грамотами, и обеспеченные в порядке полномочий от государства и правами суверенитета. В 1554 г. таким образом основывается Московская компания, в 1579 – Балтийская, в 1581 – Турецкая, в 1600 г. – знаменитая Ост-Индская. Старейшей была компания Merchants Adventures, получившая уже в 1564 г. права корпорации в силу королевской грамоты. Эти первые компании

подразделялись на два типа: а) «регулируемая компания» – в ней все члены торговали, основываясь на собственном капитале, и подчинялись общим правилам товарищества, б) акционерные компании – Ост-Индская, а через два поколения после ее образования – Королевская африканская компания. В этих компаниях торговля проводилась всеми купцами сообща, а прибыли и убытки делились между пайщиками.

В Англии рост торгового капитала вызвал к жизни появление банков как кредиторов разного рода компаний. Подобное положение сказалось и на социальной позиции буржуазии – революцию 1688 г. можно по праву признать делом рук крупных государственных корпораций-компаний. Вскоре после революции произошли два ключевых экономических события: окончательное формирование Ост-Индской компании и основание Банка Англии (1694 г.). Хотя внешне Английский банк появился как средство кредитования бюджета, английский торговый капитал ссужал свое правительство для защиты своих торговых, а не бюджетных интересов.

Английский банк возник как акционерная компания, обязавшаяся выдавать ссуды правительству, но ссуды эти каждый раз должны были быть одобрены парламентом. Именно с этих времен берет свое начало традиция подчинения центральных банков представительной власти. С тех же пор деятельность Английского банка контролировалась комиссией в составе 24 человек, избираемых из среды акционеров. Никто из членов этой комиссии не имел права работать в других банковских учреждениях.

По образцу Англии в 1695 г. был создан Шотландский акционерный банк. Деятельность этого банка была для своего времени новаторской и во многом предвосхитила деятельность центральных и государственных банков будущего. Банк рассылал по многим населенным пунктам своих агентов, изучавших их экономическое положение и предлагавших местным предпринимателям кредиты на улучшение их капитала, а в дальнейшем наблюдавших за «целевым использованием кредита». Предоставленные Английскому банку права будут иметь для экономики неизмеримо большую ценность, чем выдаваемые им правительству ссуды.

По мере развития фондового рынка банки начали сталкиваться на нем с сильным конкурентом – биржей. Лондонская биржа обязана своим появлением спекуляциям с акциями, а не с государственными цен-

ными бумагами. Тем не менее интересно отметить тот факт, что в Англии первыми биржевыми ценными бумагами были не только акции заморских торговых компаний, но и акции Английского банка. К концу XVIII в. в Англии формируется развитый рынок ценных бумаг. Акции обществ различного типа, акции банков, чеки занимают в экономике свое место. На рынке доминируют акции частных компаний, успешно выдержавшие конкуренцию и потеснившие обязательства государства. Окончательно отделяется от банков фондовая биржа. Складывается структура фондового рынка, при которой банки и биржа являются взаимодополняющими и одновременно постоянно конкурирующими частями одного целого. Возникшие как бюджетный инструмент, банки вскоре переориентировались на обслуживание частного предпринимательства. Прошло немного времени – и банки уже не выделяются на общем фоне иных предприятий.

Характерной для английского пути развития рынка ценных бумаг в XVIII–XIX вв. оставалась важная роль акционерного капитала. В последней трети XIX в. продолжалось активное формирование акционерных предприятий. Каждое десятилетие в Англии учреждалось больше акционерных обществ, чем в Германии, ставшей по окончании франко-прусской войны основным соперником Великобритании. В то же время рост банковской системы Англии был менее выражен, нежели в Германии. Таким образом, английский путь развития рынка ценных бумаг в целом не создает базы для доминирования в финансовом секторе коммерческих банков. Вместе с тем для этого пути характерно широкое распространение акционерного капитала, составляющего альтернативу банкам в борьбе за средства инвесторов. При английском пути развития рынка ценных бумаг инвестор вкладывает свои средства в промышленность и торговлю не через посредство коммерческих банков, а напрямую. Таким образом, в Англии рынок ценных бумаг формируется на базе частных акционерных компаний. Банки, появляющиеся первоначально как орудие финансирования бюджетного дефицита, очень быстро находят более выгодный объект приложения своих капиталов в виде промышленности и торговли. Банки вступают в конкуренцию с биржей, в итоге оба эти института развиваются и совершенствуются. Биржа принимает частный и весьма устойчивый характер. Ее спекуляции ограничены, поскольку банки всегда готовы предложить свои услуги солидным инвесторам, которых может отпугнуть ажиотаж.

## 1.3. Европейско-континентальная модель рынка ценных бумаг (основанная на банках)

### 1.3.1. Характеристика и особенности

Европейско-континентальная (германская) модель характеризуется следующими особенностями:

#### 1. Источник инвестиций

Инвестиции в основном осуществляются не через акции, а через долговые инструменты.

#### 2. Инструменты фондового рынка:

- рынок носит преимущественно долговой характер (банковский кредит, облигации), рынок акций имеет подчиненное значение;
- структура финансовых продуктов проще, чем в англосаксонской модели. финансовые рынки менее диверсифицированы и несут менее инновационный характер.

#### 3. Участники фондового рынка:

- важнейшую роль играют банки как крупные инвесторы в акционерные капиталы хозяйства. Высока роль банков как акционеров промышленных и других нефинансовых компаний, при этом значительная часть предприятий подконтрольна банкам или их группам;

- выше доля коммерческих банков в финансовых активах страны. Банки являются универсальными, действуя как на рынке традиционных банковских продуктов (депозиты, расчеты), так и в качестве профессиональных участников на рынке ценных бумаг (часто создавая при этом специализированные филиалы и дочерние компании по операциям с ценными бумагами);

- институты коллективного инвестирования (представляющие в конечном счете розничных инвесторов) играют относительно меньшую роль, чем в англосаксонской модели.

#### 4. Структура собственности:

- существенно ниже доля розничных инвесторов и представляющих их институтов коллективного инвестирования;

- выше доля собственности государства и крупных корпоративных структур;

- существенно большее значение в составе акционерных капиталов имеют контрольные пакеты и вертикальное участие.

Европейско-континентальная модель фондового рынка характерна для Германии, Австрии, Японии.



### 1.3.2. Германия

В Германии образовался ряд фондовых бирж: в первой половине XVI в. в Аугсбурге и Нюрнберге, во второй половине того же столетия – в Гамбурге и Кельне, в начале XVII в. – в Любеке, Кенигсберге, Бремене, Франкфурт-на-Майне, Лейпциге. В 1619 г. по образцу Амстердамского банка был учрежден Гамбургский банк. Однако в Гамбурге развились только товарная и вексельные биржи, и вплоть до начала XIX в. акции единственной существовавшей в Гамбурге акционерной компании всего несколько раз в год продавались большими партиями с аукциона. В остальных немецких городах фондовые биржи также долгое время не получали развития, поскольку в Германии практически не было акционерных обществ. Германия постоянно страдала от недостатка капиталов, что, в свою очередь, приводило к замедлению ее промышленного развития, всецело зависящего от государственных субсидий. Как правило, основным акционером вновь учреждаемых прусских акционерных обществ был король. В Германии в основном существовали банки, выдававшие ссуды исключительно под недвижимость, а также широкая сеть «народных банков». Немецкий фондовый рынок из-за долгого отсутствия корпоративных ценных бумаг и относительной неразвитости биржевого дела оставался банковским.

Таким образом, в Германии к концу XIX в. сложилась модель, в рамках которой ключевыми поставщиками долгового и долевого капитала акционерных предприятий стали банки.

Основными особенностями рынка ценных бумаг Германии являются:

1. Низкая доля акционерного капитала, высокая доля финансирования за счет выпуска облигационных займов.
2. Низкая доля инвестиционных фондов.
3. Традиция прямого кредитования на покрытие дефицита, наряду с выпуском государством ценных бумаг.
4. Высокая доля прямого банковского кредита (50–60%) в финансировании народного хозяйства.
5. Высокая или сравнительно высокая доля участия банков в уставных фондах промышленных предприятий, процветают различные формы ассоциаций банков и предприятий.
6. На рынке ценных бумаг преобладает влияние банков, доля банков в финансовых активах стабильна.
7. В центре денежно-кредитной системы Германии стоит Немецкий

федеральный банк, который выполняет функции центрального банка.

8. Особую роль играют универсальные банки. Универсальные банки занимаются всеми видами банковских сделок – приемом краткосрочных и долгосрочных вкладов, а также эмиссионными, торговыми и депозитными операциями с ценными бумагами.

9. В торговле ценными бумагами важнейшими действующими лицами являются банки, занимающиеся деятельностью на рынках акций и ссудных капиталов между небанковскими учреждениями. Они самостоятельно осуществляют покупку и продажу ценных бумаг, а также финансируют собственную деятельность путем эмиссии ценных бумаг. Банки особенно сильно представлены на рынке ценных бумаг с фиксированным доходом.

### **Краткие выводы**

Исследование финансового развития в развитых странах на протяжении XX в. показывает, что факторы, препятствующие финансовому развитию, будут слабее, если страна открыта международной торговле и потокам капитала. В период свободного движения капитала уровень финансового развития страны прямо связан с ее открытостью к коммерческой деятельности. Несмотря на многочисленные исследования, теоретически не решенными все еще остаются такие вопросы, как: являются ли банки и фондовые рынки взаимозаменяемыми, существует ли значимое различие между системами, основанными на банках или на фондовом рынке, зависит ли финансовое процветание от того, на какую модель опирается финансовая система.

Таким образом, в развитой рыночной экономике можно выделить наличие двух основных моделей рынка ценных бумаг:

- **англосаксонская** модель – биржевой рынок с доминированием небанковских инвесторов и упором на операции с корпоративными акциями;

- **европейско-континентальная** (германская) модель – банковский рынок с преобладанием на нем кредитных учреждений и упором в основном на операции с государственными ценными бумагами.

### **Контрольные вопросы**

1. Дайте определение понятия модели финансового рынка.
2. История формирования рынка ценных бумаг.
3. Какие модели финансовой системы существуют в мире?
4. Расскажите об особенностях моделей рынка ценных бумаг.

## Глава 2. ВАЛЮТНЫЕ И УНИВЕРСАЛЬНЫЕ БИРЖИ В СИСТЕМЕ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

### 2.1. Основы организации биржевых валютных рынков

В любом государстве валютное регулирование должно жестко увязываться с потребностями национальной экономики, особенностями ее развития в конкретный период. Методы и формы валютного регулирования должны быть адекватны ситуации, складывающейся в национальной экономике на современном этапе. Международный опыт (Турция, Аргентина, Малайзия, Россия) показывает, что степень открытости валютного рынка и особенно степень либерализации движения капитала должны определяться не стремлением подогнуть устройство финансовой системы под готовые образцы развитых стран, а вполне прагматическими соображениями.

Финансовые кризисы последних лет подтверждают повышение уязвимости даже развитых рыночных экономик в условиях дерегулирования внутреннего финансового рынка. Так, дерегулирование финансового рынка в США привело к выводу из-под общественного контроля важнейших отраслей экономики и породило «экономику казино», ярким примером которой могут служить проблемы компании «Enron», поставившие американский рынок перед угрозой системного кризиса.

В развивающихся странах за последние годы создана успешно действующая система регулирования валютного рынка, ядром которой стал институт валютных бирж. Сегодня организованный (биржевой) валютный рынок позволяет обеспечить:

- высокую степень информационной прозрачности рынка, предотвращение недобросовестных действий со стороны его отдельных участников и устранение угрозы манипулирования валютным курсом;
- возможность оперативного вмешательства центрального банка в ход торгов с целью управления курсом национальной валюты в кризисные периоды;
- гарантию проведения расчетов по сделкам и возможность участникам рынка заключать сделки по наилучшей цене;
- фиксацию справочных курсов валюты, необходимых для ведения отчетности.

Посредством валютных бирж государство стремится обеспечить стабильность рыночного курса национальной валюты. Это происходит

как путем принятия и совершенствования валютного законодательства (например, введение процента обязательной продажи экспортной выручки), так и посредством валютных интервенций центрального банка. Валютная биржа играет ключевую роль, предоставляя контролирующим органам возможность эффективно управлять валютным курсом с помощью рыночных методов.

В странах Западной Европы и Америки в начале 70-х годов валютные биржи стали одним из основных элементов создаваемой антикризисной системы государственного контролирования финансового рынка и валютных операций. При этом на валютных биржах осуществлялись не только конверсионные операции, связанные с экспортно-импортной деятельностью, но и операции, обеспечивающие движение капитала.

Наличие иностранных валют и отсутствие единого платежного средства, которое можно было бы использовать в качестве международного средства обращения при расчетах во внешней торговле, по кредитам, инвестициям, межгосударственным платежам и т. д., определяют необходимость обмена одной валюты на другую. Такой обмен происходит на валютном рынке.

Валютный рынок – это система экономических отношений, представляющая собой осуществление операций по купле-продаже иностранной валюты (а в некоторых случаях – ценных бумаг в иностранной валюте и срочных контрактов на иностранную валюту), а также операций по инвестированию валютного капитала. Именно на валютном рынке происходит согласование интересов продавцов и покупателей валютных ценностей.

Валютный рынок – один из крупнейших секторов мирового финансового рынка. По оценкам специалистов, его ежедневный оборот составляет свыше 1,5 трлн долларов США, поэтому вполне закономерно, что самой торгуемой в мире валютой является американский доллар. За ним, согласно данным Банка международных расчетов (Bank for International Settlements) за 2000 г., следовали японская иена, британский фунт стерлингов, швейцарский франк, канадский и австралийский доллары и, наконец, *евро*.

Валютные рынки в современном понимании сложились в конце XIX века. Этому способствовали следующие предпосылки: развитие международных экономических связей, широкое распространение кредитных средств в международных расчетах, усиление концентрации и цен-

трализации банковского капитала и быстрое совершенствование средств связи.

Роль валютного рынка в экономике определяется его функциями:

- обслуживание международного оборота товаров, услуг и капиталов;
- формирование валютного курса под влиянием спроса и предложения;
- механизм защиты от валютных рисков и приложения спекулятивных капиталов;
- инструмент государства для целей денежно-кредитной и экономической политики.

Современный валютный рынок – динамично развивающаяся система, чутко реагирующая на последние достижения экономической мысли и программно-технические разработки.

Инфраструктура любого финансового рынка в значительной степени обусловлена теми целями и задачами, на решение которых ориентирован тот или иной рынок. Применительно к финансовому рынку термин «инфраструктура» используется в разных значениях. Чаще всего под инфраструктурой рынка понимают учреждения, фирмы, компании всех видов собственности, обеспечивающие взаимодействие между субъектами рыночных отношений. Между тем инфраструктура финансового рынка включает: всю банковскую систему, фондовые и валютные биржи, брокерские и страховые компании, аудиторские фирмы.

Инфраструктуру рынка определяют и через те вспомогательные его элементы (виды деятельности), которые непосредственно обеспечивают проведение финансовых операций. Причем применительно к финансовому рынку слово «обеспечивают» означает «обеспечивают с заданным уровнем надежности (риска)». Такое уточнение в полной мере обосновывает необходимость наличия развитой в той или иной степени инфраструктуры в любом сегменте современного финансового рынка, которая, в свою очередь, требует нести необходимые издержки по ее содержанию. Если рынок с помощью соответствующей инфраструктуры не предоставляет участнику приемлемого механизма защиты от рисков, одним из которых на валютном рынке, как правило, является риск невыполнения контрагентом своих обязательств, то цена на таком рынке будет в значительной степени зависеть от того, с каким контрагентом заключается сделка. Едва ли можно назвать финансо-

вым рынком среду, где нет единой цены и отсутствует ликвидность. Такого рода стихийность неорганизованного валютного рынка чревата резкими колебаниями курса национальной валюты. Необходимость устранить подобные недостатки вызвала потребность в развитии организованных рынков в виде бирж и иных торговых систем.

На «молодых», формирующихся рынках, где в силу высоких рисков еще не установлен необходимый уровень доверия между банками, существует развитая специфическая инфраструктура валютного рынка (в частности, в виде валютных бирж), в то время как на относительно «старых» рынках подобная инфраструктура в явном виде отсутствует. Валютные биржи материализуют (организуют) работу базовых элементов инфраструктуры валютного рынка: торговой системы (механизм поиска контрагента), клиринговой и расчетной систем (механизм исполнения сделки).

Валютная биржа – это элемент инфраструктуры валютного рынка, чья деятельность состоит в предоставлении услуг по организации и проведению торгов, в ходе которых их участники заключают сделки с иностранной валютой.

На валютной бирже осуществляется свободная купля-продажа национальных валют исходя из курсового соотношения между ними (котировки), складывающегося на рынке под воздействием спроса и предложения. Этому типу биржи присущи все элементы классической биржевой торговли.

Котировка на валютных биржах зависит от *покупательной способности обмениваемых валют*, которая, в свою очередь, определяется экономической ситуацией в странах-эмитентах. Операции на валютных биржах основаны на конвертируемости валют, обмениваемых на них. **Конвертируемость валюты** – это возможность обмена денежных единиц одной страны на валюту других стран и на международно признанные платежные средства. Различают свободно конвертируемые, частично конвертируемые и неконвертируемые валюты. **Свободно конвертируемая валюта** может быть без каких-либо ограничений обменена на иностранные денежные эквиваленты во всех видах операций; она может выполнять функции резервных валют (доллар США, японская иена, швейцарский франк, английский фунт стерлингов, канадский доллар, евро и др.). **Частично конвертируемая валюта** – это валюта стран, сохраняющих ограничения на некоторые

валютные операции в стране и за рубежом. **Неконвертируемой (замкнутой) валютой** называют валюту стран, где применяются запреты (или серьезные ограничения) на операции по ее обмену на другие валюты. **Режим конвертируемости** национальной валюты определяется законодательством и устанавливается государством. Страны, являющиеся членами Международного валютного фонда, могут изменять режим конвертируемости национальной валюты только по согласованию с фондом.

Прямое назначение валютных бирж – определять валютный курс, который представляет собой стоимость иностранной валюты. На бирже как организованном рынке в ходе торгов устанавливается стоимость национальной денежной единицы. Здесь же совершаются сделки в интересах лиц, располагающих средствами в иностранной валюте, полученными от внешнеэкономической деятельности и по иным основаниям, и лиц, которым, напротив, необходима иностранная валюта для их хозяйственной деятельности, но они не располагают самостоятельными источниками ее поступления. Сделки по экспорту и импорту товаров, услуг и результатов интеллектуальной деятельности составляют основу определения стоимости национальной денежной единицы.

Таким образом, **основная задача валютной биржи** состоит не в получении высокой прибыли, а в мобилизации временно свободных валютных ресурсов, в перераспределении их рыночными методами из одних отраслей экономики в другие и в установлении действительного рыночного курса национальной и иностранной валюты в условиях справедливой и законной торговли.

Итак, задача биржи состоит в выявлении рыночных цен на иностранную валюту. В рамках этой задачи биржа осуществляет следующие функции:

- *Выявление и регулирование биржевых цен.* Биржа участвует в формировании и регулировании цен на биржевой товар. Концентрация спроса и предложения на бирже, заключение большого количества сделок в значительной степени исключают влияние нерыночных факторов на цену, делают ее максимально приближенной к реальному спросу и предложению.

- *Образование и прогноз цен.* Сосредоточение на бирже продавцов и покупателей, массовый характер биржевых сделок и их масштабы в силу того, что сделки заключаются на крупные суммы в иностранной валюте, делают курс, установленный на бирже, наиболее репре-

резентативной рыночной ценой на валюту. Она, в свою очередь, учитывается при заключении сделок на срочном рынке. В результате биржевые цены на валюту воздействуют на формирование цен на иные финансовые активы.

Помимо этого, валютные биржи осуществляют все или большинство следующих функций:

- материально-техническое обеспечение торгов;
- отбор участников биржевых торгов в соответствии с установленными биржей критериями, учитывающими финансовое состояние лица и его деловую репутацию;
- разработка правил заключения и исполнения биржевых сделок;
- контроль за соблюдением данных правил и законодательства, включая полномочия по наложению санкций и применению превентивных мер (приостановление торгов, отстранение отдельных участников и т.п.);
- разработка юридических и финансовых механизмов, обеспечивающих исполнение обязательств, возникающих из биржевых сделок;
- распространение информации о ценах, складывающихся в результате биржевых торгов, и количестве заключенных сделок;
- сведение заявок противоположной направленности, в результате чего заключается сделка;
- определение и учет взаимных обязательств участников торгов;
- осуществление расчетов по обязательствам, возникающим из сделок, заключенных участниками биржевых торгов.

Валютная биржа выступает посредником при осуществлении валютных операций. В некоторых странах, где существуют валютные биржи, операции с иностранной валютой разрешено совершать только через них.

Участниками биржевых торгов валютой в большинстве стран являются кредитные организации, реже – иные финансовые организации, например, страховые и пенсионные фонды, инвестиционные компании, действующие через брокерские фирмы. На счетах бирж отражаются все валютные сделки участников торгов, а биржа в данном случае выступает гарантом расчетов.

## **2.2. Валютные биржи как инструмент государственного контроля валютного курса и валютных резервов**

Как правило, в тех странах, где существуют валютные биржи, официальный курс национальной валюты устанавливается центральным



банком именно на основе курса, определяемого на биржевых горгах. В большинстве случаев речь идет о соотношении курсов национальной валюты и доллара США. Однако кроме доллара США могут приниматься во внимание курсы валют наиболее важных торговых партнеров государства. В некоторых случаях при определении официального валютного курса могут учитываться курсы, установленные на межбанковских валютных рынках или аукционах центрального банка. Валютный режим и порядок установления официального валютного курса определяются центральным банком, министерством финансов либо иным органом валютного регулирования данного государства.

Посредством валютных бирж государство стремится обеспечить стабильность рыночного курса национальной валюты. Это происходит как путем принятия и совершенствования валютного законодательства (например, введение процента обязательной продажи экспортной валютной выручки или установление лимита открытой позиции), так и через целенаправленные валютные интервенции центрального банка, управление валютными резервами путем проведения операций покупки-продажи валюты. И в том, и в другом случае валютная биржа играет ключевую роль в управлении рынком иностранной валюты с помощью рыночных методов.

Осуществление сделок с иностранной валютой центральными банками при наличии в стране валютной биржи или иной торговой системы преимущественно проводится через организованный рынок. Это позволяет осуществлять более эффективный контроль за расходованием резервов и одновременно гарантировать их пополнение за счет покупки иностранной валюты у коммерческих банков и экспортеров.

Государства с недостаточно сильной национальной валютой используют в качестве одной из мер валютного регулирования институт обязательной продажи части денежных средств в иностранной валюте, поступающих на счета резидентов от экспортных операций. По данным Международного валютного фонда, требование обязательной продажи валютной выручки от экспорта в 2000 г. применялось в 75 государствах – членах Фонда, из них в 42 государствах экспортеры обязаны продавать всю валюту. При этом практически все страны с переходной экономикой отменяли данное требование только тогда, когда их денежным властям удавалось добиться необратимости макроэкономической стабилизации (пример – страны Центральной и Восточной Европы).

Обязательная продажа иностранной валюты может преследовать разные цели, и в зависимости от них выбирается способ ее осуществления. Если единственной целью обязательной продажи является пополнение золотовалютных резервов центрального банка с наименьшими для него издержками, то, как правило, иностранная валюта продается напрямую центральному банку по фиксируемому им курсу, минуя внутренний валютный рынок. Подобная мера носит нелиберальный характер, поэтому государства, где она используется часто или постоянно, можно отнести к странам с рыночной экономикой только с большой долей условности.

Обязательная продажа иностранной валюты на внутреннем рынке, когда центральный банк выступает на равных началах с иными его участниками, уполномоченными совершать сделки купли-продажи иностранной валюты, носит принципиально иной характер. Такая продажа направлена, прежде всего, на обеспечение ликвидности внутреннего валютного рынка и доступа к иностранной валюте тем резидентам, которые, не имея собственных постоянных источников валютных средств, тем не менее, нуждаются в них для осуществления своей деятельности. Иными словами, обязательная продажа иностранной валюты, делая валютный рынок ликвидным, обеспечивает равные условия для импортеров и экспортеров. Одновременно она решает задачу пополнения золотовалютных резервов центрального банка за счет операций на внутреннем рынке, но уже по ценам, складывающимся на рынке, а не фиксируемым самим центральным банком.

Осуществление обязательной продажи через валютные биржи обладает рядом преимуществ по сравнению с межбанковским валютным рынком. Это:

- повышение ликвидности рынка, централизация и компактность проведения операций;
- высокая степень информационной прозрачности и возможность проводить сделки по наилучшей котировке, обеспечение честности и справедливости механизма ценообразования;
- предупреждение манипулирования на валютном рынке, которое могло бы иметь разрушительные последствия для курса национальной валюты, ограничение спекулятивных потоков «горячих денег», способных дестабилизировать валютный рынок;
- существенное снижение рыночного риска, обеспечение оператив-

ного вмешательства центрального банка в ход торгов с целью эффективного управления курсом национальной валюты в кризисные периоды;

- минимизация валютных рисков и гарантия осуществления расчетов по заключенным сделкам, резкое снижение рисков контрагента;
- возможность фиксации справочных курсов валют, необходимых для ведения отчетности;
- техническая стандартизация и юридическая унификация проведения операций.

При переносе обязательной продажи на неорганизованный межбанковский рынок существует опасность недобросовестных действий со стороны отдельных его участников. На неорганизованном рынке труднее контролировать и пресекать такие действия и гарантировать свободный доступ к валютным средствам всех резидентов. Вне бирж и иных торговых систем банки и иные лица, через которых совершаются сделки купли-продажи иностранной валюты, самостоятельно определяют своих контрагентов. Информация о совершенных сделках, как правило, недоступна широкому кругу лиц, что увеличивает вероятность резких колебаний валютного курса за счет непроверенной, необъективной информации и возникновения паники на рынке. Высока вероятность спекулятивных потоков «горячих денег», способных вызвать масштабные падения курса национальной валюты.

«Непрозрачность» рынка позволяет вводить в заблуждение физических и юридических лиц, распоряжающихся валютными средствами, и приобретать у них иностранную валюту по невыгодному, не соответствующему объективной рыночной ситуации курсу. Чтобы избежать этого, необходимо – при отсутствии валютных бирж – создать специфическую, дорогостоящую информационную инфраструктуру. Бремя ее разработки и содержания ложится в основном на центральный банк как на орган, призванный следить за нормальным функционированием валютного рынка, что требует от него отвлечения значительных денежных средств, которые могли быть использованы на другие цели.

Подобная информационная система существует в Бразилии. В соответствии с нормативными актами, контролирующими обращение иностранной валюты в данной стране, информация обо всех сделках купли-продажи валюты поступает в информационную систему, которая связывает Центральный банк Бразилии со всеми финансовыми учрежде-

дениями страны. Учитываются сделки со сроком расчетов «Т+2». Информация о каждой сделке включает наименование сторон, объем, согласованный сторонами курс и дату исполнения (расчетов).\*

При расчете справочного курса не учитываются:

- сделки, цена которых в значительной степени отклоняется от среднерыночной;
- сделки, чья цена явно сформирована искусственным образом;
- сделки, противоречащие устойчивой, сложившейся на рынке практике.

Выявление на внебиржевом рынке мнимых сделок, сделок, направленных на манипулирование курсами, необходимо для того, чтобы устанавливаемый официальный курс отражал действительную рыночную цену иностранной валюты и был защищен от недобросовестных действий финансовых спекулянтов. Разработка соответствующих методик для внебиржевого валютного рынка представляет собой отдельную проблему, в то время как на биржах уже существуют и широко применяются методы обнаружения и пресечения манипулированных действий и на стадии заключения сделок, и на стадии выставления заявок.

Таким образом, установление официального или просто репрезентативного курса иностранной валюты связано с гораздо меньшими издержками, если оно осуществляется по результатам торгов на бирже.

### **2.3. Валютные биржи в структуре государственного контроля: международный опыт периода становления валютных бирж**

Наращение рисков в валютно-финансовой сфере в середине XX столетия привело к тому, что в 50–60-х годах биржевые валютные институты были организованы в ряде стран Западной Европы – во **Франции, Германии, Бельгии, Голландии, Люксембурге и странах Скандинавии**. Одновременно были внесены существенные изменения в законодательство, деятельность участников валютного рынка и усилен государственный контроль за валютным рынком.

Более подробно структуру организации и функционирование валютной биржи целесообразно рассмотреть на примере **Германии**.

Немецкая валютная биржа была организована согласно §1 Биржевого устава как составная часть Франкфуртской фондовой биржи. Кредитным институтам, допущенным к торговле на фондовой бирже, пре-

доставлялось право участвовать в торговле валютой только в случае прохождения процедуры регистрации в валютной секции. Одновременно с организацией валютной биржи во Франкфурте аналогичные биржевые валютные площадки были созданы в других немецких городах – Мюнхене, Гамбурге и Дюссельдорфе. Все они входят в систему валютных бирж страны. После объединения Германии к их числу добавилась Берлинская валютная биржа.

Создание сети региональных площадок для организованной торговли валютой позволило обеспечить участие в торгах банков и предприятий на всей территории страны. Кроме того, преимуществом биржевой торговли валютой стало фактически достижение равенства всех участников торгов. Следует отметить, что заявки на большие и малые суммы в рамках биржевой торговли удовлетворяются по единому курсу, в то время как в межбанковской торговле порой довольно затруднительно заключать сделки на небольшие суммы по выгодному курсу.

Франкфуртская валютная биржа стала головной в системе немецких валютных бирж. Именно на ней вплоть до введения в 1999 г. в обращение *евро* устанавливался официальный курс немецкой марки по отношению к другим ведущим мировым валютам. Ежедневно с 13 часов по средневропейскому времени Федеральный банк по результатам торгов объявлял курс марки по отношению к 17 валютам, который использовался регулирующими органами для учета балансов и финансовой статистики.

Организационная структура каждой валютной биржи была унифицирована и состояла из двух палат: маклерской палаты и правления. В задачу маклеров входила котировка торгуемых валют и работа в качестве посредников между кредитными институтами (регистрация сделок, надзор за их исполнением и т. д.). В свою очередь, на правление была возложена ответственность за соблюдение уставных требований в ходе официальных котировок, при этом непосредственный надзор осуществлялся членами комитета по валютной торговле.

Система валютных бирж достаточно жестко контролировалась правительственными органами. В частности, курсовой (старший) маклер Франкфуртской биржи утверждался в должности правительством земли Гессен. Федеральное правительство в лице министра финансов в соответствии с §1 гл. 4 Закона о биржах имело право в экстренных случаях по согласованию с министром экономики и Бундесбанком вме-

шиваться в работу биржи. Например, при возникновении угрозы значительной нестабильности рынка вследствие внешних шоков или внутренней кризисной ситуации предусматривалась возможность приостановления торговли на определенное время.

В странах **Южной Европы** в послевоенный период так же последовательно проводилась политика жесткого контролирования внутреннего валютного рынка, с тем, чтобы предотвращать внутренние финансовые кризисы и минимизировать последствия неблагоприятных изменений внешнеэкономической конъюнктуры.

**В Испании** в 1960–70-х годах уполномоченные банки могли осуществлять сделки только с оговоренными валютами, к числу которых относились валюты основных развитых стран. Покупка и продажа клиринговой валюты были централизованы в Испанском валютном институте, публиковавшем курсы, по которым он сам осуществлял сделки, курсы по отношению к валютам, не котирувавшимся на валютном рынке (португальское эскудо и клиринговые доллары), и обменные курсы наличной валюты. Вся выручка от экспорта в этот период должна была продаваться либо на валютном рынке, либо непосредственно Испанскому валютному институту. Во второй половине 70-х годов XX в. порядок деятельности валютного рынка не изменился, но функции Валютного института отошли к Центральному банку. Он также имел дело непосредственно с клиринговыми валютами и мог покупать экспортную валютную выручку.

**В Италии** валютные торги на фондовых биржах начали проводиться еще в 1913 г. Однако во время первой мировой войны с введением жестких валютных ограничений и созданием органа валютного контроля – Национального валютного института торги были приостановлены. По окончании войны, 2 декабря 1918 г., фондовые биржи вновь открылись. Национальный валютный институт был наделен полномочиями по надзору за операциями банков и банковских учреждений, уполномоченных заключать сделки с валютой. Кроме того, институт обладал правом выполнять поручения по продаже национальной валюты за границу от имени банков, итальянских компаний и представительств иностранных банков.

17 мая 1945 г. было создано Итальянское валютное бюро – орган, заменивший Национальный валютный институт. За ним сохранялась такая мера валютного контроля, как обязательная продажа иностранной валюты государству, а также ограничительные меры, связанные с

экономическими и финансовыми отношениями с другими странами. С 1947 г. обязательная продажа 50% валютной выручки Итальянскому валютному бюро осуществлялась на основе курсов валют, установленных на Римской и Миланской фондовых биржах. Валютная выручка должна была поступать в страну в течение 90 дней со дня поставки и продаваться в течение семи дней после получения платежа. С принятием 31 декабря 1950 г. соответствующего закона единственными валютами, торгуемыми на рынке иностранной валюты, стали доллар США и швейцарский франк.

Продажа иностранной валюты осуществлялась следующим образом. Поступления во внешне конвертируемых валютах (американских и канадских долларах, японских иенах, ряде европейских валют) уполномоченные банки могли оставлять на счетах получателей валюты на срок до одного месяца (во второй половине 1970 – начале 1980-х годов этот срок был сокращен до семи дней). В течение указанного срока полученные средства могли использоваться для разрешенных сделок или продаваться уполномоченным банкам. Этим банкам, в свою очередь, разрешалось продавать упомянутые валюты резидентам для сделок, на совершение которых было получено одобрение органов валютного контроля, либо свободно торговать ими с Итальянским валютным бюро и между собой. По истечении срока, в течение которого иностранная валюта могла оставаться на счете резидента, неиспользованные средства подлежали обязательной продаже Итальянскому валютному бюро по наиболее низкому официальному валютному курсу, зафиксированному за весь период нахождения средств на счете резидента.

С 1955 г. официальные курсы валют стали определяться на основе цен закрытия на Миланской и Римской фондовых биржах и публиковаться в официальных средствах массовой информации.

Официальные котировки иностранной валюты на итальянских фондовых биржах были приостановлены в начале 90-х годов вслед за выходом Италии из Соглашения о Европейской валютной системе. Одновременно министр финансов Италии в силу необходимости установления курсов валют на период приостановки постановил, что эта процедура будет проводиться Банком Италии ежедневно в 14 часов 15 минут на базе курсов, передаваемых ему другими центральными банками.

**В Греции** в 1980-е годы действовал организованный межбанковский рынок по основным конвертируемым валютам (за исключением

доллара США). На этом рынке проводилась специальная ежедневная сессия, курсами фиксинга на которой были официальные курсы по соответствующим валютам. В тот же период в стране действовало правило об обязательной продаже коммерческим банкам валютной выручки от экспорта в течение 90 дней с момента ее поступления.

В странах Юго-Восточной Азии был создан организованный валютный рынок в целях усиления государственного контроля экономики вообще и обращения иностранной валюты, в частности.

Так, на Филиппинах в 1970–80-х годах действовала Банковская ассоциация Филиппин, в функции которой входило установление курса песо по отношению к ведущим мировым валютам и надзор за проведением банками сделок купли-продажи валюты. Следует отметить, что в тот период при заключении срочных сделок банки должны были придерживаться определенных границ колебаний курса песо.

В 80-е годы ассоциация стала устанавливать границы колебаний на рыночной основе. Центральный банк не подчинялся правилам ассоциации, но проводил покупку и продажу валюты в означенных пределах курсовых колебаний. Торги на межбанковском рынке проходили в Центре торговли валютой, где Центральный банк выступал в качестве и покупателя, и продавца валюты. В рассматриваемый период существовало правило обязательной продажи экспортной валютной выручки в течение трех дней со дня ее получения. Покупателем валюты выступал коммерческий банк, являвшийся агентом Центрального банка.

Банковская ассоциация Филиппин стала прообразом для создания современной электронной дилинговой системы торговли валютой в данной стране.

## **2.4. Валютные биржи в современных системах контроля финансового рынка**

**Формирующиеся рынки.** Отказ США от золотого стандарта и от системы фиксированных валютных курсов привел к резким потрясениям на мировом валютном рынке в 1970–80-е годы. Это неблагоприятно отразилось на экономике развивающихся стран, которые вынуждены были прибегнуть к усилению государственного контроля внутренних валютных рынков.

Стабилизация рынка национальной валюты в большинстве развивающихся государств проводилась по двум направлениям: создание ин-



формационно прозрачной рыночной инфраструктуры, удобной для вмешательства центральных банков в ход торгов в кризисные периоды, и ужесточение административного контроля за валютными операциями.

При решении первой задачи органы валютного контроля в ряде стран пошли по пути организации специализированных валютных бирж либо институтов со схожими функциями. Биржевой валютный рынок в таких странах остается одним из ключевых сегментов валютного рынка в силу своей прозрачности, информационной открытости, а также в силу того, что курсы валют по результатам торгов на валютных биржах и объемы операций на рынке служат ориентиром для сделок на межбанковском и фьючерсном валютных рынках.

Создание организованного валютного рынка предусматривалось в самых разных странах, относящихся к различным регионам и отличающихся по условиям своего экономического развития. С этой точки зрения интересны примеры **Чили, Хорватии, Китая, Коста-Рики и Филиппин**. Но прежде необходимо оговориться: речь пойдет лишь об организованном рынке для совершения срочных сделок с иностранной валютой. Биржи и иные торговые системы, где заключаются срочные сделки с иностранной валютой, присутствуют в абсолютном большинстве развитых и развивающихся государств с рыночной экономикой, поэтому этой разновидности сделок с иностранной валютой будет посвящен отдельный раздел. Следует заметить, технологическая революция в биржевом деле привела к тому, что традиционное представление о биржевой торговле как о всегда локализованной в определенном месте (биржевом зале) уже не вполне соответствует действительности. Валютная биржа в современном мире может означать не только конкретное помещение, но и электронную торговую систему, в которую с использованием современных средств связи вводятся оферты, где регистрируется заключение сделок и впоследствии по результатам заключенных сделок определяются обязательства участников торговли. При этом неважно, на каком расстоянии от места расположения биржи находится лицо, участвующее в биржевых торгах.

Такие преобразования, во-первых, устранили прежние ограничения по количеству участников торговли, во-вторых, породили конкуренцию между биржами, находящимися не просто в разных регионах, а в разных государствах, и, в-третьих, привели к необходимости значительных инвестиций в развитие современных технологий биржевой торговли.

В упомянутых странах организаторами торговли являются не только традиционные валютные биржи, торги, на которых сделки локализованы в конкретном месте (Чили), но и электронные торговые системы. Последние выполняют **функции биржи**, если они предоставляют участникам сделки возможность связаться друг с другом и одновременно обладают определенными надзорными полномочиями либо вводят для участия в торгах институт членства (**Китай, Коста-Рика, Филиппины, Чили**).

**В Китае** не допускаются сделки с иностранной валютой на межбанковском неорганизованном рынке. В других государствах организованный рынок сосуществует с неорганизованным.

**Чили.** В законодательстве этой страны упоминание об организаторах торговли на валютном рынке отсутствует, но фактически он имеется: спотовые сделки с долларами США совершаются на **Сантьягской фондовой бирже**, которая по сути является универсальной биржей. Она организует торговлю сразу на нескольких рынках, и один из них – это рынок, на котором совершаются спотовые сделки с золотом и серебром и с долларами США, с расчетами в тот же день или на следующий. Интерес к заключению сделок с долларами США на Сантьягской фондовой бирже объясняется тем, что, во-первых, долларские вложения создают возможность высокого уровня доходности, и, во-вторых, доллар является универсальным средством платежа.

Наряду с традиционной валютной биржей в Чили существует электронный организатор торгов на валютном рынке – **Электронная биржа Чили**. Она была создана в 1989 г. в форме электронной торговой площадки. На бирже проводятся регулярные торговые сессии, в ходе которых совершаются сделки с ценными бумагами, драгоценными металлами и иностранными валютами.

Брокеры могут принимать участие в торгах с любого удаленного рабочего места на территории Чили. Всего в настоящее время насчитывается около 100 терминалов.

Автоматизацию торгового процесса на бирже обеспечивает Электронная торговая система. Она гарантирует проведение торгов в режиме реального времени, предоставляет участникам широкий набор услуг, снабжает участников торгов всей необходимой торговой информацией. Предусмотрена возможность связи этой системы с иными электронными торговыми системами.

**Хорватия** относится к тем странам, законодательство которых не просто упоминает о возможности создания бирж, а детально регулирует их правовой статус и порядок деятельности. Согласно ст. 12 Закона о валютной системе, валютных операциях и сделках с золотом валютная биржа может быть создана как самостоятельное юридическое лицо либо как подразделение фондовой биржи. Учредителями биржи могут быть только банки, уполномоченные на совершение внешних валютных операций. Иные лица вправе принимать участие в торгах только с разрешения Национального банка. Биржа осуществляет свою деятельность в соответствии с уставом и процедурными правилами. Порядок совершения сделок с иностранной валютой на бирже обеспечивает большую прозрачность валютного рынка – в соответствии со ст. 13 того же Закона, валютная биржа обязана передавать Национальному банку всю информацию, относящуюся к торгам, в сроки и в порядке, установленные Банком Хорватии.

Одна из важнейших функций биржи согласно Закону – определение официального курса национальной валюты. Статьей 18 Закона предусмотрено, что биржа ежедневно устанавливает и объявляет курсы покупки, продажи и средневзвешенный курс национальной валюты по отношению к торгуемым на ней иностранным валютам. При этом биржа руководствуется соотношением спроса и предложения, а также количеством сделок, совершенных на ней в течение торгового дня. Курс, объявленный биржей, является официальным в силу прямого указания Закона и не требует утверждения Национальным банком. Лишь в случае, когда валютная биржа не учреждена, Национальный банк сам устанавливает официальный курс.

Курс, установленный на бирже, применяется к сделкам с иностранной валютой между уполномоченными банками и резидентами, если иное не предусмотрено сторонами сделки. Банки, уполномоченные на совершение внешних валютных операций, обязаны осуществлять с резидентами сделки по курсу в пределах коридора, образованного курсами покупки и продажи, объявленными валютной биржей. Кроме того, средневзвешенный курс иностранной валюты, объявленный биржей, применяется:

- при исчислении требований и долговых обязательств резидентов в национальной валюте для учетных и статистических целей;
- при исполнении судебных решений о взыскании в национальной валюте сумм, выраженных в иностранной валюте;

- при исчислении таможенных и иных налоговых платежей, связанных с импортом товаров.

Национальный банк Хорватии всегда обязан совершать сделки купли-продажи иностранной валюты только по курсу, объявленному биржей, за исключением специальных интервенций, направленных на поддержание курса национальной валюты.

**Китай.** Новая система валютного регулирования в этой стране была введена в 1994 г. В настоящее время сделки купли-продажи иностранной валюты на внутреннем рынке совершаются только через Китайскую систему торговли валютой банками, являющимися ее членами. СРЕТ8 – это интегрированная общенациональная межбанковская электронная система торгов иностранной валютой. До ее создания курс валюты определялся на основе обменных курсов, устанавливаемых различными своп-центрами.

Образование СРЕТ8 было вызвано ликвидацией двойного валютного курса и переходом к единому курсу, устанавливаемому на основе торгов на объединенном национальном рынке. Все сделки с иностранной валютой в Китае могут осуществляться только в рамках СРЕТ8. Центр этой системы, расположенный в Шанхае, связан по электронной сети с 36 региональными центрами. СРЕТ8 наделена определенными полномочиями по надзору за ходом торгов. Центральный банк осуществляет контроль за торгами в системе с целью реализации государственной валютной политики. Кроме этого, текущий надзор за деятельностью СРЕТ8 осуществляет Государственное управление по рынку иностранной валюты.

Все финансовые учреждения, вовлеченные в совершение сделок с иностранной валютой, в том числе иностранные банки, должны получить разрешение Министерства международной торговли и сотрудничества на торговлю в СРЕТ8, а затем членство в системе. Причем для иностранных банков предусмотрены специальные ограничения. Если китайские банки имеют право покупать и продавать иностранную валюту за свой счет и по поручению своих клиентов, то иностранные банки могут только продавать иностранную валюту или торговать ею между собой по поручению своих клиентов.

Участники торгов получают доступ к системе как из ближайшего торгового зала СРЕТ8, так и со специализированных рабочих мест участников торгов, оборудованных в помещениях заказчиков. Заявки раз-

мером до 50 тыс. долларов США имеют в системе приоритет, более крупные заявки перед их выполнением проходят дополнительные процедуры проверки. В системе совершаются спотовые сделки с долларом США, японской иеной и гонконгским долларом.

СРЕТ8 обеспечивает клиринг как по национальной, так и по зарубежным валютам. Региональные центры системы осуществляют клиринг на локальном уровне. Затем информация передается в центральный терминал СРЕТ8.

Народный банк Китая объявляет ставку-ориентир национальной валюты относительно доллара США, доллара Гонконга и иены. Она основана на средневзвешенной цене сделок с иностранной валютой, совершавшихся в течение предыдущего торгового дня в СРЕТ8.

Централизация торговли валютой на СРЕТ8 позволила в течение второй половины 90-х годов поддерживать курс юаня на стабильном уровне даже в период финансового кризиса 1998 г., создав тем самым предпосылки для реализации политики низких процентных ставок в целях стимулирования экономического роста.

**Коста-Рика.** В этой стране валютные торги проводятся через закрытую электронную торговую систему – электронную валютную биржу МОНЕО, на которой действуют только участники, имеющие специальное разрешение. В рамках системы МОНЕО Центральный банк Коста-Рики осуществляет прямые валютные интервенции для сглаживания колебаний, спровоцированных спекулятивными или иными кратковременными изменениями обменного курса. Рыночный курс устанавливается на основе средневзвешенной стоимости валюты в системе МОНЕО за предшествующий день. В рамках системы Центральный банк Коста-Рики для стабилизации курса национальной валюты (колона) время от времени осуществляет валютные (долларовые) интервенции.

**Филиппины.** Валютные торги проводятся через Филиппинскую дилинговую систему Банковской ассоциации Филиппин, которая была учреждена в 1992 г. и развивается Банковской ассоциацией совместно с Центральным банком Филиппин в целях либерализации и модернизации валютного рынка. Это электронная система, торги на которой проходят в режиме реального времени. Подавляющее большинство сделок «песо–доллар» проводится через РО8. Объем иностранной валюты, которая может продаваться без документов и предварительного разрешения, составляет 10 тыс. долларов.

В РО8 заключаются сделки с исполнением как в тот же, так и на следующий день. Торги проводятся среди членов Банковской ассоциации при участии Центрального банка Филиппин. Банки совершают сделки как для своих клиентов, так и в собственных интересах. Филиппинские банки могут заключать сделки напрямую друг с другом либо через брокеров валютного рынка. Действуя через брокера, банки-члены могут использовать телефонную связь или даже другую электронную систему. Чтобы заключить сделку через брокеров, два банка, являющиеся членами РО8, должны подтвердить свою сделку через РО8. Когда банки торгуют за свой счет, они связаны лимитами позиций, установленными Центральным банком (не более 5% от своего не обремененного капитала для покупки или 10 млн. долларов, в зависимости от того, какая из этих сумм меньше, и 20% от него для продажи).

## **2.5. Основы организации универсальных бирж**

За последнее десятилетие XX века биржевая деятельность во всем мире подверглась значительным преобразованиям, которые полностью изменили облик современной биржи. Одним из таких изменений стала универсализация биржевой деятельности. Ее суть состоит в том, что одна биржа организует торговлю сразу на нескольких финансовых рынках: рынке ценных бумаг, рынке срочных сделок (фьючерсов и опционов) и, в некоторых случаях, рынке иностранной валюты. Это необходимо, чтобы адаптироваться к современным условиям, сложившимся в результате глобализации мировой экономики, и выстоять в конкурентной борьбе.

Раньше биржевые торги были ограничены размерами одного помещения – биржевого зала, который не мог вместить всех желающих. Отсутствие современных средств связи, например Интернета, исключало возможность удаленного доступа к бирже, поэтому брокер, находящийся в Париже, не мог участвовать в торговле на Нью-Йоркской фондовой бирже, и наоборот. Это накладывало жесткие ограничения на возможное число непосредственных участников биржевых торгов, а сам доступ к биржевым торгам был привилегией. Как правило, биржам не приходилось конкурировать между собой за то, чтобы привлечь как можно больше участников даже в границах одной страны, а тем более на международном уровне. Немыслимой была ситуация, когда биржа, находящаяся в одном государстве, привлекала участников торгов и компании, выпускающие ценные бумаги (эмитентов), из другого государства.

Современные технологии изменили биржевую деятельность. Они позволили перевести торговлю в электронную форму, когда не имеет значение, где находится участник торгов – в биржевом зале или вне его. Появилась технология удаленного доступа к биржевым торгам. Она открыла для бирж перспективы по привлечению новых клиентов и в то же время породила новые проблемы. Теперь участники торгов получили возможность выбирать биржу, на которой они хотят заключать сделки. С технической точки зрения, нет препятствий для того, чтобы, находясь на территории одной страны, торговать на бирже другой страны. Могут существовать юридические препятствия, но валютная либерализация и сближение законодательства разных государств привели к снятию административных барьеров для движения капитала из одной страны в другую. Деятельность бирж вышла за рамки национальных границ, и они стали конкурировать между собой на международном уровне. Например, чтобы привлечь инвестиции, компании не обязательно размещать свои ценные бумаги на бирже своего государства. Она может сделать это на иностранной бирже, где лучше условия и сосредоточено больше участников торгов, которые могут предъявить спрос на ценные бумаги. Иностранцев активно привлекают Нью-Йоркская, Лондонская фондовые биржи. Немецкая и Венская биржи совместно создали Новую европейскую биржу, которая специально предназначена для торговли ценными бумагами компаний из стран Центральной и Восточной Европы.

Перемещение деятельности бирж на качественно новый, международный уровень соответствует интересам инвесторов и эмитентов. Транснациональные корпорации, чтобы привлекать инвестиции, нуждаются в международном финансовом рынке. В свою очередь, крупные профессиональные (институциональные) инвесторы (банки, страховые компании, пенсионные и инвестиционные фонды) также осуществляют свою деятельность на международном уровне, перешагнув границы национальных рынков в поисках новых ценных бумаг и иных финансовых инструментов для инвестирования. Так, в США и Западной Европе уже появились фонды, которые специализируются на вложении средств на иностранных рынках, в том числе развивающихся.

Кроме того, традиционные биржи столкнулись с конкуренцией со стороны так называемых альтернативных торговых систем, которые с

самого начала создаются как электронные площадки и позволяют заключать сделки с меньшими издержками, но с достаточно большой скоростью, сохраняя при этом анонимность сторон сделки. Некоторые из этих систем ориентированы только на крупных, профессиональных участников финансовых рынков и на трансграничные операции. Зато другие системы создаются самими посредниками на финансовых рынках, которые сводят заявки своих клиентов вместо того, чтобы выставлять их на биржу. Это возможно, если у такого посредника достаточно много клиентов и это позволяет избежать расходов, связанных с уплатой биржевых сборов. В совокупности альтернативные торговые системы охватывают все категории участников, которые прямо или через брокеров участвуют в биржевой торговле. Например, в США торговля ценными бумагами через альтернативные системы в 1990 г. составляла 3% от общего объема торговли, а в 1998 г. уже, по разным оценкам, 16–18%.

Таким образом, «конкуренция» – это ключевое слово, когда мы говорим о биржевой деятельности сегодня. Организация торговли – услуга, которую биржа предоставляет участникам торгов и эмитентам, размещающим свои ценные бумаги. За это она взимает плату в виде различного рода взносов и комиссионных сборов. Инвесторы и эмитенты могут переходить с одной биржи на другую в поисках более выгодных условий и рынка, на котором присутствует наибольшее число участников. Оценивая привлекательность биржи, они руководствуются теми же критериями, что и клиенты в других отраслях экономики: качество, цена и набор предоставляемых услуг. В таких условиях может выстоять только та биржа, которая позволяет эффективно и с минимальными издержками торговать различными финансовыми инструментами в рамках одной системы. Эта идея – главная в годовых отчетах почти всех бирж за 2000–2001 гг. Так, в годовом отчете гонконгских бирж, объединившихся в 2000 г., указано, что «повышение эффективности и уменьшение издержек будут среди долгосрочных выгод от объединения фондового и срочного рынков».

Биржи пытаются расширить рамки своей деятельности, снизить издержки и привлечь большее число участников торгов несколькими способами. К ним относятся следующие:

1. Международное сотрудничество и формирование стратегичес-



ких альянсов с другими биржами: соединение торговых систем, унификация правил и условий доступа к торгам и т. п. Дальше будут приведены конкретные примеры такого сотрудничества (альянс скандинавских бирж Могех, проект глобального рынка акций, разрабатываемый 9 ведущими мировыми биржами).

2. Соединение биржевой и расчетно-клиринговой деятельности. Все усилия биржи по созданию удобной и привлекательной торговой площадки не приведут к желаемому результату, если отсутствует надежная, эффективная система исполнения биржевых сделок.

## 2.6. Валютный рынок Узбекистана

В соответствии с законами Республики Узбекистан «О Центральном банке Республики Узбекистан» и «О валютном регулировании» (в новой редакции) Центральный банк формирует и реализует политику в области валютного регулирования, выполняет функцию органа валютного регулирования и контроля в республике. В пределах своих полномочий Центральный банк устанавливает механизм определения курса национальной валюты к иностранной валюте.

На сегодняшний день в Узбекистане применяется режим плавающего обменного курса. Центральный банк осуществляет интервенции на валютном рынке для сглаживания сезонных колебаний и поддержания минимально необходимого уровня золотовалютных резервов. В первом полугодии 2004 г. валютная политика Центрального банка была направлена на обеспечение устойчивости обменного курса, поддержку международных резервов на уровне, достаточном для осуществления денежно-кредитной политики, своевременных расчетов по внешнему долгу и международным операциям.

Основным обменным курсом на валютном рынке Узбекистана является курс ЦБУ, который определяется на основе средневзвешенных курсов межбанковских торговых сессий на Узбекской республиканской валютной бирже (УзРВБ). Данный курс используется для ведения бухгалтерского учета, статистической и иной отчетности, а также для исчисления таможенных платежей на территории страны. В качестве основной резервной валюты при определении обменного курса сума используется доллар США, в отношении которого применяется прямая котировка. Обменный курс сума в отношении остальных валют определяется посредством применения кросс-курса. Курс обменных пунктов, исполь-

зуемый для операций с наличной иностранной валютой, определяется уполномоченными банками на основе спроса и предложения. Коммерческие банки осуществляют операции по купле-продаже наличной иностранной валюты с четырьмя основными резервными валютами – доллары США, евро, британский фунт стерлингов, японская иена.

В первом полугодии 2004 г. наблюдалась устойчивость номинального обменного курса сума, чему способствовало проведение жесткой денежно-кредитной политики. Так, среднемесячный номинальный обменный курс сума по отношению к доллару США в первом полугодии 2004 г. снизился на 3,4%, а по сравнению с аналогичным периодом 2003 г. – на 4,5% (табл. 1). Среднемесячный обменный курс наличной иностранной валюты за первые шесть месяцев 2005 г. снизился на 3,2%, а по сравнению с аналогичным периодом прошлого года – на 2,4%. Постепенную тенденцию к снижению в динамике обменного курса национальной валюты можно объяснить, в частности, воздействием таких факторов, как снижение инфляционных ожиданий и изменение монетарных агрегатов.

Динамика реального обменного курса национальной валюты по отношению к иностранной валюте является одним из основных индикаторов изменения уровня конкурентоспособности местной продукции по отношению к товарам страны, чья иностранная валюта рассматривается. При выборе иностранной валюты для расчета двустороннего реального обменного курса наиболее важными критериями выступают уровень развития внешнеторговых связей между странами и валюта расчетов в экспортно-импортных операциях. С учетом этих факторов рассмотрим динамику реальных обменных курсов сума по отношению к доллару США, российскому рублю, украинской гривне и казахской тенге.

Во втором квартале 2004 г. колебания в динамике реальных обменных курсов сума происходили в сторону снижения, но с различным отрывом друг от друга. Реальный обменный курс сума по отношению к доллару США снизился на 6,2% по сравнению с соответствующим показателем предыдущего года. Одновременно реальный обменный курс сума по отношению к российскому рублю подешевел на 2,8%, украинской гривне – на 3,5%, казахскому тенге – на 4,0%. Это объясняется сравнительно высокой девальвацией номинального обменного курса сума при более быстром снижении индекса потребительских цен. Постепенное снижение реального обменного курса национальной валюты по отношению к валютам основных внешнеторговых партнеров стра-

ны способствует поддержанию ценовой конкурентоспособности местной продукции на внешних рынках.

Таблица 1

**Номинальный обменный курс сума  
по отношению к доллару США**

Период	Обменный курс ЦБУ (сум/\$)	Изменение по сравнению с прошлым периодом (%)	Курс наличной иностранной валюты (сум/\$)	Изменение по сравнению с прошлым периодом (%)
2000	236,6	89,9	450,1	183,5
2001	422,9	78,8	829,0	84,2
2002	770,8	82,3	1093,8	31,9
2003	971,6	26,0	995,1	-9,0
03/I	965,3	7,7	1014,7	-3,1
03/II	970,0	0,5	1005,0	-1,0
03/III	974,1	0,4	979,7	-2,5
03/IV	976,8	0,3	980,9	0,1
04/I	989,1	1,0	993,8	1,0
04/II	1010,1	2,1	1012,5	2,0

*Источник:* Центральный банк Республики Узбекистан.

Другим важным индикатором конкурентоспособности местных производителей на внешних рынках является индекс реального эффективного обменного курса. С понижением этого курса экспорт становится более выгодным, а импорт – менее прибыльным, и наоборот – в случае повышения курса. Для расчета данного курса реальный обменный курс сума в отношении отдельных валют суммируется с учетом доли каждой страны во внешнеторговом обороте Узбекистана. В настоящее время Узбекистан осуществляет внешнеторговую деятельность с более 140 странами мира. Основными внешнеторговыми партнерами республики являются около двадцати стран, на долю которых приходится примерно 70% всего внешнеторгового оборота страны. По итогам второго квартала 2004 г. основными внешнеторговыми партнерами Узбекистана выступали такие страны, как Российская Федерация, доля которой в совокупном внешнеторговом обороте республики составила 16,6%, США – 6,0%, Великобритания – 5,8%, Турция – 5,1%, Китай – 4,9%, Корея – 4,6%, Казахстан – 4,4%, Иран – 4,2%, Германия – 3,2%, Швейцария – 3,2%.

В последнее время динамика реального эффективного обменного курса сума имеет постепенную тенденцию к снижению. Если в течение 2000–2002 гг. в динамике реального эффективного курса сума наблюдались резкие падения, то начиная с 2003 г. данный курс значительно стабилизировался. Так, в течение 2003 г. снижение реального эффективного курса сума составило 12,1%, в первом полугодии 2004 г. – 6,6%. Стабилизации реального эффективного обменного курса национальной валюты способствовала жесткая монетарная политика ЦБУ.

### **Динамика обменных курсов на международных рынках**

Во втором квартале 2004 г. на международных рынках обменный курс доллара США по отношению к евро обесценился на 1,6%, к британскому фунту стерлингов – на 0,5%, а к японской иене – на 1,6%. На снижение курса доллара значительное влияние оказал дефицит торгового баланса США, который в апреле достиг рекордного значения – 48,33 млрд долларов. По сравнению с мартом 2004 г. торговый дефицит экономики США увеличился на 1,7 млрд долларов. Объем импорта в США увеличился в апреле на 0,2% по сравнению с мартом – до 142,3 млрд долларов, что стало новым рекордным значением. Увеличение объема импорта отразило высокий потребительский спрос в Америке на импортные товары и рост цен на нефть. Объем экспорта американских товаров уменьшился в апреле на 1,5% до 93,9 млрд долларов.

В апреле произошло повышение курса доллара США по отношению к евро на 0,1%, которое сопровождалось экономическим оживлением в США: улучшение условий на рынке труда, повышение доверия потребителей, укрепление розничной торговли. В мае этот курс был подвержен широким колебаниям, и на конец месяца снизился на 2,0%, что было вызвано ростом дефицита по счету текущих международных операций в США. В июне курс доллара укрепился на 0,3%, что было вызвано как ростом дефицита по счету текущих международных операций, так и ростом цен в США.

На снижение курса доллара США по отношению к японской иене в апреле на 2,5% оказало воздействие снижение чистых покупок ценных бумаг в иностранной валюте японскими инвесторами в первом квартале текущего года. В мае приток иностранного капитала в Японию и снижение цен на японские ценные бумаги, а также ожидание влияния снижения энергетических издержек на экономику привело к укреплению иены на 0,2%. В июне курс иены по отношению к доллару США

укрепился на 0,7%, что произошло в основном за счет повышения доходности японских активов.

### **Краткие выводы**

Биржевой валютный рынок позволяет существенно снизить издержки для всех групп участников. Так государство в лице контролирующих органов получает возможность оперативного управления валютным курсом, для которого, в противном случае, потребовалось бы создать и поддерживать дорогостоящую систему информационного мониторинга и надзора. В свою очередь, непосредственные участники при работе на биржевом валютном рынке получают не только гарантии исполнения сделок, но и в целом возможность минимизации своих транзакционных издержек. Постоянные исследования рынка показывают, что биржевые комиссионные составляют наименьшую часть конверсионных транзакционных издержек участников внешнеэкономической деятельности, а снижение биржевых комиссий не приводит к сокращению тарифов коммерческих банков.

Наличие в стране валютной биржи значительно сокращает общий уровень финансовых рисков в банковской системе, что, в частности, позволяет более эффективно противодействовать валютным кризисам и бороться с их последствиями. Вместе с тем, следует учитывать, что создание и развитие биржевого валютного рынка требуют долгосрочной и планомерной программы действий, а его организацию нельзя отнести к числу оперативных антикризисных мероприятий, поскольку это невозможно сделать в сжатые сроки.

В современных условиях относительная стабилизация внутреннего финансового рынка после острого кризиса – еще не повод для отказа от поддержания и развития биржевой торговли валютой, поскольку национальная денежная единица еще слаба, а ее курс по-прежнему зависит от внешнеэкономической конъюнктуры.

#### **Контрольные вопросы:**

1. Основы организации биржевых валютных рынков.
2. Понятие валютной биржи.
3. Как государство регулирует деятельность фондовой биржи?
4. История возникновения фондовой биржи.
5. Вопросы организации универсальной биржи.
6. Развитие валютного рынка Узбекистана.

### 3.1. Институциональная структура рынка капитала. Коммерческие банки

Первыми институтами, создававшимися для перераспределения денежных ресурсов, были банки, точнее коммерческие банки. Банки привлекают средства тех, кто не испытывает срочной необходимости в имеющихся у них деньгах, предоставляя их тем, кто в конкретный момент нуждается в большей сумме денег, чем та, которой они располагают.

В условиях экономики с централизованным планированием, которая существовала, в частности, в Советском Союзе, решение банка о выделении определенных средств принималось на основе соображений, связанных с плановыми целями расширения производства.

В рыночной экономике выделение средств коммерческими банками обусловлено иными мотивами: «Сможет ли лицо, подавшее просьбу о получении банковской ссуды, выплачивать проценты, начисляемые в качестве стоимости кредита? Есть ли риск того, что заявитель не сможет выплатить долг к необходимому сроку?» Для того, чтобы ответить на эти вопросы, коммерческий банк рассматривает поданное заявление на предмет предполагаемого использования кредита и финансовую историю заявителя. Обычно банк не может удовлетворить всех желающих получить кредиты, он выбирает тех, кто, по его оценке, будет использовать взятые займы деньги наиболее эффективно, т. е. при принятии решения главенствующую роль играет конкуренция.

Банки зависят от возврата ссуд, поскольку им необходимо поддерживать «пул» средств, предназначенных для выдачи кредитов. Начисляемые банками проценты формируют прибыль, которую они получают от кредитования. Однако выплаты по процентам покрывают лишь малую часть банковского риска, связанного с невыплатой ссуженных денег. Поэтому банки делают всё, чтобы гарантировать выплату кредита должником. В частности, банки очень внимательно рассматривают кандидатов на получение кредита и выдают ссуды лишь тем, чья платежеспособность не оставляет сомнений. Кроме того, коммерческие банки зачастую требуют, чтобы получатель кредита предоставил определенную, имеющую ценность собственность в качестве обеспечения ссуды, которую в случае невыплаты займа банк может продать для возврата части или всей суммы ссуженных средств.

В силу названных причин коммерческие банки предпочитают предос-

тавлять кредиты лицам с солидным балансовым отчетом, т.е. имеющим материальные активы, которые служат залогом для обеспечения займа. При наличии выбора коммерческие банки предпочитают предоставлять кредиты наиболее сильным в финансовом отношении заемщикам, избегая кредитования слабых либо рискованных клиентов. В результате у предприятий, не имеющих большого объема материальных активов, даже если они способны получать значительную прибыль, могут возникнуть трудности с получением финансирования. Новые предприятия также могут столкнуться с проблемами при получении банковского финансирования по причине того, что у них нет предшествующей кредитной истории, которую банк мог бы принять во внимание при оценке риска неуплаты.

В то же время интересы развития экономики страны требуют появления и поддержки инноваций: новые предприятия создают новую продукцию, предоставляют новые услуги, они могут принести инновационные технологии и дать возможность новым предпринимателям выйти на рынок. В свою очередь, новые предприниматели, новые технологии, новая продукция и услуги стимулируют уже установившиеся предприятия к улучшению их продукции и услуг и разработке новых методов ведения бизнеса для того, чтобы успевать за конкурентами.

### **3.2. Присутствие банков с участием иностранного капитала в Узбекистане**

В Узбекистане основой законодательной базы, регулирующей деятельность банков с иностранным капиталом, являются законы Республики Узбекистан «О банках и банковской деятельности», «Об иностранных инвестициях», «О гарантиях и мерах защиты прав иностранных инвесторов» и другие. Согласно действующему законодательству иностранные кредитные институты вправе создавать совместные банки или открывать свои дочерние банки. Открытие в Узбекистане филиалов иностранных банков не допускается. Размер участия иностранных инвесторов в капитале открываемых совместных банков должен составлять не менее 30% от общей суммы уставного капитала. При этом один из иностранных инвесторов должен быть юридическим лицом. Учредителями таких банков могут выступать резиденты и нерезиденты, физические и юридические лица, а также банки-нерезиденты (кроме юридических лиц, зарегистрированных в оффшорных зонах). Минимальный размер уставного капитала банков с участием иностранного капитала установлен в сумме, эквивалентной 5

млн. долларам США. Кроме того, иностранные банки должны иметь высокий первоначальный рейтинг: предпочтение отдается банкам-нерезидентам, краткосрочные обязательства которых имеют по классификации IBCA, Moody's или Standard and Poog's рейтинг не ниже А1 (или А+). Обязательным также является предъявление лицензии материнского банка и достаточно высокий уровень капитализации материнского банка. Уставный капитал банка-нерезидента, желающего открыть дочерний банк или участвовать в капитале банка на территории Узбекистана, должен быть не менее 30 млн. долларов США в эквиваленте.

На 1 июля 2004 года в Узбекистане действовали 33 коммерческих банка, из которых 3 – государственных банка, 13 – акционерных банков, 12 – частных банков, 5 – банков с участием иностранного капитала. Среди банков с участием иностранного капитала 4 (АБН Амробанк, УзДЭУбанк, УзПриватбанк, УТ банк) представлены в форме совместных банков и 1 (Содеротбанк) – в форме дочернего банка (табл. 2). Кроме того, в Узбекистане работают представительства зарубежных банков: Банкгезельшафт Берлин АГ (Германия), Коммерцбанк АГ (Германия), Дрезднер Банк АГ (Германия), Кредит Свисс (Швейцария), JP Морган Чейз Банк (США) и Национальный Банк Пакистана (Пакистан).

Таблица 1

**Банки с участием иностранного капитала в Узбекистане**

Банки	Активы		Акционерный капитал	
	млн сум	доля в активах банков с участием иностранного капитала, %	млн. сум	доля в капитале банков с участием иностранного капитала, %
АБН АМРОбанк	90870	53,2	10067	29,0
УзДЭУбанк	42958	25,1	9663	27,9
УзПриватбанк	21536	12,6	4666	13,5
УТбанк	8730	5,1	5556	16,0
Содеротбанк	6715	3,9	4707	13,6
Всего	170810	100,0	34659	100,0

Источник: газета Банковские ведомости, № 15, 19, 20, 22, 23, 24, 25.

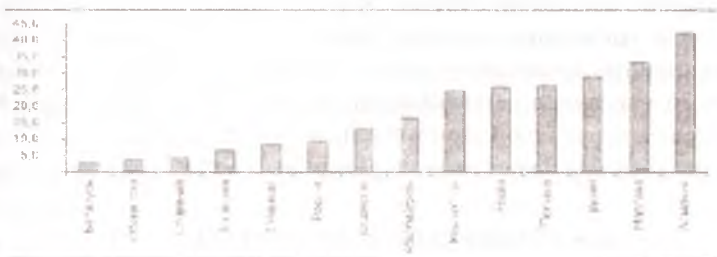


Крупнейшим банком с участием иностранного капитала в Узбекистане является АБН Амробанк, который контролирует 2,1% всех банковских активов, на втором месте находится УзДЭУбанк (1,0%), на третьем – Узприватбанк (0,5%). Остальные банки имеют пока существенно меньшую долю на рынке, хотя по размеру капитала они находятся примерно на одном уровне с Узприватбанком. В течение периода 2001–2003 гг. АБН Амрб увеличил свою долю активов среди иностранных банков с 43,3% до 53,2%, Узприватбанк – с 8,5% до 12,6%. Но не у всех иностранных банков наблюдалась положительная тенденция в изменении активов. За последние три года рыночная доля УзДЭУбанка среди группы банков с иностранным капиталом снизилась на 5,3%, УТбанка – на 3,5%, Содерот банка – на 0,5%. Возможно, это временное явление. Однако дальнейшее продолжение данной пассивной стратегии ведения бизнеса этими банками может привести к еще большему сокращению их доли на рынке банковских услуг.

Хотя стратегические соображения тоже важны, но высокая доходность является одним из лучших аргументов для расширения бизнеса в той или иной стране. Происходящие структурные реформы и специфика переходной экономики предполагают сравнительно высокую прибыльность банковского бизнеса в Узбекистане. Так, согласно финансовому отчету АБН Амробанк в 2002 г. получил 3,9 млн долл. чистой прибыли (по международным стандартам бухгалтерской отчетности). Однако в 2003 г. этот показатель был намного ниже – 1,0 млн долл. Рентабельность активов в 2002 г. находилась на уровне 6,5%, а рентабельность капитала составила 29,7%, в 2003 г. эти показатели составили 1,2% и 10,4% соответственно. С учетом того, что иностранные банки ведут осторожную кредитную политику и размещают основную часть своих активов в ликвидные средства, то уровень прибыльности их операций можно считать высокой. В то же время высокая доходность операций сочетается с не менее сильной волатильностью. Убытки или резкое сокращение прибыли за один неудачный год способны существенно повлиять на общий уровень капитализации банка.

Рыночная доля банков с участием иностранного капитала в Узбекистане остается сравнительно невысокой по сравнению как с потенциалом рынка, так и с другими странами с переходной экономикой. В течение последних трех лет капитал иностранных банков оставался почти неизменным, а активы имели тенденцию к росту. На конец 2003

г. банки с участием иностранного капитала контролировали 3,9% всех активов и 4,4% совокупного капитала банковской системы в Узбекистане (график 1). Для сравнения: доля банков с участием иностранного капитала в общих активах банковской системы составляет в России 9%, в Казахстане – 13%, в Кыргызстане – 24%. Сравнительные показатели рынка банковских услуг Узбекистана, такие, как недостаток банковских мощностей (доля банковских активов и кредитов в ВВП) и высокая процентная маржа в банковском секторе, свидетельствуют о недостаточном уровне присутствия иностранных банков в стране.



**График 1. Доля банков с участием иностранного капитала в общих банковских активах в %**

*Источник:* Мировой банк, 2002, Центральный банк Узбекистана, 2004.

Банки с участием иностранного капитала тщательно выбирают клиентов и предпочитают работать с иностранными компаниями либо с такими местными фирмами, которые достигли необходимой степени «прозрачности» операций и собственности. В настоящее время основными клиентами иностранных банков являются представительства иностранных фирм и организаций, совместные и крупные частные предприятия, физические лица. Целевой клиентской группой для банков с участием иностранного капитала являются, разумеется, иностранные компании и крупные местные предприятия, участвующие в экспорте и/или импорте. Однако потенциал роста на данном направлении не безграничен. Приход каждого нового игрока и постепенное укрепление местных банков означают обострение конкуренции. Через какое-то время размеры банковской маржи начнут уменьшаться, и для нейтрализации

этой тенденции иностранным банкам придется переходить от работы с крупными компаниями и «голубыми фишками» к освоению новых сегментов рынка и переходу к более активной рыночной стратегии.

Наиболее распространенные направления кредитования в Узбекистане связаны с финансированием внешней торговли, а также пополнением оборотных средств местных производственных отделений иностранных компаний. Помимо более или менее общих областей специализации существуют и специфические, которыми занимаются иностранные банки. К ним относятся: работа в отдельных случаях с мелким и средним бизнесом; работа с корпоративными облигациями; международные денежные переводы физических лиц. Следует отметить, что иностранные банки пока еще не проявили интерес к работе со средствами населения и потребительскому кредитованию. Хотя в других странах с переходной экономикой, включая Россию, иностранные банки активно осваивают именно розничный бизнес (retail banking).

### **3.3. Финансовые институты, отличные от коммерческих банков**

По мере развития системы перераспределения денежных ресурсов возникают альтернативы финансированию через коммерческие банки. Появляются различные виды небанковских или не принимающих депозиты финансовых институтов, которые дополняют в качестве конкурирующей альтернативы коммерческие банки в области предоставления средств семьям и предприятиям. Эти так называемые небанковские финансовые институты могут принимать в разных странах самые различные формы: брокеры и дилеры, занимающиеся операциями с ценными бумагами, торговые и инвестиционные банки, венчурные фирмы, пенсионные фонды, страховые, инвестиционные, лизинговые и факторские компании, ломбарды, эмиссионные дома и андеррайтеры. Как и коммерческие банки, небанковские финансовые институты играют посредническую роль: они изыскивают различные пути подбора лиц, нуждающихся в дополнительных денежных ресурсах, для тех, кто имеет средства для инвестирования. Один из специалистов в данной области профессор Baruch College (City University, Нью-Йорк) Линда Аллин описывает основные функции финансовых посредников как «передачу риска» и «выбор времени для перемещения денежной наличности». Финансовые институты разрабатывают такие формы финансовых акти-

вов, которые позволяют предоставляющим и использующим инвестируемые средства контролировать степень риска и корректировать время наличия денежных средств.

В целом небанковские финансовые институты в качестве посредников для предоставления денежных средств выступают на других, более разнообразных условиях, нежели коммерческие банки. Конкурируя друг с другом, эти институты берут на себя задачу изыскания как новых источников финансирования, так и возможностей их наиболее выгодного использования. Конкуренция между различными видами небанковских финансовых институтов, с одной стороны, а также между небанковскими финансовыми институтами и коммерческими банками, с другой, способствует максимально эффективному размещению имеющихся сбережений и дисциплине предприятий в использовании этих средств эффективным образом.

В рамках универсального банковского дела коммерческие банки, кроме традиционных кредитных и депозитных продуктов, предоставляют клиентам широкий круг услуг в области инвестиционного банковского бизнеса на рынке ценных бумаг, на страховом рынке, по операциям с недвижимостью и др. Универсальные коммерческие банки становятся крупными акционерами промышленных и торговых компаний. В 1990-е годы большую силу приобрела тенденция к конвергенции коммерческого и инвестиционного банковского дела, формировались финансовые конгломераты, основанные на взаимной собственности различных типов финансовых институтов.

Принято считать, что рынок капитала является центральным звеном системы, основанной на конкуренции. Если капитал предоставляется на конкурентной основе, то он достается тем, кто этот капитал может наиболее выгодно применить, т. е. использовать наиболее результативно и эффективно. Таким образом, ограниченный объем финансового капитала будет находить в системе наиболее эффективное применение.

Отсутствие эффективных финансовых рынков приводит к искажениям в экономике, которые ограничивают возможности для конкуренции. Например, в одной из стран Среднего Востока существует дефицит долгосрочного капитала. Как следствие, в экономике этой страны возникают искажения. Характеристика таким рынкам дана одним из ведущих экономистов: «Предприятия – как большие, так и малые –

стремятся полагаться на внутреннее финансирование. Менеджеры некоторых компаний гордятся низким уровнем внешней задолженности своих предприятий. Этот низкий уровень внешней задолженности означает, что наращивание основного капитала должно финансироваться за счет прибыли или отсрочки платежей по банковским ссудам либо за счет того и другого вместе. Можно ожидать, что такая практика будет удерживать руководство предприятий от расширения своей деятельности, в результате чего предприятия не смогут достичь оптимального, необходимого для максимальной эффективности, масштаба деятельности. Необходимость получения инвестиционного капитала из прибыли, в свою очередь, заставляет менеджеров устанавливать высокий порог прибыльности (такая практика представляется общепринятой). результатом чего являются высокие цены. В случае, если на менеджеров оказывается давление, чтобы они использовали большую часть прибыли для платежей в качестве дивидендов, тенденция к установлению высокого уровня прибыльности для получения оборотного капитала и наращивания основного капитала еще более усиливается».

В глобальной экономике XXI века конкуренция имеет международный характер. Страны стремятся повысить конкурентоспособность своих национальных хозяйств. Поэтому все страны мира уделяют большое внимание развитию финансовых рынков и институтов.

В частности, в последнее время в целом ряде стран были отменены различные ограничительные положения в финансовой области с целью повышения эффективности мобилизации и размещения капитала, а также расширения роли частного сектора в системе перераспределения денежных ресурсов. В 1997–1998 гг. эта политика и проведенные реформы подверглись серьезным испытаниям в связи с финансовыми кризисами, которые начались в Азии, а в августе 1998 г. распространились на Россию. Финансовые кризисы последних лет привели повсеместно к большей осторожности в проведении реформ финансового сектора, хотя не уменьшили общей устремленности к дерегулированию как цели, способствующей более эффективному функционированию систем перераспределения денежных ресурсов.

### **3.4. Характеристики рынка капитала**

Рынок капитала (финансовый рынок), как и товарный рынок, является механизмом, позволяющим продавцам и покупателям встретиться

ся и заключить сделку. Рынок капитала может быть местом, куда действительно приходят представители покупателей и продавцов (Нью-Йоркская фондовая биржа), либо же коммуникационной сетью, которая связывает покупателей и продавцов и не требует их физического присутствия (Лондонская фондовая биржа). Экономика финансовых рынков четко отражена в докладе, представленном на конференции Мирового банка по фондовым рынкам в 1995 г.

**Извлечение из:** Jack Glen. «International Comparison of Stock Trading Practices». Paper presented at the World Bank Conference on Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth, February 16,17, 1995, p.2.

«Финансовые рынки играют важную роль в экономике капитализма, способствуя взаимодействию между инвесторами (обладателями сбережений) и потребителями капитала. Чем лучше они выполняют свою функцию, тем больше вероятность того, что обладатели сбережений будут заинтересованы в предоставлении своего капитала и, соответственно, будет более низкой его стоимость для потребителей денежных ресурсов, которые, в свою очередь, будут заинтересованы в том, чтобы получить капитал из внешних источников вместо того, чтобы использовать свои собственные сбережения. Способствуя такому взаимодействию, эффективно работающие финансовые рынки помогают достичь больших темпов прироста инвестиций / сбережений, что приводит к ускорению экономического роста. Именно поэтому необходимы хорошая организация и регулирование финансовых рынков.

Участники финансового рынка нуждаются в его четырех основных функциях. Как для инвесторов, так и для эмитентов рынок должен раскрывать информацию о стоимости финансовых активов, именно поэтому в финансовых кругах уделяется такое большое внимание способности рынков эффективно перерабатывать информацию. Информационная роль чрезвычайно важна, поскольку она является основой для принятия решений об инвестировании и эмиссии ценных бумаг: благодаря ей участники рынка узнают о цене (стоимости) конкретных финансовых инструментов.

Вторая и третья функции – это сберегательные функции для инвесторов: хранение богатства и распределение рисков через диверсификацию.

Четвертая функция непосредственно связана с предложением на рынке и ролью финансовых рынков как источников капитала. Способ-

ность рынков выполнять эту функцию – мобилизовать капитал – делает их особенно привлекательными для развивающихся стран, где предложение капитала может быть недостаточным. В экономике с неразвитым финансовым рынком нехватка капитала затрудняет развитие»<sup>1</sup>.

### **3.5. Денежный рынок и банковский сектор Узбекистана**

#### **3.5.1. Денежно-кредитная политика**

В первом полугодии 2004 г. денежно-кредитная политика была направлена на укрепление макроэкономической стабильности, ограничение инфляционных процессов и стабилизацию обменного курса национальной валюты. В этот период за основу курса денежно-кредитной политики Центральным банком были взяты количественные прогнозы ВВП, дефлятора ВВП, уровня инфляции на 2004 г.

Оперативной целью денежно-кредитной политики в первом полугодии 2004 г. было управление объемом резервных денег. Управление предложением денег осуществлялось через контроль за объемами чистых международных резервов и чистых внутренних активов Центрального банка с использованием всех инструментов, имеющихся в его распоряжении. В качестве основных инструментов денежно-кредитной политики Центрального банка применялись: ставка рефинансирования, обязательные резервные требования, операции на внутреннем валютном рынке, депозитные операции, операции с государственными ценными бумагами и облигациями.

Осуществление комплекса мер по либерализации экономической, фискальной и денежно-кредитной политики, установление жесткого контроля за изменением целевых параметров монетарных агрегатов дали возможность снизить уровень инфляции и обеспечить стабильность курса национальной валюты. Индекс потребительских цен в первом полугодии 2004 г. составил – 0,8% против 4,2% в первом полугодии 2003 г. Это, в свою очередь, привело к снижению процентных ставок коммерческих банков и соответственно к значительному росту объема кредитования реального сектора экономики.

В течение первого полугодия 2004 г. ставка рефинансирования ЦБУ поддерживалась на уровне 20% годовых. С учетом снижения уровня

---

<sup>1</sup> Рот Алан, Захаров А., Миркин Я, Бернард Ричард, Баренбойм П., Берн Бруксли. Основы государственного регулирования финансового рынка, - М., 2002

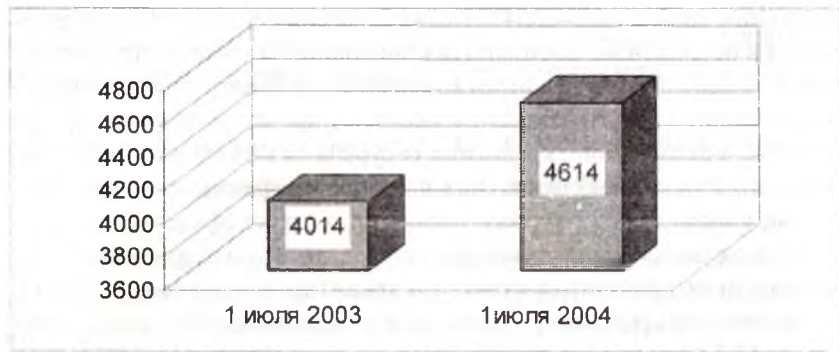
инфляции с начала июля 2004 г. ставка была снижена до 18%. Центральный банк осуществлял постоянный мониторинг за уровнем процентных ставок по депозитам и кредитам коммерческих банков, анализ спроса и предложения на деньги (кредитные ресурсы), проводил операции по привлечению и размещению кредитных ресурсов на межбанковском рынке. Уменьшение уровня инфляции, снижение ставки рефинансирования и обеспечение положительного уровня процентных ставок оказали существенное влияние на снижение процентных ставок кредитам и депозитам. Средневзвешенная процентная ставка по кредитам коммерческих банков, выдаваемым на срок менее одного года в национальной валюте, снизилась на 10,8 процентных пунктов аналогичного показателя 2003 г. и составила 20,6%. Одновременно средневзвешенная ставка по срочным депозитам юридических лиц в национальной валюте снизилась почти на 7,6 процентных пунктов, а по срочным депозитам физических лиц – на 6,1 процентных пунктов. Постепенное снижение процентных ставок позволяет хозяйствующим субъектам, в том числе предпринимателям и субъектам малого бизнеса, расширить горизонты инвестиционного планирования и увеличить объемы долгосрочных кредитов.

### **3.5.2. Развитие банковского сектора**

В соответствии с Законом «О Центральном банке Республики Узбекистан» Центральный банк Узбекистана (ЦБУ) осуществляет регулирование и надзор за деятельностью коммерческих банков, кредитных союзов и ломбардов. В настоящее время основным сегментом кредитного рынка Узбекистана выступает банковский сектор, который представлен 32 коммерческими банками с 805 отделениями по всей республике. В структуру коммерческих банков входят 11 частных банков, 5 – с участием иностранного капитала, 3 государственных банка и 13 – смешанной формы собственности. По итогам первого полугодия 2004 г. количество мини-банков достигло 1003, что на 324 единицы больше, чем в аналогичном периоде 2003 г.

В первом полугодии 2004 г. основные показатели банковской системы, такие, как общие активы, кредитный портфель, совокупный капитал и объем привлеченных вкладов населения, имели тенденцию к росту. Так, на 1 июля 2004 г. общая сумма активов коммерческих банков выросла на 14,9% по сравнению с аналогичным периодом 2003 г. и составила 4614 млрд сумов (график 2).





**График 2. Совокупные активы коммерческих банков, млрд сум**

Основная часть общих активов банков приходится на долю кредитов, выданных реальному сектору. В отраслевом разрезе наибольшая часть кредитов была выдана на развитие промышленности – 58,4%, транспорт и коммуникацию – 15,1%, строительство – 4,9%, материально-техническое обеспечение – 4,7%.

Кредитные ресурсы коммерческих банков были направлены как на финансирование приоритетных проектов, так и на поддержку субъектов малого бизнеса и индивидуального предпринимательства. В первом полугодии 2004 года субъектам малого бизнеса было выделено льготных кредитов в объеме 193 млрд сумов, в том числе микрокредиты 17,2 млрд сумов, в основном в виде средних и долгосрочных кредитов (67,2% от общего объема). На формирование стартового капитала банками было выделено 8,5 млрд сумов.

Снижение уровня инфляции и, соответственно, ставки рефинансирования повлияло на повышение спроса на кредитные ресурсы и увеличение объемов кредитования реального сектора экономики. Это позволило коммерческим банкам увеличить долю среднесрочных и долгосрочных кредитов в общих кредитных вложениях, которая достигла 81,2% в первом полугодии 2004 г. по сравнению с 80,2% за соответствующий период 2003 г.

В целях совершенствования механизмов кредитования сельскохозяйственного производства правительство и Центральный банк Узбекистана предпринимают меры по поэтапному переходу к коммерческому кредитованию сельского хозяйства.

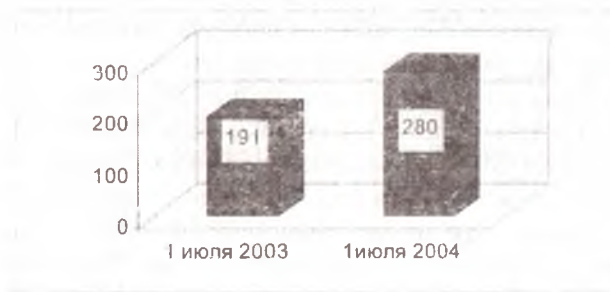
В соответствии с постановлением Кабинета Министров от 30 октября 2003 г. № 476 Центральным банком было разработано положение, обеспечивающее поэтапный переход к целевому кредитованию затрат фермерских хозяйств по производству хлопка и зерна, закупаемых для государственных нужд. Согласно положению, начиная с урожая 2004 года, коммерческое кредитование осуществляется в восьми регионах республики, а начиная с урожая 2005 г. в данную систему вовлечены и остальные регионы страны. В дополнение к этому был разработан механизм кредитования коммерческими банками фермерских хозяйств под залог будущего урожая и права аренды земельного участка. К настоящему времени в рамках механизма прямого коммерческого кредитования фермерским хозяйствам выделено кредитов на сумму 56,5 млрд сумов.

В целях формирования системы учета информации о кредитных историях заемщиков Центральным банком утверждено положение о порядке формирования базы данных Национального института кредитной информации (НИКИ) и предоставления кредитной информации Межбанковскому кредитному бюро (МКБ) и коммерческим банкам. Единый реестр кредитной информации формируется на основе предоставленных коммерческими банками данных о кредитных, лизинговых и факторинговых договорах, сведениях о заложенном имуществе и гарантиях (поручительствах, страховых полисах), а также информации, полученной от государственных статистических органов, негосударственных организаций и хозяйствующих субъектов. Эффективное функционирование системы учета информации о кредитных историях заемщиков будет способствовать повышению качества банковского надзора и снижению кредитных рисков.

Аналогично этому совокупный капитал коммерческих банков на 1 июля 2004 г. увеличился на 9,4% по сравнению с показателем на 1 июля 2003 г. и составил 835 млрд сум. Этому способствовали меры, предпринимаемые правительством, ЦБУ и коммерческими банками по повышению уровня капитализации банков, привлечению новых акционеров, в том числе физических лиц, в уставные фонды банков. В частности, было принято постановление Кабинета Министров от 26 февраля 2004 г. № 89, которое предусматривало увеличение максимальной доли одного акционера или группы связанных акционеров в уставном капитале банка с 7 до 25%. В результате этих мер количество акционеров коммерческих банков выросло по отношению к 1 июля 2003 г. на 4,7 тыс. и составило 170,9 тыс. акционеров, включая 4,6 тыс. физических и 116,8 тыс. юридических лиц.

Привлечению дополнительного капитала в банковский сектор способствуют сравнительно низкий уровень риска и высокая доходность вложений в банковские капиталы. Об этом также свидетельствует тот факт, что в настоящее время 4 из 6 акционерных обществ, акции которых включены в высшую категорию листинга (категория «А», куда включены акционерные общества с высоколиквидными и прибыльными акциями) республиканской фондовой биржи «Ташкент», являются коммерческими банками (Узпромстройбанк, Пахтабанк, Узжилсбербанк и Галлабанк).

В результате осуществления активных маркетинговых программ объем вкладов населения в банках составил 280 млрд сумов на 1 июля 2004 г., что почти на 47% выше показателя 2003 г. (график 3).



*График 3. Денежные средства населения в коммерческих банках, млрд сум*

При этом наблюдалась тенденция увеличения сроков погашения банковских вкладов, что свидетельствует о снижении инфляционных ожиданий и усилении доверия населения к коммерческим банкам республики. Так, на 1 июля 2004 г. доля срочных и сберегательных вкладов в общем объеме денежных вкладов населения составила 78%, тогда как этот показатель за соответствующий период 2003 г. составил 69%. В то же время расширяется использование в денежном обращении пластиковых карт: число эмитированных карт выросло на 14%, а объем операций по пластиковым картам увеличился на 35%.

### **Краткие выводы**

Доказательством важности финансовых рынков является тот факт, что проблемы рынков, их участников и способности рынков выполнять указанные четыре функции стали предметом отдельных отраслей фи-

нансовой науки. В области корпоративных финансов предметом исследований являются эмитенты ценных бумаг, а также то, как делается выбор между различными финансовыми инструментами. Теория рынков капитала изучает процесс установления стоимости ценных бумаг и роль финансовых посредников. Теория микроструктуры рынка анализирует процесс торговли ценными бумагами и влияние, оказываемое системами торговли на поведение и успех рынка.

Экономическая теория указывает, что способность финансовых рынков привлекать частный капитал во многом зависит от институционального устройства этих рынков, что, в свою очередь, определяется системой регулирования, в рамках которой функционирует рынок, а также микроструктурой рынка. Регулирование играет чрезвычайно важную роль, поскольку оно определяет, кто может быть участником рынка, какие ценные бумаги могут продаваться и, в определенных пределах, каков уровень издержек торговли финансовыми активами.

**Контрольные вопросы:**

1. Какова структура рынка капитала
2. Деятельность коммерческих банков с иностранным капиталом в Узбекистане.
3. Какие финансовые институты вы знаете?
4. Дайте характеристику рынка капитала?
5. Расскажите о денежном рынке и банковском секторе Узбекистана.

## ГЛАВА 4. МОДЕЛИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В РАЗВИТЫХ СТРАНАХ

### 4.1. Ошибки в выборе модели рынка ценных бумаг

Многие формирующиеся рынки пытаются воспроизвести модель рынка ценных бумаг США как наиболее успешную. В результате возникает существенное несоответствие между инфраструктурой, построенной на модель рынка капитала «с широким участием» («broad-based capital market») в рамках англо-американского «капитализма акционеров» («shareholder capitalism»), и реальностью формирующихся рынков, которые, развиваясь на базе переходных и развивающихся экономик, имеют в своей основе «капитализм держателей крупных пакетов акций» («stakeholder capitalism»).

Модель рынка ценных бумаг полностью определяется тем, какой будет рыночная система в той или иной переходной и развивающейся экономике. Выбор широк: англо-американская модель, «рейнский» капитализм германского образца, японская или шведская модели, закрытые исламские экономики, которые тоже являются рыночными. Главные различия между ними – в структуре собственности, в степени открытости и, как следствие, в том, как, через какие финансовые инструменты и финансовые институты получает денежные средства хозяйство.

Чем более дробной, розничной является собственность, тем ближе рыночная система к англо-американскому капитализму, к рисковому финансированию экономического роста через акции, к подавленной роли долговых обязательств, к крайней диверсификации финансовых инструментов и институтов, к вытеснению банков как собственников и операторов фондового рынка. И, наоборот, чем более оптовой, состоящей из крупных кусков и контрольных пакетов является в стране структура акционерных капиталов, тем большую роль как собственники предприятий играют банки, тем более «долговой характер» носит экономика и тем менее значимы рынок акций и небанковские финансовые посредники. Так, доля корпоративных, оптовых инвесторов в структуре акционерных капиталов возрастает с 19,3% и 20,1% в США и Великобритании до 54,8% и 61,1% в Японии и Германии (1995 г.), доля банков – с 0,2% и 2,3% в США и Великобритании до 13,3% и 10,3% в Японии и Германии. Соответственно этому усиливается долговой характер финансовых рынков,

повышается роль прямых банковских кредитов и облигаций и падает насыщенность хозяйственного оборота акциями. Отношение массы внутренних долговых обязательств к капитализации биржевых фондовых рынков акций последовательно растет от 67,2% и 86,4% в США и Великобритании до 198,5% в Японии и 479% в Германии (1996 г.). Как следствие, масштабны несхожести финансово-банковских систем.

Такие глубокие различия рыночных и, как следствие, финансово-банковских систем, конечно, не случайны. Их корни лежат в национальных характерах, в способности населения принимать риски и действовать на индивидуальной основе, в экономических доктринах религий, в истории и финансовых источниках индустриализации XIX века (всё это отдельная тема).

Если обратиться к международной практике, то известно, что доминирование крупных собственников в акционерных капиталах является скорее правилом для всего мира (как в индустриальных, так и в развивающихся экономиках). Соответственно, повсеместно (кроме Северной Америки) преобладает долговая форма финансирования хозяйства. В 75% стран размеры внутренних долговых обязательств превышают объемы капитализации рынка акций (1997 г., по выборке из 65 стран), примерно на 45–50% фондовых рынках облигаций больше, чем акций. В большинстве стран мира банки продолжают доминировать на финансовых рынках, являясь универсальными и оставаясь крупными акционерами хозяйства. Что касается индустриальных стран, то из более чем 30 развитых фондовых рынков примерно 40–45% рынки с «китайской стеной» между коммерческим и инвестиционным банковским делом, 40–45% смешанные рынки и 10–15% носят чисто банковский характер.

Общей является тенденция к конвергенции двух систем финансирования хозяйства. В Германии принимаются экстраординарные меры к развитию рынков акций, медленно повышается в акционерных капиталах доля населения и представляющих его интересы институциональных инвесторов. На универсальные банки и эмитентов накладывается регулирование, свойственное публичному рынку акций. С другой стороны, в США во всё большей мере с конца 1970-х годов банки осуществляют операции на рынке корпоративных ценных бумаг и возникает тенденция, в т.ч. правовая, к созданию универсальных финансовых холдингов, в которых как банки могут контролировать брокерские фирмы, так и брокеры могут учреждать и контролировать банки. Те же тен-

денции к созданию смешанных рынков наблюдаются во Франции, в Японии, Великобритании, Южной Корее и т.д.

Рыночная практика очень различная. Нельзя говорить, что только один из ее видов более прогрессивен. В 1980-х годах под впечатлением германских и японских успехов в США всерьез дискутировали, как перейти к капитализму «контрольных пакетов».

А. Шляйфер и Р. Вишны отмечают, что «в большинстве других стран мира, включая преобладающую часть европейских стран, так же, как в Латинской Америке, Восточной Азии и Африке, корпорации в типичном случае имеют контролирующих собственников, которые часто являются основателями корпораций, или их потомством, или – в немногих случаях – внешними инвесторами и банками. В большей части континентальной Европы акцент делается на крупных инвесторов и банки. В Италии крупные компании без государственного участия чаще всего контролируются семьями. Во Франции перекрестное участие в акционерных капиталах и так называемые «основные инвесторы» являются обычной практикой. Крайне концентрированное участие в акционерных капиталах и доминирование контролирующих собственников являются, как это кажется, правилом для всего мира»<sup>1</sup>.

«Главная причина низкой капитализации рынка – это экономическая структура Австрии, для которой характерен высокий процент, даже по европейским стандартам, малых и средних компаний, имеющих биржевой листинг. Большое количество крупных компаний не имеет листинга, так как они находятся в собственности семьи или группы частных лиц либо являются дочерними предприятиями иностранных компаний»<sup>2</sup>.

## 4.2. Принципы регулирования рынка ценных бумаг

Ряд крупных международных организаций и ассоциаций, объединяющих государственные органы различных стран, профессиональных участников рынка ценных бумаг и торговые системы, осуществляет обобщение лучшей международной практики в области регулирования фондового рынка и разрабатывает требования, стандарты и рекомендации, которым должны соответствовать или на которые могут ориентироваться национальные регуляторы рынков ценных бумаг.

<sup>1</sup> Shleifer A., Vishny R.W. A Survey of Corporate Governance - US. National Bureau of Economic Research - NBER Working Papers Series. - 1996. - P.P. 27-28, 49-51.

<sup>2</sup> International Federation of Stock Exchanges. Focus Monthly Newsletter. - 2001. - № 100 -P.

В числе указанных организаций:

- International Organization of Securities Commissions / Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO);
- International Federation of Stock Exchanges / Federation Internationale des Bourses de Valeurs / Международная федерация фондовых бирж (FIBV);
- International Securities Services Association / Международная ассоциация по услугам в области ценных бумаг (ISSA);
- Bank for International Settlements / Банк международных расчетов (BIS); - World Bank / Мировой банк;
- International Finance Corporation / Международная финансовая корпорация (IFC);
- International Monetary Fund / Международный валютный фонд (IMF / МВФ).

Все обобщающие методические и рекомендательные документы и отчеты указанных организаций находятся в открытом доступе на официальных сайтах в Интернете.

Ключевым источником, обобщающим лучшие примеры международной практики в области регулирования рынка ценных бумаг, является документ Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) «Цели и принципы регулирования в области ценных бумаг» («Objectives and Principles of Securities Regulation»), изданный в сентябре 1998 г. Данный документ содержит 30 принципов регулирования рынка ценных бумаг, подчиненных трем главным целям: а) защита инвесторов; б) обеспечение справедливости, эффективности и транспарентности (прозрачности) рынков; в) снижение системного риска. Отмечается, что указанные принципы относятся также к регулированию рынка производных финансовых инструментов.

Соответственно в принципы регулирования рынка ценных бумаг, по мнению IOSCO, входят следующие:

А) Принципы, относящиеся к регулятору:

1. Область ответственности регулятора должна быть ясно и объективно определена и утверждена.
2. Регулятор должен быть операционно независим наряду с тем, что он должен обладать подотчетностью в исполнении своих обязанностей и полномочий.
3. Регулятор должен иметь адекватные полномочия, надлежащие



ресурсы и способность выполнять свои функции и осуществлять свои полномочия.

4. Регулятор должен обеспечить ясный, последовательный и непротиворечивый регулятивный процесс.

5. Сотрудники регулятора должны соблюдать профессиональные высочайшие стандарты, включая соответствующие стандарты конфиденциальности.

Б) Принципы для саморегулирования:

1. Схема регулирования должна включать надлежащее использование саморегулируемых организаций (СРО), исполняющих функции прямого надзора за областями, находящимися в их непосредственной компетенции, в той мере, в какой это определяется размерами и сложностью рынка.

2. Саморегулируемые организации должны быть объектом надзора со стороны регулятора. Они должны соблюдать стандарты честности, справедливости и конфиденциальности при выполнении переданных им полномочий и осуществлении своих обязанностей.

В) Принципы обеспечения принудительного исполнения регулятивных норм в области ценных бумаг:

1. Регулятор должен обладать разносторонними полномочиями в области инспектирования, расследований и надзора.

2. Регулятор должен обладать разносторонними полномочиями для обеспечения принудительного исполнения регулятивных норм.

3. Регулятивная система должна обеспечивать эффективное и пользующееся доверием применение полномочий регулятора в области инспектирования, расследований, надзора и обеспечения принудительного исполнения регулятивных норм. Должно быть обеспечено внедрение эффективных программ «комплаенс» (проверки соответствия операций на рынке ценных бумаг регулятивным нормам у профессиональных участников рынка ценных бумаг).

Г) Принципы сотрудничества в области регулирования:

1. Регулятор должен обладать полномочиями в том, чтобы передавать публичную и непубличную информацию своим контрагентам в области регулирования, работающим на внутреннем рынке и за рубежом.

2. Регуляторы должны установить механизмы обмена информацией, в рамках которых должно быть определено, в какое время и в каком

порядке регуляторы будут обмениваться публичной и непубличной информацией со своими контрагентами в области регулирования, работающими на внутреннем рынке и за рубежом.

3. Регулятивная система должна давать возможность оказывать содействие иностранным регуляторам в случаях, когда они делают запросы в рамках исполнения своих функций и реализации своих полномочий.

Д) Принципы для эмитентов:

1. Должно быть обеспечено полное, своевременное и точное раскрытие информации о финансовых результатах, а также другой информации, которая является существенной («материальной») для инвесторов.

2. Эмитенты должны обращаться с держателями своих ценных бумаг на справедливой, честной и равной основе.

3. Эмитенты должны использоваться международно признанные, обладающие высоким качеством стандарта учета и аудита.

Е) Принципы для схем коллективного инвестирования:

1. Регулятивная система должна установить стандарты допуска и порядок регулирования для тех, кто собирается распространять на рынке или управлять схемой коллективного инвестирования.

2. Регулятивная система должна установить правила, которые бы регулировали юридическую форму и структуру схем коллективного инвестирования, а также обеспечивали бы обособление и защиту клиентских активов.

3. Регулирование должно требовать раскрытия информации, подобного тому, какое предусмотрено для эмитентов, что необходимо для конкретного инвестора с тем, чтобы оценить, насколько схема коллективного инвестирования соответствует его потребностям и какой стоимости достигло долевое участие инвестора в данной схеме.

4. Регулирование должно обеспечить надлежащий и прозрачный базис для оценки активов, оценку и погашение долевых частей в рамках схемы коллективного инвестирования.

Ж) Принципы для рыночных посредников:

1. Регулирование должно установить минимальные стандарты для допуска финансовых посредников на рынок.

2. Для рыночных посредников должны быть установлены начальные и текущие требования к капиталу и другие пруденциальные требования, которые бы отражали уровень рисков, принимаемых на себя рыночными посредниками.

3. Рыночные посредники должны соответствовать стандартам внутренней организации и операционного поведения, которые призваны защитить интересы клиентов, обеспечить надлежащее управление рисками и создать основу для того, чтобы менеджмент посредника принял на себя непосредственную ответственность за защиту интересов клиентов и должное управление рисками.

4. Должны существовать процедуры работы с рыночным посредником в том случае, если он прекратит выполнять свои обязательства, с тем, чтобы минимизировать ущерб и потери для клиентов и ограничить системный риск.

3) Принципы для вторичного рынка:

1. Процесс учреждения торговых систем, включая фондовые биржи, должен подлежать авторизации и надзору.

2. Должен существовать непрерывный текущий надзор регулятора за биржами и торговыми системами, который должен обеспечить поддержание честности и справедливости рынка на основе справедливых и равных для всех сторон правил, которые бы создавали надлежащий баланс между интересами различных участников рынка.

3. Регулирование должно обеспечить прозрачность (транспарентность) трейдинга.

4. Регулирование должно быть организовано таким образом, чтобы обнаруживать и предупреждать манипулирование и другие нечестные и несправедливые виды торговой практики.

5. Регулирование должно быть нацелено на то, чтобы обеспечить надлежащий менеджмент крупными экспозициями на риск невыполнения обязательств и кризисных ситуаций на рынке.

6. Системы для клиринга и расчетов по сделкам с ценными бумагами должны быть объектом регулятивного надзора. Они должны быть организованы таким образом, чтобы обеспечить их справедливость, честность, эффективность и результативность, а также сокращение системного риска<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Алан Рот, А.Захаров, Я. Миркин, Ричард Бернارد, Петр Баренбойм, Бруксли Берн. Основы государственного регулирования финансового рынка М, 2002

## **4.3. Контролирование рынков для торговли ценными бумагами**

### **4.3.1. Основы функционирования и контролирования рынков, созданных для обращения ценных бумаг**

**Необходимость ликвидных рынков для торговли ценными бумагами.** Рассмотрим значение ликвидности для финансовых активов. Существует множество форм финансовых активов: денежная наличность (1 доллар, 1 евро, 1 иена); акция; 30-летняя облигация, выпускаемая Мировым банком; обещание друга выплатить определенную сумму через определенное количество дней; счет вашей телефонной компании за ежемесячное обслуживание, создающий юридическое обязательство платежа, которое телефонная компания может продать со скидкой финансовому институту. Самой ликвидной формой финансовых активов является, безусловно, денежная наличность. Ее владелец может непосредственно обменять ее на товары или услуги. Он может пойти в магазин и обменять ее на продукты питания; причем продавец без всяких колебаний согласится на обмен (если, конечно, денежная наличность не находится в форме валюты иностранного государства). В случае с иностранной валютой у продавца возникнут трудности с ее использованием для оплаты своих счетов; ему наверняка придется идти в банк и обменивать иностранную валюту на местную. Поэтому иностранная валюта имеет меньшую ликвидность по сравнению с местной.

Одна из характерных черт, которая отличает финансовые активы друг от друга, заключается, как правило, в степени конвертируемости в наличность. Предположим, вам необходимо обратить в наличность два ваших финансовых актива для того, чтобы выполнить некоторые свои обязательства: 30-летнюю облигацию Мирового банка и здание производственного назначения. Для того, чтобы продать здание производственного назначения, необходимо найти покупателя, который нуждается в таком здании и готов заплатить цену, предложенную продавцом. Вероятно, что продать 30-летнюю облигацию Мирового банка будет намного легче. Ликвидные финансовые активы являются очень привлекательными средствами хранения капитала.

Таким образом, ликвидность означает наличие покупателя на ваш финансовый актив, который вы желали бы продать, или же наличие

продавца в случае, когда вы желаете приобрести финансовый актив. В связи с этим встают такие существенные вопросы: как и где возможно найти покупателя или продавца? Как быстро можно их найти? Установления какой цены вправе ожидать продавец или потенциальный покупатель?

Чтобы быть привлекательными для большого числа инвесторов, инвестиции в акции или облигации должны быть ликвидными. Инвестор с гораздо большей охотой будет вкладывать средства в те акции, которые можно легко вновь продать. Если (а) инвестор пересматривает свое решение, (б) цена акций возрастает, и инвестор желает реализовать накопленную прибыль, или (в) цена падает, и инвестор понимает, что совершил ошибку, и желает продать данные ценные бумаги, чтобы купить другие активы. Обеспечение ликвидности акций и облигаций является одной из функций рынков, на которых торгуются ценные бумаги.

Инвесторы хотели бы иметь возможность покупать и продавать ценные бумаги, когда они этого пожелают, что подразумевает наличие в этот момент лица, с которым можно совершать сделки. Неактивный рынок может неточно отражать стоимость компании-эмитента, поскольку покупатели и продавцы могут основывать свои решения в ходе торговли на других факторах (например, продавцу срочно нужна наличность, и покупатель знает, что продавцу будет трудно найти другого потенциального покупателя). Когда инвестиции в акции недостаточно ликвидны, держатели акций предпочитают получать прибыль от инвестиций в виде выплат дивидендов, а не от возросшей стоимости самих акций в случае их продажи. При таких обстоятельствах, когда менеджеры компаний вынуждены платить дивиденды, прибыль, которая могла бы вновь инвестироваться в компанию для ее расширения и модернизации, вместо этого идет на выплату дивидендов. В случае, если бы рынок был ликвидным, держатели акций могли бы реализовать свою прибыль через продажу акций по ценам, возросшим благодаря успешному реинвестированию компанией своей выручки.

На ликвидном рынке ценных бумаг, на котором стоимость акций в обращении точно отражает финансовое состояние компаний, инвесторы могут фиксировать прибыльность своих инвестиций через продажу акций по более высокой цене. Инвесторы также знают, что в последующем они при желании смогут вновь приобрести акции. Кроме того,

если компании предоставили полную и точную информацию о результатах своих операций, инвесторы смогут более точно оценить имеющиеся у них акции. В таких обстоятельствах решение о покупке или продаже будет обоснованным и рациональным.

Еще с давних времен признавалось, что рынок, являющийся общим для участников, способствует ликвидности. Единое место торговли, где могут встречаться все покупатели и все продавцы, заинтересованные в продаже или покупке любого товара, будь то сельскохозяйственная продукция, рыба, алмазы, поделки ручной работы или ценные бумаги, имеет явные преимущества и выгоды. Это – классическая концепция рынка. Покупатели приходят на рынок осмотреть все имеющиеся товары сразу и сделать свой выбор; продавцы приходят на рынок, зная, что найдут на нем покупателей. При взаимодействии всех покупателей и продавцов создаются оптимальные возможности для покупки и продажи. Поэтому совершенно естественно то, что брокеры по ценным бумагам, получающие приказы на покупку и продажу акций, сочли целесообразным собираться в определенном месте в условленное время для создания оптимальных возможностей для торговли. После того, как была установлена такая система общей встречи в условленном месте, стало очевидным, что брокеры будут совершенствовать место торговли и создадут собственную организацию для управления рынком и осуществления других функций. Так возникла фондовая биржа.

Следующие выдержки описывают процесс становления фондовых бирж в США, Великобритании, Японии и Китае.

**США.** Профессор Вашингтонского университета Stuart Banner в своей статье рассматривает причины, побудившие брокеров организовывать фондовые биржи и брать на себя обязательства подчиняться их правилам и требованиям.

**Извлечение из:** Stuart Banner, *The Origin Of The New York Stock Exchange, 1791 – 1860.* - 27 JOURNAL OF LEGAL STUDIES. - 113, 120 – 125 (1998).

«Почему Нью-Йоркский фондовый и биржевой Совет (New York Stock and Exchange Board) был столь успешным? Такая добровольная членская организация, как Совет, не смогла бы выжить, если бы не предложила своим членам нечто оправдывающее плату за их членство. Почему нью-йоркский брокер в первой половине XIX века был готов заплатить 400 долларов для того, чтобы стать членом Совета?

Что он получал взамен? Хотя ответы на эти вопросы требуют большой аналитической работы при малом фактическом материале, можно выделить пять различных преимуществ, которые брокеры получали благодаря членству.

Первое преимущество, которое получал брокер в обмен на членский взнос, заключалось в упорядоченном процессе сведения покупателей с продавцами и постоянном доступе к залу, заполненному другими брокерами, каждый из которых мог при необходимости стать торговым партнером. Когда объявлялся новый выпуск акций, когда на аукционе выставлялся очередной пакет предложенных к продаже акций, на рынке собирались все заинтересованные в предложении участники – покупатели и продавцы – при минимуме затраченных усилий и времени. Вероятно, что издержки, связанные с заключением сделки, были ниже затрат на осуществление сделки за пределами биржи – «на улице», где неорганизованность торговли мешала продавцам конкретных акций по конкретной цене найти покупателей в достаточно короткий промежуток времени. Более низкие расходы, связанные с заключением сделок, были выгодны членам Совета во многих отношениях. Как брокеры, они могли проводить большее количество торговых операций за единицу времени, что приносило им больше комиссионных. Инвесторы, зная о такой оперативности, стали с большей охотой нанимать брокеров среди членов Совета, предпочитая их аутсайдерам, что также способствовало росту комиссионных, зарабатываемых членами.

Способность Совета собирать на аукционе покупателей и продавцов могла позитивно сказываться и на ценах, т.е. меньшее количество неудовлетворенных покупателей и продавцов были вынуждены идти на уступки, чтобы найти торгового партнера, что было еще одним стимулом для инвесторов нанимать брокеров среди членов Совета. Члены Совета одновременно являлись и инвесторами, и поэтому им тоже были выгодны оперативность и цены, свойственные организованной торговле.

Однако преимущества, связанные с доступом к организованной торговле, в первой половине XIX века были весьма ограниченными. Расходы на заключение сделок вне Совета, хотя, вероятно, и были выше, чем в Совете, но это превышение было незначительным. Сообщество нью-йоркских брокеров и то пространство, которое они занимали, по сегодняшним меркам были крошечными, т.е. на самом деле продав-

цам и покупателям не нужно было далеко идти или встречаться со многими людьми, чтобы охватить весь круг вероятных партнеров. Количество выпусков акций, которые можно было продать или купить, также было очень небольшим. Вероятнее всего, что все-таки объем торговли вне Совета значительно превышал объем торговли в Совете. Следовательно, преимущество, связанное с затратами на осуществление сделок, не было таким уж значительным. Конкуренция со стороны торговли за пределами Совета была постоянным источником опасности, поскольку для выживания Совету нужна была критическая масса членов и объема торговли. Фондовая биржа со слишком малым членством и объемом торговли не дает никаких преимуществ доступа к торговым партнерам, и поэтому ей трудно будет найти новых членов или удержать старых. Признавая эту опасность, члены Совета приняли в 1836 г. резолюцию, запрещающую «любую покупку или продажу акций, прямую или опосредованную, членами данного Совета за его пределами». Однако, по всей видимости, обеспечить принудительное выполнение этого правила было невозможно. В то время, когда Совет был закрыт, члены его продолжали работать «на улице».

Второе преимущество для члена Совета заключалось в том, что за свои 400 долларов он получал гарантию надежности своих торговых партнеров. Эта гарантия предоставлялась в двух формах: позитивной и негативной. В первом случае Совет с самого начала проверял, можно ли полагаться на то, что потенциальные члены будут соблюдать условия опционов и срочных сделок, занимающих порой по несколько месяцев. Заключение такой сделки с незнакомцем на улице могло быть делом рискованным: с наступлением срока платежа он мог просто исчезнуть. Поэтому по уставу Совета 1817 г. его членами могли быть только брокеры, «имеющие опыт работы не менее одного года» – достаточного периода для того, чтобы нью-йоркское сообщество брокеров узнало своего коллегу. За исключением краткого периода (1817–20 гг.), в течение которого действовало еще более строгое правило о двухгодичной стажировке, требование к члену биржи иметь опыт не менее одного года перекочевывало из одного устава Совета в другой. Еще одно правило, остававшееся неизменным во всех уставах и предусматривавшее, что заявление о принятии в члены Совета должно быть отвергнуто, если против него проголосуют три члена Совета, служило той же цели: если в способности или желании заявителя выполнять свои



обязательства были сомнения, его заявление легко могло быть отвергнутым. К 1848 г. у Совета сложилась репутация организации «для избранных». Для брокера – члена Совета эта избранность означала надежность его торговых партнеров: преимущество, объяснявшее хотя бы частично стремление брокеров стать членами Совета.

«Негативная» форма гарантии надежности, даваемой Советом, заключалась в том, что Совет выполнял две функции, которые удерживали членов от потенциально ненадежных торговых партнеров. Во-первых, начиная с 1820 г. Совет отстранял от участия в торговле «любого члена, который не выполняет свои договорные обязательства или становится неплатежеспособным». Права члена могли быть восстановлены после расчетов с кредиторами и проведения голосования между остальными членами Совета (необходимое для восстановления членства количество голосов в разные периоды варьировалось). Однако пока член Совета не выполнял свои договорные обязательства или оставался неплатежеспособным, от него практически держались подальше. Прямым последствием этого правила было ограничение состава потенциальных торговых партнеров лицами, являющимися платежеспособными и не нарушающими договоры. Косвенное последствие заключалось в стимулировании членов Совета выполнять свои договорные обязательства. Во-вторых, Совет с самого начала вел список лиц, не являвшихся его членами, нарушавших договоры с членами, и запрещал последним иметь с ними дело. В 1817 г., например, Совет «постановил, что Джеймс Арден не является компетентным, и ни один брокер не должен принимать приказ, исходящий от него». Вначале этот список велся неофициально. Процедура была формализована в 1834 г., когда членам было объявлено требование «открыто сообщать Совету имя любого лица, которое нарушает договора с ними», будь то клиент, отказывающийся платить комиссионные, или не являющийся членом Совета брокер, не желающий выполнять договор. В обязанности Секретаря вменялось «ведение книги регистрации всех лиц, о которых сообщалось как о нарушителях». Членам Совета запрещалось вести дела с лицами, фамилии которых фигурировали в книге «под страхом немедленного приостановления членских прав». Список нарушителей получил название «Черная книга».

Таким образом, в функции Нью-Йоркского фондового и биржевого Совета вошли сбор и продажа информации о кредитоспособности по-

ттенциальных торговых партнеров. За эту информацию пришлось заплатить бы гораздо больше на неорганизованном рынке, чем в рамках Совета. И брокеры, становившиеся членами Совета, действительно покупали эту информацию по более низкой, чем в других местах, цене, что частично объясняло притягательность членства. Однако и это преимущество ограничивалось, по всей видимости, небольшой разницей в стоимости информации. По кофейням, в которых любили сживать нью-йоркские брокеры, быстро расходились новости о нарушении договора или несостоятельности, причем о таких новостях долго помнили. Каждый брокер, не являвшийся членом Совета, наверняка вел свой собственный черный список ненадежных лиц, который он хранил в памяти и который ненамного отличался от списка Совета.

Третье преимущество состояло в том, что одинаковые для всех критерии членства способствовали созданию репутации надежности самих членов Совета, что было полезно для привлечения клиентов. Инвесторы, которые должны были делать выбор между членом или не членом, вероятно, расценивали членство в Совете как «знак качества». В таком случае благодаря членству брокер получал больше заказов. Помимо чисто денежной стороны, членство в Совете, в особенности после того, как Совет зарекомендовал себя, давало определенный статус. Брокеры по-прежнему пользовались дурной славой, и, возможно, принадлежность к Совету делала их чуть более уважаемыми.

Четвертое преимущество, которое давало членство в Совете, заключалось в доступе к важной информации – информации о текущих рыночных ценах. Спекулянт, знающий текущую рыночную цену акций, находится в более благоприятном положении, чем тот, кто не знает ее, т.к. ему легче определить, какая сделка может быть прибыльной. Так и брокер, знающий текущую рыночную цену, может более легко привлекать клиентов, чем не знающий. Ценность информации о рыночной цене и степень ее распространения находятся в обратной взаимозависимости: чем больше людей имеют информацию, тем меньше она стоит. Если же ее знают все, она ничего не стоит. С самого начала Совет понимал, что информация о курсах ценных бумаг могла быть ценной, только если она не выходила за его пределы. Поэтому Совет старался ограничивать ее распространение. В апреле 1817 г., т. е. всего через месяц после образования Совета, члены проголосовали за наложение штрафа на «любого члена, покидающего зал во время продажи акций».

Это правило последовательно включалось в последующие редакции Устава. Оно не позволяло члену Совета передавать информацию о цене лицам, не являющимся членами, до окончания торговли и давало членам равные возможности извлечь выгоду из их информационного преимущества перед лицами, не являющимися членами.

В том же году Совет предпринял еще более радикальный шаг для ограничения распространения информации. Члены «постановили, что член Совета или его партнер отныне не могут предоставлять для публикации сведения о ценах на акции, валюту или монеты». Однако здесь перед Советом вставала дилемма: с одной стороны, информация о рыночной цене является ценной, лишь пока ее публикация ограничена, а с другой – цена может стать рыночной, только если будет широко известна. Если бы цены, формировавшиеся во время торговли в Совете, хранились в постоянном секрете, они становились бы, если бы вообще становились, рыночными (на рынке, большая часть которого находится за пределами Совета) лишь после длительной торговли между членами и лицами, не являющимися членами. Информация о ценах, образовавшихся во время торговли в Совете, могла быть ценной только в случае ее распространения, но распространяться она должна была с определенным отставанием, достаточно большим для того, чтобы члены могли получить преимущество в торговле перед теми, кто не является членами. Поэтому Совет уполномочил своего Секретаря «сообщать сведения о ценах акций только один раз в неделю и лишь по одной текущей цене по своему усмотрению; а других курсов акций не предоставлять». Совет далее будет постоянно пытаться определить оптимальную частотность раскрытия информации о ценах; в конечном итоге, цены будут публиковаться ежедневно во многих газетах. Но и в этом случае у членов было преимущество по времени: в часы между закрытием торговли и публикацией результатов они могли вести торговлю «на улице» с брокерами, которые не были членами и еще не успели узнать цены дня. Поэтому, наверное, было столь трудно обеспечивать соблюдение запрета на торговлю вне биржи.

Впоследствии Совет принял еще два правила, направленные на извлечение максимальной выгоды из информации о ценах путем введения ограничений на ее распространение. Членам запрещалось «приводить лицо со стороны в зал в рабочие часы». Кроме того, члены, «отправляющие... информационные сообщения» во время торговли, обла-

гались штрафом. Последнее правило также обеспечивало равный доступ всех членов Совета к информации: членам запрещалось и получать какие-либо сообщения во время торговли. К середине века эти усилия по обеспечению максимальной выгоды от информации о ценах стали давать результаты. Брокер Henry Clews вспоминал, что когда он начинал свою карьеру в 1850-х годах, «спекулянты часто предлагали платить по 100 долларов в неделю, что в 10 раз превышало стоимость членства, за возможность подслушивать через замочную скважину во время торговли акциями». Даже если Клюз немного и преувеличивал (цифра выглядит подозрительно внушительной), его рассказ является красноречивым свидетельством ценности своевременной информации о рыночных ценах. Таким образом, успех деятельности Совета в первой половине XIX века объясняется, в том числе, и его способностью контролировать доступ к этой информации.

Наконец, Совет давал своим членам механизм для регулирования торговли, обеспечения соблюдения договоров и разрешения споров, возникавших в процессе торговли. Нью-Йоркские торговцы ценными бумагами часто заключали «срочные сделки», которые сейчас называются фьючерсными: они заключали договор о передаче и оплате определенного количества акций по определенной цене в определенный день в будущем. Во многих, а то и в большинстве срочных сделок, номинальный продавец не являлся действительным собственником акций на момент заключения договора. Он мог покупать акции на рынке незадолго до наступления срока выполнения своих обязательств или же мог просто договариваться с номинальным покупателем не передавать вообще никаких акций, а выполнить договор в дату номинальной передачи посредством платежа наличностью обеим сторонам, на основе разницы в цене акций между датой заключения и датой поставки. И в том, и в другом случае срочная сделка являлась распространённой спекулятивной операцией, основанной на будущих изменениях цены, и была популярной среди торговцев ценными бумагами, поскольку не требовала расходов в момент заключения сделки».

#### **4.3.2. Системы торговли ценными бумагами**

**Извлечение из:** James L. Cochrane, Brian McNamara, James E. Shapiro, Michael J. Simon, «The Structure And Regulation Of The New York Stock Exchange», 18 J. CORP. L. 57,58,71 (1993).

«Справочно: существуют две основные рыночные структуры для торговли ценными бумагами – аукционные рынки, такие как биржа, и дилерские рынки. Основная характерная черта аукционного рынка заключается в том, что инвесторы могут заключать сделки друг с другом напрямую, без посредничества дилеров, ведущих торговлю за собственный счет. По правилам аукциона, дилеры, такие же как специалисты, играют второстепенную роль. Специалист дополняет, а не подменяет прямое взаимодействие потоков ордеров, идущих от продавцов и покупателей.

Примером второго типа рыночной структуры – дилерских рынков – являются Система автоматических котировок Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (National Association of Securities Dealers Automatic Quotations, NASDAQ) и система автоматизированной биржевой котировки (Stock Exchange Quotation System, SEAQ) Лондонской фондовой биржи (London Stock Exchange).

До «Большого взрыва» («Big Bang») – масштабная реформа финансового рынка Великобритании) Лондонская фондовая биржа (London Stock Exchange, LSE) представляла собой систему конкурирующих друг с другом дилеров (или «джобберов»), собиравшихся в конкретном месте. После «Большого взрыва» Лондонская фондовая биржа упразднила различия между брокерами на полу и дилерами (т.е. джобберами); однако она по-прежнему остается системой конкурирующих дилеров. Кроме того, хотя Лондонская фондовая биржа и ввела терминалы SEAQ, моделью которых были терминалы NASDAQ в США, она не переключилась на компьютерную торговлю, даже в самом минимальном смысле этого слова. Как и терминалы NASDAQ, терминалы SEAQ распространяют информацию о курсах акций, т.е. биржевые котировки. Их введение не автоматизировало сам процесс торговли, т.е. заключение сделок. Большинство сделок заключается по телефону, как и на внебиржевом дилерском рынке США».

#### **4.4. Клиринг и расчеты по сделкам**

Как указывается в нижеследующем отрывке, процессы клиринга и взаиморасчетов по сделкам являются сложным компонентом системы торговли и имеют большое значение для защиты инвесторов. Эффективность рынка означает, что поток денежных средств формируется на основе продуманных оценок риска и потенциальной прибыли. Тран-

закционные издержки являются функцией от эффективности рынка. Если процесс оформления сделки (т.е. каждой торговой операции, совершенной на рынке) не эффективен, сопряжен с коррупцией или риском для одной из сторон в том, что сделка не будет завершена, то «издержки» на клиринг и расчеты по сделкам становятся основной частью всей суммы транзакционных издержек.

В Индонезии, например, были трудности при введении современной автоматизированной системы расчетов и клиринга, потому что не была решена следующая сложная проблема: как учесть риск того, что брокер может отказаться от выполнения обязательств по сделке и окажется неплатежеспособным, чтобы выполнить взятые им обязательства. Брокеры не доверяли самым слабым членам фондовой биржи и не хотели финансировать схему страхования рисков. При этом ответственным в финансовом отношении брокерам пришлось бы платить за брокеров, не способных нести финансовые обязательства. Однако если нет полной уверенности в том, будут ли поставлены акции и будет ли за них произведена оплата, то кто именно проявит желание участвовать в торговле на рынке?

**Извлечение из:** William C. Philbrick, «The Paving of Wall Street in Eastern Europe: Establishing The Legal Infrastructure for Stock Markets in The Formely Centrally Planned Economies», 25 LAW & POL'Y INT'L BUS. 565. 599-601 (1994).

«Организация клиринга и расчетов по сделкам является одной из самых важных, хотя и чрезвычайно скучных, областей, которая подлжит регулированию в целях обеспечения эффективности фондового рынка. Клиринг и расчеты представляют собой процесс подтверждения совершенных с ценными бумагами сделок и осуществления выплат по ним. Этот процесс включает определение того, сколько должны друг другу стороны сделки, что им причитается получить и когда. В отсутствие эффективной системы клиринга и расчетов стороны, участвующие в совершении сделки с ценными бумагами, рискуют либо не получить оплату, либо не получить приобретенные ценные бумаги. Этот риск возрастает с увеличением объема торговли. Поэтому для снижения степени риска в странах, имевших ранее экономику с централизованным планированием, необходима тщательная подготовка законодательства, регулирующего фондовые рынки.

Международные исследования показывают, что риск, связанный с клирингом и расчетами, можно ограничить путем сокращения времени

между датой проведения торговой операции и датой оплаты, обеспечения торговых гарантий и одновременности обмена денежных средств на ценные бумаги. Выполнение таких задач требует развитой автоматизированной системы. На крупных рынках их участники разрабатывают правила расчетов и клиринга, в том числе правила, фиксирующие период времени, в течение которого должны быть завершены расчеты по сделке. В свою очередь, количество дней, на которое можно сократить этот период, неизбежно зависит от степени автоматизации. Автоматизация, к сожалению, дело дорогостоящее. Тем не менее, расходы на создание эффективной системы будут компенсированы, если автоматизация поможет привлечению инвесторов и эмитентов к участию в рынке. Одним из основных компонентов системы клиринга и расчетов в каждой стране должен быть эффективно действующий центральный депозитарий ценных бумаг, основанный на дематериализации ценных бумаг и их безналичном обороте.

Структура собственности и управления центрального депозитария зависит от его правового статуса и режима регулирования, в рамках которого он действует. Депозитарий может существовать в форме государственного института, частной компании, дочерней компании. Какой государственный орган будет регулировать деятельность центрального депозитария, зависит от того, кому принадлежит депозитарий. Например, если депозитарий является дочерней компанией банковской или фидуциарной организации, то совершенно естественно, что его деятельность будет контролироваться государственным органом, регулирующим работу банков. В идеале система регулирования должна давать возможности всем субъектам отрасли ценных бумаг – как государственным, так и негосударственным – быть собственниками или по крайней мере участниками центрального депозитария ценных бумаг для создания системы сдерживания и противовесов».

Например, в **Венгрии** Будапештская фондовая биржа (Budapest Stock Exchange) основала центральный депозитарий в 1992 г. и производит расчеты по всем сделкам через центральный банк – Национальный банк Венгрии (National Bank of Hungary).

#### **4.5. Рынок ценных бумаг Узбекистана**

**Государственные ценные бумаги.** За первое полугодие 2004 г. было проведено 14 аукционов по размещению ГКО, из объявленных

выпусков облигаций на аукционах размещено 56,6%, в дополнительных размещениях – 28,6%. При этом сумма внутреннего долга, оформленная в ГКО, на 1 июля 2004 г. уменьшилась на 15,6% по отношению к началу года. В течение первого полугодия 2004 г. наблюдалось значительное увеличение доли облигаций со сроком обращения 12 месяцев в общем объеме рынка. В настоящее время доля 12-месячных ГКО составляет 75% общего объема рынка, 9-месячных – 18,15%, 6-месячных – 6,7%. Таким образом, наблюдается постепенная тенденция к увеличению сроков погашения внутреннего государственного долга.

Аукционная доходность ГКО в течение первого полугодия 2004 г. колебалась на уровне 12,5 – 13,5%. Доля облигаций, принадлежащих инвесторам, на 1 июля 2004 г. составила 12,9%, а дилерам – 87,1% от всех обращающихся облигаций. Из них небанковским дилерам рынка ГКО принадлежит более 7% от обращающихся облигаций. Среди банков-дилеров наиболее крупными держателями ГКО являются Халк банк, АБН Амробанк, Национальный банк ВЭД (НБУ), Промстройбанк и Пахтабанк. Основными инвесторами на рынке ГКО остаются предприятия с иностранными инвестициями, страховые компании, фонды и другие организации.

В целях дальнейшего совершенствования и развития рынка государственных ценных бумаг и увеличения источников неинфляционного покрытия дефицита государственного бюджета 2004 г. Министерство финансов Узбекистана впервые осуществило выпуск Государственных среднесрочных казначейских обязательств (ГСКО). Предпосылками для появления данного вида государственных ценных бумаг явились позитивные макроэкономические и финансовые тенденции. Снижение темпов инфляции, стабилизация процентных ставок позволили Министерству финансов выйти на рынок государственного долга с новым инструментом.

28 апреля 2004 г. был проведен первый аукцион по размещению ГСКО со сроком обращения 18 месяцев. На этом аукционе Министерством финансов были выставлены на продажу облигации со ставкой 15 % в объеме 500,0 млн сумов. На 1 июля 2004 г. было проведено 8 аукционов по ГСКО со сроком обращения 546 дней. Объявленная процентная ставка составила 15% годовых. При этом на 1 июля 2004 г. у инвесторов находилось 7,3% из общего объема обращающихся ГСКО, а у дилеров – 92,7%. Это связано с тем, что данный сегмент финансо-



вого рынка лишь начал функционировать и основными держателями ГСКО являются банки-дилеры. К наиболее активным из них относятся Халк банк, АБН Амробанк, УзПриватбанк, Асакабанк, НБУ и Промстройбанк.

**Акции коммерческих банков.** На 1 июля 2004 г. коммерческими банками было эмитировано акций на сумму 79,3 млрд сумов, из которых реализованы акции на сумму 74,8 млрд сумов. В структуре реализованных акций 16,4 млрд сумов, или 21% приходится на долю физических лиц. Объем размещенных акций коммерческих банков в течение первого полугодия 2004 г. составил 3,2 млрд сумов, из которых на долю физических лиц приходится 1,01 млрд сумов, или 31%.

Наиболее активными участниками рынка ценных бумаг являются Пахтабанк, Промстройбанк, Галлабанк и Бизнесбанк. По настоящее время Галлабанком осуществлено 10 эмиссий акций, Пахтабанком и Узжилсбербанком – по 8 эмиссий, Бизнесбанком – 6, Промстройбанком – 5 эмиссий. По объему размещенных акций Пахтабанк является наиболее крупным эмитентом среди всех акционерно-коммерческих банков Узбекистана. Его доля в общем объеме размещенных акций составляет 15,4%. Далее следуют Промстройбанк – 13,6%, Узжилсбербанк – 9,8%, Галлабанк – 6,2%.

**Депозитные и сберегательные сертификаты банков.** Важным инструментом привлечения финансовых ресурсов для банков становятся депозитные и сберегательные сертификаты. Депозитные сертификаты выпускаются для юридических лиц, сберегательные – для частных лиц. В настоящее время эмитентами на рынке депозитных сертификатов выступают 20 банков, а эмитентами на рынке сберегательных сертификатов – 11 банков. В течение первого полугодия 2004 г. наблюдалось значительное расширение объема рынка депозитных сертификатов коммерческих банков. За этот период общая сумма эмиссии всех выпусков депозитных сертификатов коммерческих банков выросла на 16% и достигла 138,3 млрд сум. Сумма фактически реализованных (проданных) депозитных сертификатов возросла на 52,6% и составила 107,1 млрд сум, а погашенная сумма депозитных сертификатов выросла на 75% и составила 69,2 млрд сум.

В первом полугодии 2004 г. был произведен новый выпуск эмиссии депозитных сертификатов 9 коммерческими банками: УзДЭУбанком на сумму 11 млрд сум, Галлабанком – на 10 млрд сум, Алокабанком –

5 млрд сум, Парвинабанком и банком Ипак Йули – по 3 млрд сум, Кредит-стандарт – 2 млрд сум, Равнакбанком – 1,4 млрд сум, Капиталбанком, Алп-Жамол – по 1 млрд сум. Самые высокие проценты по указанному виду сертификата предлагает НБУ – до 30% годовых, самые низкие АБН Амробанк – до 14,5%.

Одним из главных преимуществ данного вида привлечения ресурсов для коммерческих банков является то, что по депозитным сертификатам банки не производят отчислений в Фонд обязательных резервов в ЦБУ. В результате банк экономит 20% ресурсов по сравнению с обычными депозитами клиентов, с которых должны перечисляться суммы для резерва. Указанная экономия позволяет банкам выпускать сертификаты с более высокими процентными ставками, что делает их более привлекательными для клиентов. Другим преимуществом депозитных сертификатов является возможность их переуступки и передачи в залог.

На 1 июля 2004 г. ЦБУ зарегистрировал сберегательных сертификатов на общую сумму 6,9 млрд сум, включая 250 млн сум в первом полугодии. Сумма фактически реализованных сберегательных депозитов за первое полугодии 2004 г. возросла на 5%, или 221 млн сум, а погашенная сумма сберегательных депозитов выросла на 22%, или 715 млн сум. В первом полугодии 2004 г. на рынке сберегательных сертификатов был произведен выпуск эмиссии Галлабанка на сумму 350 млн сум под 36% годовых.

Примечательно, что основные участники на обоих рынках банковских сертификатов различны: на рынке депозитных сертификатов активными «игроками» являются НБУ, УзДЭУбанк, АБН Амробанк, Асакабанк. На рынке сберегательных депозитов основным участником, на долю которого приходится 30% всего выпуска сберегательных сертификатов, является Халк банк. Это объясняется наличием у банка самой большой сети филиалов и розничной клиентуры.

**Фондовый рынок Узбекистана.** Количество профессиональных участников рынка, имеющих соответствующие лицензии уполномоченного государственного органа по регулированию рынка ценных бумаг, достигло 312 (по сост. на 01.07.2004г.), в том числе 39 лицензий были выданы (продлены) в первом полугодии текущего года. Вместе с тем за указанный период прекращено действие 25 лицензий. Общее число специалистов фондового рынка, имеющих квалификационный аттестат уполномоченного государственного органа по регулированию рынка ценных

бумаг по состоянию на 1 июля 2004 г., достигло 842, в т. ч. в первом полугодии получили соответствующие аттестаты 204 специалиста.

В настоящее время на фондовом рынке республики обращаются такие инструменты, как акции приватизированных предприятий, акции коммерческих банков, акции прочих предприятий и корпоративные облигации. По состоянию на 1 июля 2004 г. в республике зарегистрировано 13408 выпусков акций с общим объемом эмиссии 2554,2 млрд сум, в том числе в первом полугодии зарегистрировано 417 выпусков на сумму 178,7 млрд сум. Наряду с этим, 67 эмитентами выпущены в обращение корпоративные облигации на сумму свыше 33,35 млрд сум. В первом полугодии 2004 г. общий объем 20 выпусков облигаций составил 10 млрд сум.

По итогам первого полугодия 2004 г. общий оборот фондового рынка составил 65,2 млрд сум, увеличившись по сравнению с аналогичным периодом 2003 г. в 1,9 раз. В частности, оборот внебиржевого фондового рынка в первом полугодии 2004 г. составил 34,68 млрд сум, включая оборот первичного внебиржевого рынка на сумму 24,15 млрд сум; вторичного внебиржевого рынка – 10,53 млрд сум; корпоративных облигаций – 12,62 млрд сум.

На биржевом рынке реализовано акций на общую сумму 17,73 млрд сум, в том числе на первичном биржевом рынке – 7,9 млрд сум; на вторичном биржевом рынке – 10,53 млрд сум. Объем биржевых сделок по купле-продаже корпоративных облигаций составил 153,5 млн сум. В целом, обороты биржевого рынка в первое полугодие 2004 г. увеличились по сравнению с соответствующим периодом 2003 г. в 2,2 раза.

Средний ежедневный оборот биржевого фондового рынка по итогам первого полугодия 2004 г. составил 141,9 млн сум. Средний размер биржевой сделки с ценными бумагами за этот период достиг 6,6 млн сум. Значение индекса **TASIX** по итогам первого полугодия 2004 г. составило 127,5 пунктов.

Наибольший удельный вес в обороте биржевого фондового рынка отмечен по ценным бумагам эмитентов г. Ташкента (36%), Андижанской (11%) и Ферганской (9%) областей. В разрезе отраслей наибольший объем сделок отмечен по предприятиям агропромышленного комплекса – 7,3 млрд сум (41% от общего) и промышленным предприятиям – 4,1 млрд сум (23%).

Самая крупная сделка в первом полугодии 2004 г. на биржевом фондовом рынке была совершена 5 апреля в секции обращения ценных

бумаг за свободно конвертируемую валюту – на вторичном рынке были реализованы акции АО «Комбинат Тошкентвино» на сумму 543,75 млн сум (543.75 тыс. долл. США по курсу 1000.00 сум за долл. США).

Самая высокая цена за акцию была отмечена также на вторичном рынке по итогам сделки с ценными бумагами АО «Shodlik Group» – 1000002,57 сум за каждую акцию номиналом 1,0 млн.сум. По отношению к номинальной стоимости наивысший показатель цены реализации в первом полугодии 2004 г. отмечен в секции размещения акций приватизированных предприятий по акциям АО «Жиззах-сут», реализованным по цене 9576,62 сум за акцию (95,77 номиналов).

Наибольшая активность по итогам биржевых торгов отмечена по акциям акционерного общества «Ризк», расположенного в Андижанской области. С ценными бумагами данного общества инвесторы совершили 158 сделок в течение 126 дней. Далее следуют акции АО «Бухоро ёғ экстракция заводи» – 74 сделки, АО «Тошкент лок-буёк заводи» – 69 сделок.

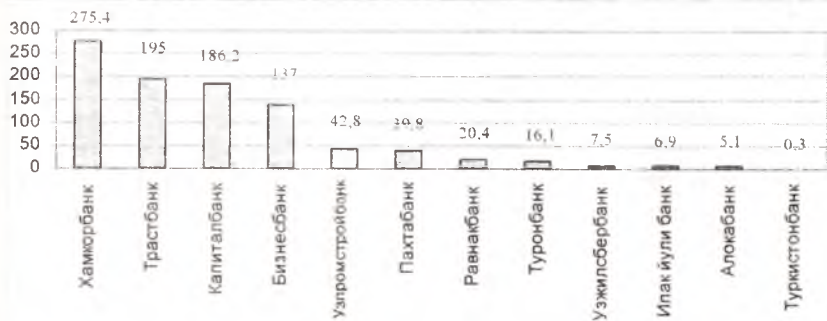


График 4. Объем сделок с акциями коммерческих банков в первом полугодии 2004 г. ( млн сум)

Среди акций, выпущенных в обращение коммерческими банками-эмитентами, наибольшее количество сделок совершено по акциям АО «Хамкорбанк» – 42 сделки. В целом по акциям банков совершено 162 сделки. Наиболее высокие объемы сделок были совершены с акциями Хамкорбанка, Трастбанка, Капиталбанка и Бизнесбанка. Удельный вес сделок с акциями банков в общем обороте фондовой биржи за первое полугодие 2004 г. составил 5,2 %.

В первом полугодии 2004 г. были внесены изменения и дополнения в действующие, а также разработаны новые нормативно-правовые акты, регулирующие функционирование фондового рынка. В частности, было зарегистрировано положение «О порядке расчета размера собственных средств и среднегодовой стоимости инвестиционных активов управляющих компаний». Были внесены изменения и дополнения в положения «О требованиях по осуществлению депозитарной деятельности», «Об учетном регистре внебиржевых сделок с ценными бумагами», «О порядке выпуска, государственной регистрации выпуска и погашения корпоративных облигаций», «О порядке выпуска, государственной регистрации и погашения (аннулирования) выпуска ценных бумаг коммерческими банками», «Об андеррайтинговой деятельности на рынке ценных бумаг», а также в Порядок и условия погашения приватизационными инвестиционными фондами специальных государственных кредитов.

Таблица 3

**Обороты рынка корпоративных ценных бумаг (млн сум)**

	Биржевой			Внебиржевой			Всего	
	сегмент	I-2003 г	I-2004 г.	сегмент	I-2003 г.	I-2004 г.	I-2003 г.	I-2004 г.
Первичный	госактивы	3245.6	7055	госактивы	7949.3	24150,5	11194.9	31205,4
	объявленные акции	292.7	856.8	Орган. рынок	107,1	0,0	399,8	856,8
	корп облигации	256,8	3,5	корп. облигации	4325,6	6527,0	4582,4	6530,5
	итого	3795,1	7915,3	итого	12382,0	30677,5	16177,1	38592,7
Вторичный	акции	4416,1	9818,8	орган. рынок	23,7	0,0	4439,8	9818,8
				неорган рынок	7178,6	10533,1	7178,6	10533,1
	корп. облигации	1899,0	150,0	корп. облигации	5350,3	6098,0	7249,3	6248,0
	Итого	6315,1	9968,8	Итого	12552,6	16631,1	18867,7	26599,9
Всего по рынку акций	1954,4	17730,6		15258,7	34683,6	23213,1	52414,1	
Всего по рынку ценных бумаг	10110,2	17884,1		24934,6	47308,5	35044,8	65192,6	

#### **4.6. Тенденции в формировании портфеля ценных бумаг коммерческих банков Узбекистана**

Финансовый рынок имеет важное значение для экономического развития страны. Данный сектор выступает в качестве интегратора национальных сбережений и инвестиций, фактора рыночного финансирования инвестиций, условия хозяйственного развития и денежного акселератора. В современных условиях финансовый сектор превращается в механизм трансмиссии и размещения ресурсов между различными секторами экономики.

Банковская система Узбекистана является основным сегментом и интегратором финансового сектора страны. Активы коммерческих банков значительно превышают совокупный объем других основных сегментов финансового рынка. С начала 90-х годов банковский сектор страны активизировал свое участие на рынке ценных бумаг и стал одним из его активных участников.

Рассмотрим сложившиеся тенденции в деятельности коммерческих банков на рынке ценных бумаг, определим наличие тех или иных ограничений, оказывающих влияние на процесс формирования банками собственного инвестиционного портфеля.

##### **Основные инструменты на рынке ценных бумаг Узбекистана**

Рынок ценных бумаг в Узбекистане стал развиваться одновременно с другими важными структурными преобразованиями в экономике. В настоящее время в Узбекистане в основном разработана и принята нормативно-законодательная база, необходимая для функционирования рынка ценных бумаг. Создана и действует инфраструктура фондового рынка, которая в состоянии обеспечить современное техническое обслуживание финансовых сделок во всех сегментах рынка ценных бумаг. За прошедшие годы значительно повысилась культура бизнеса на фондовом рынке, довольно значительная масса населения вовлечена в операции с ценными бумагами. Немаловажно, что сформировался широкий круг специалистов по операциям на фондовом рынке.

Формирование условий, необходимых для развития рынка, способствовало постепенному росту оборотов в основных сегментах финансового рынка. Если в 1995 г. обороты фондовой биржи «Ташкент» составляли лишь 1,3 млрд сум, то в 2003 г. они достигли 35,7 млрд сум, а за первое полугодие 2004 г. – 17,9 млрд сум, что на 77% больше оборотов соответствующего периода 2003 г. Однако по сравнению с выпущенными акциями и долговыми обязательствами корпоративного, банковского

и государственного секторов республики (3308 млрд сум на конец 2003 г.) оборот фондового рынка остается сравнительно небольшим.

Таблица 4

**Динамика основных сегментов финансового рынка  
Узбекистана (% к итогу)**

Финансовые инструменты/период	2001 г.	2002 г.	2003 г.
Государственные краткосрочные облигации	1,81	1,24	1,46
Акции корпораций и фирм	77,31	73,88	71,27
Корпоративные облигации	0,02	0,25	0,58
Депозитные сертификаты банков	0,4	0,75	2,63
Сберегательные сертификаты банков	-	0,07	0,15
Капитал коммерческих банков	20,47	23,8	23,91

Источник: ЦКК, Центральный банк Узбекистана.

Основными составляющими рынка выступают акции корпоративного и банковского сектора, совокупный объем которых составляет приблизительно 95% всех финансовых инструментов. Оставшаяся часть рынка приходится на долю долговых обязательств, включая ГКО, облигации предприятий, сертификаты коммерческих банков. В структуре рынка в последнее время наблюдается небольшое снижение удельного веса акций корпораций и ГКО. Данное обстоятельство в определенной степени является следствием изменения доходности по ставкам государственных краткосрочных обязательств, а также невысокой ликвидности рынка акций корпораций. Одновременно наблюдается увеличение удельного веса рынка корпоративных облигаций и банковских сертификатов. Причиной тому является расширение объемов эмиссии корпоративных облигаций и банковских сертификатов, которые традиционно являются высоколиквидными и доходными финансовыми инструментами.

Особая роль банков на рынке ценных бумаг состоит в том, что они могут одновременно выступать в роли эмитентов финансовых инструментов, а также инвесторов и инвестиционных институтов, оказывающих широкий спектр услуг своим клиентам на данном рынке. На 1 июля 2004 г. общий объем инвестиций банков в ценные бумаги составил 62,7 млрд

сум, или менее 1,5% совокупных банковских активов республики. Коммерческие банки республики осуществляют вложения в основном в ГКО, акции хозяйствующих субъектов и корпоративные облигации (график 5).



**График 5. Структура вложений банков в финансовые инструменты на 1 июля 2004 г.,%**

По состоянию на 1 июля 2004 г. на долю коммерческих банков приходилось 79,1% общего объема размещенных государственных краткосрочных облигаций. Отличительной чертой рынка ГКО традиционно являются ее ликвидность и обеспеченная доходность. В последнее время наблюдается некоторое снижение доходности государственных облигаций. Так, в течение первого полугодия 2004 г. аукционная доходность по ГКО колебалась на уровне 12,5–13,5%. Это, в свою очередь, оказывает влияние на объемы вложений коммерческих банков в ГКО. В частности, по состоянию на 1 июля 2004 г. вложения банков в ГКО уменьшились на 15% по сравнению с 1 января 2004 г.

По состоянию на 1 июля 2004 г. в портфеле коммерческих банков акции хозяйствующих субъектов составили 14,3 млрд сум, что показывает снижение на 3% по сравнению с аналогичным периодом 2003 г. Доходность по операциям купли-продажи составила 3,6 млрд сум, или 9,3% от суммы



вложений банков в ценные бумаги, и 0,8% от общего дохода банков. Низкая ликвидность корпоративных акций, невысокая доходность от операций на фондовом рынке, а также другие факторы сдерживают активизацию деятельности банков с акциями хозяйствующих субъектов.

В последние годы наблюдается динамичный рост рынка корпоративных облигаций. Одновременно расширяется деятельность банков на этом рынке: на 1 июля 2004 г. вложения банков в корпоративные облигации составили 13,6 млрд сум, т. е. увеличились в 2,8 раза по сравнению с аналогичным периодом 2003 г. На рост вложений в корпоративные облигации влияют высокий уровень их доходности и устойчивое финансовое положение эмитентов. Кроме того, эмитенты корпоративных облигаций являются, как правило, клиентами банков, которые пользуются различными банковскими услугами, включая андеррайтинговые услуги по обеспечению ценных бумаг.

При выборе финансовых инструментов коммерческие банки принимают инвестиционные решения с учетом их основных характеристик: уровня ликвидности, доходности и риска (табл. 5). Вложения банков в государственные облигации осуществляются, в первую очередь, в целях поддержания ликвидности активов, одновременно, данный инструмент характеризуется стабильным доходом и низким уровнем риска. Кроме того, имеет значение также наличие налоговых льгот. Доходы по вложениям в ГКО освобождены от уплаты налога на доход.

**Таблица 5**

**Основные характеристики финансовых инструментов  
в Узбекистане**

<b>Финансовые инструменты</b>	<b>Ликвидность</b>	<b>Доходность</b>	<b>Риск</b>
ГКО	высокая	невысокая	минимальный
Корпоративные акции	невысокая	невысокая	высокий
Корпоративные облигации	высокая	высокая	невысокий
Сертификаты банков	высокая	высокая	минимальный
Акции банков	невысокая	средняя	невысокий

Доходность вложений в корпоративные акции остается сравнительно невысокой. Исключение составляют вложения в акции стабильно функционирующих и высококорентабельных предприятий, которые пользуются большим спросом (в частности, отдельные предприятия в системе Уздонмахсулот, Узбекнефтегаз и пищевой промышленности). В целом доходность по корпоративным акциям сильно колеблется в зависимости от вида деятельности, структуры собственности, уровня корпоративного управления на предприятии и других факторов. В портфеле многих банков имеются акции хозяйствующих субъектов, которые характеризуются невысоким уровнем доходности и низкой ликвидностью.

Сертификаты банков высоколиквидные, учитывая их в среднем высокую по сравнению с другими эмитентами платежеспособность. Депозитные и сберегательные сертификаты являются для коммерческих банков важным инструментом привлечения дополнительных финансовых ресурсов. В течение первого полугодия 2004 г. наблюдалось значительное расширение рынка сертификатов коммерческих банков. По состоянию на 1 июля 2004 г. прирост эмитированных депозитных сертификатов составил 16%, а по сберегательным сертификатам – 4% по сравнению с началом 2004 г.

По средствам, привлеченным от реализации сертификатов, коммерческие банки освобождены от отчислений в Фонд обязательных резервов в Центральном банке, которые составляют 20% от объема привлеченных ресурсов на обычные депозитные счета. Данное обстоятельство позволяет банкам выпускать сертификаты с более высокими процентными ставками, что делает их более привлекательными для клиентов. Другим преимуществом сертификатов является предоставленное право их переуступки и передачи в залог. Возможность осуществления залоговых и спекулятивных операций с сертификатами также позволяет банкам заработать дополнительную прибыль. Однако отсутствие вторичного рынка банковских сертификатов служит сдерживающим фактором на пути дальнейшего развития данного сегмента рынка.

В целом акции банков отличаются сравнительно высоким уровнем доходности и низким уровнем риска. В июле 2004 г. удельный вес сделок по акциям банков в общем обороте Республиканской фондовой биржи «Ташкент» составил 3%, в августе данный показатель увеличился в 2,9 раза, составив 8,7%. Акции коммерческих банков республики являются одними из наиболее ликвидных и доходных активов на

рынке ценных бумаг. На сегодняшний день, по сведениям фондовой биржи «Ташкент», акции Узпромстройбанка, Пахтабанка, Галлабанка и Узжилсбербанка включены в высшую категорию листинга (категория «А»). Однако не все банки характеризуются высокой привлекательностью выпущенных акций, что объясняется общим финансовым состоянием эмитента, качеством кредитного портфеля банка, уровнем развития системы корпоративного управления, защищенности прав и участия миноритарных акционеров в управлении банком и другими факторами.

### **Краткие выводы**

В настоящее время наиболее привлекательным объектом вложения по соотношению «уровень доходности – риск» являются корпоративные облигации. Эмитенты обеспечивают довольно высокие по рыночным меркам процентные доходы, к тому же средства по привлеченным облигациям считаются долговыми обязательствами и налагают имущественную ответственность на эмитента в случае дефолта. В то же время осуществление коммерческими банками андеррайтинговых операций связано с определенным риском. Как правило, андеррайтер берет на себя обязательство по полной реализации облигаций клиента, и в случае, если банк не сможет реализовать ценные бумаги, то банк-андеррайтер становится инвестором. В этом случае возрастает риск банковских вложений в корпоративные облигации, что непосредственно связано со способностью эмитента своевременно осуществлять периодические платежи по процентам и возврату основной суммы обязательств.

#### **Контрольные вопросы:**

1. Каковы методы регулирования рынка ценных бумаг?
2. Назовите основы рынков обращения ценных бумаг.
3. Как работает система торговли ценными бумагами?
4. Что такое клиринг и расчеты по сделкам с ценными бумагами?
5. Какие существуют принципы регулирования финансового рынка?

## Глава 5. ПУТИ СТИМУЛИРОВАНИЯ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

### 5.1. Зарубежная практика стимулирования инвестиций в акции

В условиях дефицита инвестиций и высоких рисков на рынке ценных бумаг создание сильных налоговых стимулов, в значительной мере компенсирующих указанные риски, является одним из наиболее сильных инструментов побуждения населения и иных групп инвесторов к вложению накопленных сбережений в те фондовые ценности, которые государство считает приоритетными. Только на этой основе могут быть достигнуты диверсификация структуры собственности, максимальное использование внутренних накоплений для направления в сферу инвестиций и социальная устойчивость, присущая обществам с широким участием населения в корпоративной собственности.

На формирующихся рынках важнейшей задачей выступает привлечение в страну долгосрочных иностранных инвестиций (прямых и портфельных), которые покрывали бы разрыв между потребностями в средствах для модернизации экономики, и незначительных объемов денежных ресурсов, пригодных для инвестирования и находящихся в стране.

В международной практике сформировалась система методов налогового стимулирования инвестиций в ценные бумаги.

Таблица 6

#### Сравнительный анализ методов налогового стимулирования

Методы стимулирования инвестиций в акции	Страны, в которых применяется налоговое стимулирование
Юридические лица – резиденты	
Полное, безусловное освобождение дивидендов, полученных от других лиц-резидентов от налога на прибыль.*	Индустриальные страны: Австралия, Австрия, Великобритания, Норвегия. Формирующиеся рынки: Аргентина, Бразилия, Венесуэла, Гонконг, Греция, Индия, Индонезия, Мексика, Чили, ЮАР.

<p>По дивидендам, полученным от резидентов, – освобождение дивидендов от налога на прибыль при условии, что налогоплательщик владел не менее определенной доли или суммы капитала эмитента и не менее установленного периода времени.*</p>	<p>Индустриальные страны: Дания, Люксембург, Нидерланды, Швейцария, Швеция, Япония, Португалия – освобождение от рассматриваемого налога при условии, если дивиденды реинвестируются в развитие предприятия.</p> <p>Формирующиеся рынки: Тайвань, Польша – освобождение от рассматриваемого налога при условии, если дивиденды реинвестируются в развитие предприятия.</p>
<p>Пониженные ставки налога на прибыль при обложении дивидендов (или замена налога на прибыль иным налогом по пониженной ставке). Включение в налогооблагаемую прибыль только части (в установленной доле) дивидендов. Предоставление налоговых кредитов по налогам на прибыль, выплачиваемых с дивидендов.</p>	<p>Индустриальные страны: Бельгия, Ирландия, Италия, Финляндия.</p>
<p>Полное, безусловное освобождение положительных курсовых разниц по ценным бумагам от налога на прибыль.</p>	<p>Индустриальные страны: Бельгия.</p> <p>Формирующиеся рынки: Малайзия, Мексика, Панама, Сингапур, Тайвань.</p>
<p>Освобождение положительной курсовой разницы от налога на прибыль при условии, что налогоплательщик владел не менее определенной доли или суммы капитала эмитента и (или) не менее установленного периода времени.</p>	<p>Индустриальные страны: Австрия, Дания, Люксембург, Нидерланды, Швейцария.</p> <p>Формирующиеся рынки: Гонконг, Панама, ЮАР. Панама - только по акциям, которые прошли листинг, ЮАР – при условии, если суммы от продажи акций останутся в обороте предприятия.</p>
<p>Пониженные ставки налога на прибыль при обложении положительной курсовой разницы (или замена налога на прибыль иным налогом по пониженной ставке).</p>	<p>Индустриальные страны: Канада, Франция (раздельное налогообложение по краткосрочным и долгосрочным инвестициям), Испания.</p>

	<p>Формирующиеся рынки: Бразилия, Венесуэла, Греция, Индия, Индонезия (по акциям, имеющим листинг на бирже).</p>
<p>Полный или частичный зачет отрицательной курсовой разницы в уменьшение прибыли (или положительной курсовой разницы) при налогообложении. Возможности переноса отрицательной разницы на несколько лет вперед для целей зачета при налогообложении, если их разрешено вычитать только из прибыли, полученной от положительной курсовой разницы.</p>	<p>Индустриальные страны: Австралия, Австрия, Дания, Италия (перенос отрицательной разницы на несколько лет вперед), Франция.</p> <p>Формирующиеся рынки: Аргентина.</p>
<p><b>Юридические лица – нерезиденты</b></p>	
<p>Освобождение дивидендов, полученных от резидентов, от налога на прибыль.</p> <p>Сниженные ставки налогообложения дивидендов, полученных от резидентов, по налогу на прибыль.</p>	<p>Аргентина, Гонконг, Франция (если дивиденды реинвестируются в экономику Франции).</p>
<p>Освобождение положительной курсовой разницы по ценным бумагам от налога на прибыль.</p> <p>Сниженные ставки налогообложения положительной курсовой разницы по ценным бумагам.</p>	<p>Аргентина, Австрия (если нерезиденту принадлежит не менее 10% акционерного капитала в течение 5 лет), Гонконг, Греция, Индия (если нерезиденту принадлежали акции в течение не менее 3 лет).</p>
<p><b>Физические лица – резиденты</b></p>	
<p>Полное безусловное освобождение дивидендов, полученных от юридических лиц, от подоходного налога.</p>	<p>Формирующиеся рынки: Аргентина (только по дивидендам, полученным от резидентов), Бразилия, Венесуэла, Мексика.</p>
<p>Пониженные ставки подоходного налога при обложении дивидендов (или замена подоходного налога иным налогом по пониженной ставке)</p>	<p>Индустриальные страны: Дания, Норвегия, Швеция.</p>

<p>Предоставление налоговых кредитов по подоходному налогу, выплачиваемому с дивидендов.</p>	<p>Формирующиеся рынки: Панама, Польша, Южно-Африканская Республика, Канада, Тайвань.</p>
<p>Полное, безусловное освобождение положительной курсовой разницы по ценным бумагам от подоходного налога.</p>	<p>Индустриальные страны: Швейцария. Формирующиеся рынки: Китай, Малайзия, Сингапур.</p>
<p>Полное освобождение положительной курсовой разницы от подоходного налога при определенных условиях.</p>	<p>Индустриальные страны: Нидерланды (если акции продаются в качестве портфельных инвестиций и сделки с ними не относятся к продаже бизнеса). Формирующиеся рынки: Греция (если акции имеют листинг на бирже), Панама (по акциям, имеющим листинг), Турция (в пределах денежного лимита), ЮАР (если продаются долгосрочные инвестиции и операция носит капитальный характер).</p>
<p>Пониженные ставки подоходного налога при обложении налогом положительной курсовой разницы.</p>	<p>Индустриальные страны: Германия, Португалия, Швеция, Япония, Канада (в том числе дополнительная).</p>
<p>Замена подоходного налога иным налогом по пониженной ставке.</p>	<p>Стимулирование вложений в акции малого бизнеса. Формирующиеся рынки: Бразилия.</p>
<p>Пониженные ставки подоходного налога при условии, что налогоплательщик владел не менее определенной доли или суммы капитала эмитента и (или) не менее установленного периода времени. Пониженные (при соблюдении определенных условий) ставки подоходного налога при обложении положительной курсовой разницы.</p>	<p>Индустриальные страны: Австрия, Греция (если акции не имеют листинга на бирже), Нидерланды (если акции продаются не в качестве портфельных инвестиций, а в качестве продажи бизнеса).</p>

<p>Полный или частичный зачет отрицательных курсовых разниц в уменьшение доходов (или положительной курсовой разницы) при обложении подоходным налогом.</p>	<p>Канада, Швеция.</p>
<p>Исключение из налогооблагаемой базы по подоходному налогу сумм инвестиций (или доходов от продажи) в определенные (желательные) акции и доли паевых фондов при их первичном размещении.</p> <p>Исключение из налогооблагаемой базы доходов от продажи акций, если они находились в собственности свыше определенного срока.</p>	<p>Формирующиеся рынки: Индия, Мексика, Чили, Чехия.</p>
<p>Налоговые льготы физическим лицам под специальные инвестиционные планы.</p>	<p>Великобритания.</p>
<p>Введение «акций, дающих налоговые преимущества», предназначенных для выпуска в приоритетных для государства целях (Бельгия).</p> <p>Вычет из дивидендов процентов по кредиту, взятому для приобретения акций.</p>	<p>Бельгия. Япония.</p>

\* Имеется в виду, что инвестиции носят не краткосрочный спекулятивный характер, а близки по характеру к прямым инвестициям или являются ими, что позволяет рассматривать дивиденды как результат значительных управленческих и финансовых усилий лица, получающего дивиденды, исключать «двойное налогообложение» предприятий (материнской и дочерней компаний), являющихся, по существу, единым промышленным комплексом.

В частности, используются следующие методы налогового стимулирования инвестиций в акции:

- полное или частичное освобождение розничных инвесторов от подоходного налога, взимаемого на доходы от акций (дивиденды, рост курсовой стоимости), оптовых инвесторов (юридических лиц) от налога на прибыль, формируемую акциями, предоставление налогового кредита на уплату налогов на указанные доходы. Прекращение по сути двойного налогообложения дивидендов (источник их уплаты – чистая



прибыль предприятия после взимания налогов, после чего при выплате дивидендов акционерам вновь начисляются налоги);

- поощрение иностранных инвесторов в портфельных и прямых вложениях в ценные бумаги на основе предоставления им национального режима налогообложения, снижения повышенных налоговых ставок, установленных им в сравнении с отечественными инвесторами, или полного освобождения от обложения налогами доходов, полученных от ценных бумаг;

- возможность переноса на несколько лет вперед отрицательной курсовой разницы для розничных и оптовых инвесторов (что дает возможность зачета их в годы растущей курсовой стоимости);

- введение целевых налоговых льгот (освобождение от налога, применение пониженной налоговой ставки, вычет из налогооблагаемой базы), направленных на поощрение: долгосрочных инвестиций в акции (льготы применяются в том случае, если акции держатся владельцем в течение определенного срока), неспекулятивных прямых инвестиций (льготы применяются, когда инвестор владеет не менее определенной доли бизнеса), инвестиций в определенные акции (малого бизнеса, определенных приоритетных отраслей, венчурных компаний, экспортных производств), вывода акций на организованные рынки (льготы возникают, если акции прошли листинг и обращаются на фондовой бирже), спроса на акции (вычет из налогооблагаемой базы процентов за кредит, взятого на покупку акций), специальных личных и институциональных инвестиционных планов (в рамках которых средства направляются на инвестиции в акции);

- налоговое стимулирование долгосрочного спроса на корпоративные ценные бумаги, источником которого является банковский кредит. Например, исключение из налогооблагаемой базы подоходного налога процентов за кредиты, взятые физическими лицами для приобретения корпоративных ценных бумаг резидентов.

## **5.2. Налоговое стимулирование государством.**

### **Расширение доли персонала в акционерных капиталах предприятий**

Даже учитывая микроэкономический характер механизмов стимулирования работников через акции, которые будут рассмотрены ниже, в тех случаях, когда их использование приобретает национальное значение, как это произошло в США в 1970 – 90-е годы, существенно

расширяются возможности для решения следующих макроэкономических задач:

- постепенный переход от капитализма крупных собственников к модели капитализма «с широким участием», который означает более широкое участие населения в собственности, более высокий инновационный потенциал экономики и, в итоге, большую экономическую свободу и более высокий потенциал развития общества;
- расширение мощности финансовых рынков, становление действительно массовых и ликвидных рынков акций, диверсификация финансовых инструментов и финансовых институтов и, в итоге, более глубокая насыщенность хозяйственного оборота финансовыми ресурсами, что ведет к активизации экономического роста (что доказано в исследованиях Мирового банка в 1980 – 90-е годы);
- укрепление социальной стабильности, рост благосостояния населения при большей вовлеченности средств населения в финансирование инвестиций и экономического роста.

Соответственно механизмы стимулирования вложений работников и менеджеров в акции своих предприятий приобретают макроэкономическое значение.

В этой связи в 1970–90-е годы в крупных индустриальных странах было принято законодательство, регулирующее и стимулирующее создание внутрикорпоративных планов для персонала, суть которых состоит в том, что работники получают часть оплаты труда в форме акций собственной компании.

В США доля работников в акционерных компаниях, в которых они работают, составляла в конце 1990-х годов (с учетом опционов на акции) примерно 9% (и продолжает увеличиваться). По оценкам, в 2000 г. в открытых акционерных обществах собственность работников составила не менее 15% акционерных капиталов. Не менее 25% закрытых акционерных обществ будут иметь свои собственные планы стимулирования работников акциями (здесь и ниже данные для анализа заимствованы из обзоров Национального центра собственности работников National Center for Employee Ownership, США).

Необходимо учитывать, что только очень серьезные налоговые льготы могут создать стимулы для собственников предприятий к развитию планов участия своих работников и менеджеров в акционерных капиталах. Указанные налоговые льготы должны относиться как к компа-

нии-работодателю, так и к ныне действующим собственникам, продающим свои акции работникам, а также к самим работникам и менеджерам, т. е. ко всем заинтересованным сторонам, участвующим в опционном плане или плане ESOP. Наиболее часто используются следующие формы налоговых льгот (США):

- налоговые льготы акционерам компании, которые продают свои акции в компенсационный план. На примере ESOP – в США в том случае, если в результате этой продажи доля ESOP в акционерном капитале компании составит не менее 30%, если при этом акционеры держали до продажи свои акции не менее 3 лет (т. е. продажа не носит спекулятивного характера, полученная прибыль в результате является долгосрочным приростом капитала) и если акционеры вложат полученные от продажи своих акций средства в другие указанные в законодательстве ценные бумаги (акции или облигации эмитентов США), то акционеры пользуются правом на налоговую отсрочку до тех пор, пока они держат средства, полученные от ESOP, в разрешенных законодательством ценных бумагах;

- налоговые льготы компании, для выкупа акций которой учреждается компенсационный план. На примере ESOP – спонсорские взносы компании в ESOP вычитаются из суммы налогов, подлежащих выплате, если они направляются на покрытие кредитов и процентов по кредитам, взятым ESOP для покупки акций. Дивиденды по акциям, находящимся в ESOP, также вычитаются из суммы налогов, подлежащих выплате, если они направляются на покрытие кредитов, взятых ESOP для покупки акций. Работодатель может делать не облагаемые налогом взносы для формирования ESOP, которые, по законодательству США, ограничены 15% суммы начисленной годовой оплаты труда;

- налоговые льготы работникам, приобретающим акции в рамках компенсационных планов. На примере ESOP – доходы, возникающие у работников в рамках ESOP, не подлежат налогообложению до тех пор, пока они не будут получены непосредственно работниками. В этом случае работник пользуется налоговой отсрочкой, выплачивает подоходный налог только тогда, когда реально получает прибыль от акций (перепродает их). Если речь идет об опционном плане, то налог уплачивается только тогда, когда менеджер или работник реально покупает по опциону акции по меньшей цене и перепродает их по большей цене;

- налоговые льготы, получаемые финансовыми институтами. Если

в результате ссуд, полученных ESOP у банка или иного финансового института, доля ESOP в компании составит более 50% акционерного капитала, то от налога освобождается 50% доходов, полученных финансовым институтом в виде процентов по данной ссуде.

### **Краткие выводы:**

Анализ, проведенный выше, показывает особенности налогового стимулирования инвесторов в международной практике. Как правило, формируется система налогового стимулирования внутренних и долгосрочных (прямых и портфельных) иностранных инвестиций по вложению средств в акции, долговые ценные бумаги, выпускаемые для финансирования инвестиций в сфере науки, производства и обращения продукции. Система налогового стимулирования может предусматривать значительное сокращение налоговых ставок (для нерезидентов, осуществляющих прямые или портфельные инвестиции, для розничных владельцев корпоративных облигаций) или отмену налогов по дивидендам и другим доходам, получаемым по ценным бумагам, выпущенным предприятиями приоритетных отраслей или групп бизнеса.

### **Контрольные вопросы:**

1. Какова международная практика стимулирования инвестиций в акции?
2. Какие существуют методы инвестирования в акции в развитых странах?
3. Каковыми налоговыми льготами пользуются за рубежом вложения в ценные бумаги?
4. Каковы методы стимулирования работников предприятий, имеющих долю в акциях?

## ГЛАВА 6. ЭКОНОМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ ФИНАНСОВОЙ СТРУКТУРЫ

### 6.1. Основные задачи мировой финансовой структуры

Финансовая система сложна по структуре и функциям во всем мире. Существует много различных типов учреждений: банки, страховых компании, взаимные фонды, акции и рынок обязательств и т. д. — все они регулируются правительством. В финансовой системе существуют каналы в миллиарды долларов в год, которые имеют связь с производительными инвестициями.

Категории внешних фондов представлены ссудами, обязательствами, акциями и другими источниками. *Ссуды* представлены, прежде всего, ссудами банка, которые также включают ссуды, предоставляемые другими финансовыми посредниками. *Обязательства* включают рыночные долговые ценные бумаги типа общих обязательств и коммерческих бумаг. *Акция* состоит из доли рынка акций. *Другие* включают ссуды типа правительственных ссуд, ссуды, предоставленные иностранцами, и ссуды по торговым долгам.

Проанализируем ряд финансовых проблем, возникающих в процессе исследования мировой финансовой системы.

**1. Акции – важный источник внешнего финансирования бизнеса.** Поскольку в средствах информации много внимания уделяется рынку акций, у многих людей может сложиться впечатление, что акции являются наиболее важными источниками финансирования, в т. ч. в США. Однако, исходя из сопоставительного анализа источников финансирования мировых держав, рынок акций составляет долю в финансовой структуре США и пяти других промышленно развитых стран (график 6).

В 1970–1985 гг. внешнее финансирование американского бизнеса составило 2,1%. Фактически в середине 1980-х годов рынок акций в США был менее важен, чем другие источники финансирования. Исходя из сказанного, сложившаяся ситуация является одной из проблем финансирования в мире.

**2. Выпуск рыночного долгового обязательства и ценных бумаг (акций) как одно из направлений финансирования бизнеса.** Обязательства – гораздо более важный источник финансирования в США, чем акции (29,8 против 2,1 %).

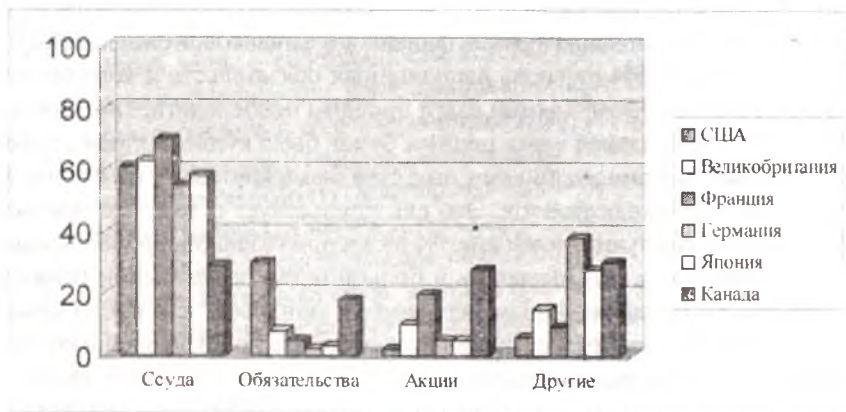


График 6. Источник внешних фондов для нефинансового бизнеса

Согласно графику 6. 2,1% роста за счет акций основано на потоках внешних фондов корпораций. Однако этот рост за счет акций постояен, тогда как рост за счет обязательств временный, т. е. до тех пор, пока не произведена оплата в установленный срок. Например, предположим, что устойчивость сохраняется за счет роста акций на сумму 1000 \$ и на сумму 1000 \$ за счет обязательств. В случае проблем с выпуском акций фирма может сохранить устойчивость за счет ранее выпущенных акций, тогда как приобретенная за счет обязательств, она может быть покрыта за счет вновь выпущенных обязательств. Таким образом, даже при фактически одинаковой важности этих источников финансирования для фирмы приоритет должен быть отдан первому источнику.

Однако акции и комбинированные обязательства, хотя и составляют незначительную долю рынка ценных бумаг (31,9 %), пользуются более широким спросом на внешнем рынке. Следовательно, выпуск ценных бумаг не может варьироваться по уровню спроса в различных странах. Так, в большинстве стран, за исключением Канады, их доля во внешнем финансировании ниже, чем в Соединенных Штатах. Отсюда вытекает проблема неоднозначности использования ценных бумаг на внешнем рынке.

**3. Косвенные и прямые финансы на финансовом рынке.** Прямые финансы используются при продаже в виде акций и обязательств. Использование последних как источников внешнего финансирования для

американского бизнеса является актуальным, что свидетельствует о важности использования прямых финансов в финансовой системе США. С 1970 г. менее 5% от вновь выпущенных обязательств и коммерческих бумаг и около 50% акций были проданы непосредственно населению США. Остальная часть ценных бумаг была куплена, прежде всего, финансовыми посредниками типа страховых компаний, пенсионных фондов и взаимных фондов. Это свидетельствует о том, что прямые финансы используются в объеме 5% от внешнего финансирования американского бизнеса. Поскольку в большинстве стран рынок ценных бумаг не является основным источником финансов, как в США, использование в них прямых финансов, менее важно по сравнению с использованием косвенных финансов. Исходя из вышесказанного, проблема важности на финансовых рынках финансовых посредников и косвенных финансов приобретает особую актуальность.

**4. Банки – важный источник внешних фондов, используемых для финансирования бизнеса.** Важнейшие источники внешних фондов для бизнеса всего мира – ссуды (в США – 61.9%). Большинство ссуд – ссуды банка, следовательно, банки играют важную роль в финансировании деловых операций со Заслуживает внимания тот факт, что в США число операций ссудами банка в 25 раз больше, чем с акциями. Банки играют большую роль в странах типа Франции в развивающихся странах по сравнению с промышленными странами. Отсюда вытекает проблема важности банков в финансовой системе стран мира.

**5. Финансовая система как наиболее трудно регулируемый сектор экономики.** Финансовая система – это сложная регулируемая система не только в США, но и во всех других развитых странах. Правительства регулируют финансовые рынки с целью обеспечения эффективности и гарантированности, разумности финансовой системы. Исходя из этого, проблема регулирования финансовых рынков в странах мира приобретает всё большую значимость.

**6. Только крупные и известные корпорации имеют доступ к ценным бумагам на рынке, чтобы обеспечивать их функционирование.** Индивидуальный и малый бизнес, работающий нестабильно, не способен осуществлять свою деятельность, опираясь на рынок ценных бумаг. В основном их финансирование осуществляется банками. Только и известные корпорации имеют возможность увеличить фонды на рынке ценных бумаг.

**7. Имущественный залог – распространенная особенность долговых контрактов для активов держателей и бизнесменам.** Имущественный залог – собственность, которая представлена кредитору к оплате в качестве гарантии, когда заемщик неспособен осуществлять платежи. Гарантированный долг – преобладающая форма домашнего долга, широко используемая в бизнесе. Большинство домашнего долга в Соединенных Штатах состоит из гарантированных ссуд: ваш автомобиль – имущественный залог для вашей автоссуды, а ваш дом – имущественный залог для вашего залога. Общие обязательства и другие ссуды банка часто привлекаются в качестве имущественного залога. Почему имущественный залог – такая важная особенность долговых контрактов?

**8. Долговые контракты чрезвычайно усложняются юридическими документами, которые существенно влияют на поведение заемщика.** Многие думают о долговом контракте как о простом обязательстве, которое может быть написано на листочке бумаги. В действительности долговые контракты бывают различными. Во всех странах долговые контракты обычно состоят из большого количества юридических документов с условиями (называемыми ограничительными соглашениями), которые ограничивают и определяют некоторые действия, в которых заемщик может участвовать. Ограничительные соглашения являются особенностью не только долговых контрактов: например, дом оформляется контрактами, имеющими ограничительные соглашения, которые требуют, чтобы заемщик застраховал автомобиль или дом, купленный на ссуду. Долговые контракты очень сложны и имеют множество ограничений.

## **6.2. Операционные затраты**

Важной особенностью финансовых рынков является наличие существенных операционных и информационных затрат. Экономический анализ влияния этих затрат на деятельность финансовых рынков позволит сделать вывод о функционировании финансовой системы в целом.

Операционные затраты – главная проблема на финансовых рынках. Например, предположим, что вы имеете 5000 \$, которые вы хотели бы вложить в рынок акций. Поскольку вы имеете только 5000 \$, вы можете купить только небольшую часть акций. Биржевой маклер сообщает вам, что для того, чтобы выкупить выбранные вами акции, необходимо выплатить высокий процент. Если вместо этого вы решите купить



обязательство, проблема усугубится, потому что самая низкая цена простых обязательств составляет 10000 \$. Действительно, брокер не может быть заинтересован в вашем бизнесе, потому что небольшой размер вашего вклада не оправдывает потраченного времени. Вы будете разочарованы и поймете, что не сможете использовать рычаги финансового рынка с целью улучшить свое состояние. Большинство населения в некоторых странах никогда не будет иметь ценных бумаг.

Вы можете столкнуться также с другой проблемой из-за операционных затрат. Поскольку вы имеете незначительное количество собственных средств, то можете осуществить ограниченный объем инвестиций, т. е. вы должны поместить ваши средства в одну корзину, что не позволит вам использовать разносторонние возможности и в конечном итоге подвергнет вас большому риску.

Как финансовые посредники уменьшают операционные затраты? Одно из решений проблемы высоких операционных затрат состоит в том, чтобы связать фонды многих инвесторов вместе так, чтобы они могли воспользоваться преимуществом *масштаба экономии*. Связывая фонды инвесторов вместе, операционные затраты для каждого индивидуального инвестора становятся гораздо меньше. Масштаб экономии существует исходя из того, что общая стоимость сделки на финансовых рынках увеличивается незначительно, поскольку размер сделки возрастает. Например, стоимость закупки 10000 долей акций не намного больше, чем стоимость закупки 50 долей акции. Присутствие масштаба экономии в качестве финансовой помощи на рынке объясняет, почему развивалась такая важная часть финансовой структуры. Другой пример финансового посредника, который возник из-за масштаба экономии, – это взаимный фонд. *Взаимный фонд* – финансовый посредник, который продает доли индивидуальным лицам и затем вкладывает доходы в обязательства или акции. Поскольку он покупает большие блоки акций или обязательств, взаимный фонд получает преимущество более низких операционных затрат. Тогда эти сбережения взаимный фонд предоставляет индивидуальным инвесторам после того, как будут оплачены счета. Дополнительная выгода для индивидуальных инвесторов – то, что взаимный фонд является достаточно большим, чтобы купить разнообразный портфель ценных бумаг. Широкое разнообразие уменьшает риск для индивидуальных инвесторов, выигрывающих в материальном отношении.

Экономия масштаба также важна для понижения затрат на расходы компьютерной технологии для выполнения задач, стоящих перед финансовыми учреждениями. Как только крупный взаимный фонд вложит много денег, например, во внедрение системы телесвязи, это может быть использовано для огромного количества сделок по низкой цене. С целью снижения операционных затрат проводится также экспертиза финансовых посредников. Взаимные фонды, банки и другие финансовые посредники проводят экспертизу компьютерной технологии так, чтобы они могли предоставить недорогие и удобные услуги типа бесплатных номеров, которые позволяют проверить, насколько эффективны ваши инвестиции.

Важный результат низких операционных затрат финансового посредника – то, что они позволяют ему обеспечивать своих клиентов *услугами ликвидности* для сделки. Рынок денег, взаимные фонды, например, позволяют акционерам легко оплатить их счета и в то же самое время получить высокую процентную ставку.

### **6.3. Асимметричная информация: неблагоприятный выбор. Моральная опасность (риск)**

Присутствие операционных затрат на финансовых рынках частично объясняет, почему финансовые посредники и косвенные финансы играют такую важную роль. Однако, чтобы лучше понять финансовую структуру, следует выступить в роли информатора на финансовом рынке.

*Асимметричная информация* – это наличие, с одной стороны, недостаточных знаний и, с другой стороны, вовлечение в сделку с целью принятия четких решений. Например, менеджеры корпорации знают, что они должны быть честными и обладать оперативной деловой информацией. Наличие асимметричного информационного лидерства приводит их к неблагоприятному выбору и моральным проблемам риска.

*Неблагоприятный выбор* – это асимметричная информационная проблема, которая возникает *прежде, чем* сделка происходит: те, кто наиболее активно нуждается в их ссуде, могут столкнуться с потенциально рискованными кредитами. Поскольку неблагоприятный выбор увеличивает возможности сведения ссуды к риску кредита, кредиторы могут не давать любые ссуды даже притом, что риск кредита на рынке минимален. Моральная опасность возникает после того, как сделка происходит: кредитор знает о степени риска, который для заемщика нежелателен с

точки зрения кредитора, ибо вероятность возврата ссуды сомнительна. Например, как только заемщики получили ссуду, они могут столкнуться с большим риском, потому что это связано с деньгами. Поскольку моральная опасность (риск) снижает вероятность возврата ссуды, кредиторы могут прийти к решению ссуду не выдавать.

#### **6.4. Проблема «лимонов»: как неблагоприятный выбор влияет на финансовую структуру**

Специфическая характеристика проблемы неблагоприятного выбора и ее влияние на эффективность функционирования рынка была рассмотрена в известной статье Джорджа Акерлофа. Эта проблема была названа «проблемой лимонов», потому что напоминала проблему на рынке подержанных автомобилей.

Потенциальные покупатели подержанных автомобилей часто не способны оценить их качество, то есть они не могут определить, является ли он хорошим автомобилем или «лимоном», который непрерывно будет доставлять им чувство горечи (проблемы). Цена автомобиля (плата покупателя) должна отразить среднее качество автомобиля на рынке, т.е. должна являться чем-то средним между низкой ценой лимона и высокой ценой хорошего автомобиля. Владелец подержанного автомобиля, скорее всего, может сам определить, чем является его автомобиль – персиком или лимоном. Если автомобиль – лимон, владелец с удовольствием продаст его по указанной цене, покупатель же желает заплатить цену, среднюю между ценой лимона и ценой хорошего автомобиля, т.е. больше, чем цена лимона. Однако если автомобиль – персик, владелец считает, что его автомобиль недооценен, а покупатель желает купить его по цене, за которую владелец не хочет продать этот автомобиль. В результате этого неблагоприятного выбора хороших автомобилей на рынке будет мало. Поскольку среднее качество подержанного автомобиля, доступного на рынке, будет низким, очень мало покупателей захотят купить «лимон». При такой ситуации рынок подержанных автомобилей будет функционировать слабо.

#### **«Лимоны» в акциях и на рынках обязательств**

Подобная «проблема лимонов» возникает и на рынках ценных бумаг, т.е. долговых обязательств, и на рынках капиталов (акций). Пред-

положим, что наш друг Ирвинг – инвестор, потенциальный покупатель ценных бумаг типа обычных акций, не может отличить хорошие фирмы с высокой ожидаемой прибылью и низкими рисками от плохих фирм с низкой ожидаемой прибылью и с высокими рисками. В этой ситуации у Ирвинга будет желание заплатить только ту цену, которая является средней между стоимостью ценных бумаг плохих фирм и аналогичной стоимостью хороших фирм. Если владельцы или менеджеры хорошей фирмы располагают более ценной информацией, чем Ирвинг, и *знают*, что они – хорошая фирма и их ценные бумаги недооценены, они не будут продавать их Ирвингу по цене, которую он хочет заплатить. Естественно, фирмы, желающие продать ценные бумаги Ирвингу, будут плохими фирмами (потому что цена выше стоимости ценных бумаг). Наш друг Ирвинг не так глуп: он не хочет держать ценные бумаги в плохих фирмах, и следовательно, решит не покупать ценные бумаги на рынке. В результате сложившейся ситуации на рынке подержанных автомобилей, этот рынок ценных бумаг не будет работать эффективно, потому что число фирм, которые продадут ценные бумаги на этом рынке, чтобы увеличить капитал, будет незначительно.

Подобная ситуация сложится и при условии, если Ирвинг захочет совершить покупку общего долгового инструмента на рынке обязательств. Ирвинг будет покупать обязательство только в том случае, если его процентная ставка достаточно высока, чтобы получить компенсацию за средний риск неплатежа в пользу плохих фирм, пытающихся продать долг. Хорошо осведомленные владельцы хороших фирм понимают, что они будут вынуждены платить более высокую процентную ставку, чем они могли бы, и вряд ли будут заимствовать на этом рынке. Только плохие фирмы пожелают заимствовать, ибо инвесторы, подобно Ирвингу, не будут стремиться покупать обязательства, выпущенные плохими фирмами, вероятно, они не будут покупать никакие обязательства вообще. Те немногие обязательства, которые, вероятно, будут проданы на этом рынке, не станут надежным источником финансирования.

Проведенный анализ раскрывает вторую проблему – почему рынок ценных бумаг не является первичным источником финансирования для бизнеса в любой стране мира. Это также частично раскрывает первую проблему – почему акции не являются важнейшим источником финансирования американского бизнеса. Присутствие «проблемы лимонов» делает рынки ценных бумаг и рынки обязательств неэффективными.

При отсутствии асимметричной информации «проблема лимонов» исчезает. Если покупатели будут знать всё о качестве подержанных автомобилей, как и продавцы, естественно, у них появится желание заплатить действительную цену. Поскольку владельцы хороших автомобилей могут теперь получить справедливую цену, у них появится желание продавать их на рынке. Рынок будет предлагать хорошие автомобили тем людям, которые захотят его купить, в результате чего повысится его эффективность.

Точно так же, если покупатели ценных бумаг смогут отличить хорошие фирмы от плохих, они будут оплачивать реальную стоимость ценных бумаг, выпущенных хорошими фирмами, и у тех появится желание продавать их на рынке. Таким образом, рынок ценных бумаг предоставит хорошим фирмам наиболее производительные инвестиционные возможности.

Решение проблемы неблагоприятного выбора на финансовых рынках должно устранить асимметричную информацию, снабжая людей достоверной информацией о фондах, о частных инвесторах или фирмах, стремящихся финансировать их инвестиционную деятельность. Одна из задач кредитора состоит в том, чтобы собрать ту информацию, которая позволила бы отличить хорошую фирму от плохой и затем продавать эту информацию покупателям ценных бумаг. В США компании типа Стандарт, Poor's, Moody's и Value Line собирают информацию о балансе фирм и инвестиций, публикуют эти данные и продают подписчикам (частным лицам, библиотекам и финансовым посредникам, вовлеченным в покупку ценных бумаг).

Система частного производства и продажи информации полностью не решает проблему неблагоприятного выбора на рынке ценных бумаг из-за так называемой проблемы свободного наездника. Проблема свободного наездника возникает, когда люди не платят за информацию, но преимущественно пользуются информацией, за которую уже заплатили другие люди. Проблема свободного наездника предполагает, что частная продажа информации будет только частично решать «проблему лимонов». Предположим, что вы только что купили информацию, сообщающую вам, какие фирмы являются хорошими и какие – плохими. Вы полагаете, что эта информация заслуживает внимания, ибо она поможет вам купить ценные бумаги хороших фирм, которые ранее были недооценены. Однако когда наш инвестор Ирвинг видит вас покупаю-

щим какие-либо ценные бумаги, он делает то же самое, даже притом, что он не платил за эту информацию. Если таких покупателей, как у инвестора Ирвинга, будет много, то повышенный спрос на недооцененные хорошие ценные бумаги заставит немедленно снизить их цену, чтобы отразить истинную стоимость ценных бумаг.

В результате всего этого вы больше не сможете покупать ценные бумаги за цену ниже их истинной стоимости. Теперь, после того как выяснилось, что вы не получите никакой дополнительной прибыли от покупки этой информации, вы поймете, что за неё не надо было платить. Если другие инвесторы окажутся в таком же положении, то частные фирмы и частные инвесторы не смогут продавать эту информацию в достаточном количестве, чтобы она была для них прибыльной. Неспособность частных фирм получать прибыль от продажи информации будет означать, что на рынке было реализовано недостаточное количество информации, следовательно, неблагоприятный выбор (проблема лимонов) будет по-прежнему влиять на эффективность функционирования рынка ценных бумаг.

Правительственное регулирование проблемы свободного наездника защищает частный рынок от поступления асимметричной информации, которая ведет к неблагоприятному выбору. Правительство могло бы помочь инвесторам в получении бесплатной достоверной информации, однако это породило бы конфликтную ситуацию, решение которой было бы значительно затруднено. Правительственная помощь может быть также оказана благодаря созданию правительственных агентств. Так, существующая в США Комиссия по ценным бумагам и обмену (SEC) – правительственное агентство требует от фирм, продающих ценные бумаги на общественных рынках, твердо придерживаться стандартов, принципов и информации об их продажах, активах и доходах. Подобные инструкции имеются и в других странах.

Проблема неблагоприятного выбора на рынках финансов объясняет, почему финансовые рынки являются наиболее тяжело регулируемым сектором экономики. Правительственное регулирование необходимо, чтобы расширить информацию для инвесторов и избежать проблемы неблагоприятного выбора, которая снижает эффективность функционирования рынка ценных бумаг (акций и обязательств).

Хотя правительственное регулирование помогает справиться с проблемой неблагоприятного выбора, однако полностью не устраняет ее.

Даже когда фирмы получают информацию о продажах, активах и доходах, они обладают большим объемом информации, чем инвесторы. Кроме того, плохие фирмы могут выдавать себя за хорошие фирмы, ибо это позволяет им выгоднее продать свои ценные бумаги.

**Финансовое посредничество.** Информационное и правительственное регулирование снимает остроту, но не устраняет проблему неблагоприятного выбора на финансовых рынках. Как тогда финансовая структура помогает продвигать поток фондов людям с производительными инвестиционными возможностями при наличии асимметричной информации? Исходя из этого, рассмотрим решение данной проблемы на основе анализа структуры рынка поддержанных автомобилей. Важной особенностью его является то, что сильно поддержанные автомобили не продаются ни одним частным инвестором непосредственно другому. Частный инвестор, покупающий поддержанный автомобиль, мог бы оплачивать конфиденциальную информацию, подписавшись на журнал для потребителей, чтобы выяснить всё об автомобиле. Однако, читая *Сообщения для Потребителя*, он не решает проблему неблагоприятного выбора, потому что даже если автомобиль имеет хорошую репутацию, тот, кто хочет продать, может предложить «лимон». Предполагаемый покупатель мог бы попросить механика произвести поверхностный осмотр автомобиля. Но что если предполагаемый покупатель не знает механика или механик потребовал бы высокую плату за оценку автомобиля?

Таким образом, автомобили не будут проданы непосредственно ни одним частным лицом другому. Вместо этого они будут проданы посредником или дилером. Кто купит поддержанные автомобили у владельцев и перепродает их другим владельцам? Дилеры, продающие поддержанные автомобили, получают информацию на рынке, становясь экспертами, которые определяют, чем является автомобиль — «персиком» или «лимоном». Как только они узнают, что автомобиль хорош, они могут продавать его с некоторой гарантией. Люди, вероятнее всего, купят поддержанный автомобиль благодаря гарантии дилера, и дилер получит прибыль от производства информации о качестве автомобиля, продавая его по более высокой цене. Если дилеры покупают и затем перепродают автомобили, о которых они получили информацию, они избегают проблем других людей, которые не получили информации.

Так же, как помощь дилеров поддержанных автомобилей решает проблему неблагоприятного выбора на автомобильных рынках, так и

помощь финансовых посредников играет важную роль на финансовых рынках. Финансовый посредник типа банка становится экспертом в производстве такой информации о фирмах, которая помогла бы разобраться в рисках хороших и плохих кредитов. Тогда это будет способствовать приобретению фондов от депозиторов и предоставлению их хорошим фирмам. Поскольку банк предоставляет ссуду, главным образом, хорошим фирмам, то это может гарантировать более высокую степень возвращения по его ссудам, чем по процентам, которые нужно оплатить за депозиты. В результате банк получает прибыль, которая позволяет ему участвовать в производстве этой информации.

Важный элемент в получении прибыли от информации – это способность банка избежать проблемы свободного наездника, используя чаще частные ссуды, чем ценные бумаги, которыми торгуют на открытом рынке. Поскольку частной ссудой не торгуют, другие инвесторы не могут знать, что банк не получает никакой компенсации за информацию, которую они произвели. Роль банка как посредника – неторговая, ссуды – это ключ к его успеху в сокращении асимметричной информации на финансовых рынках.

Анализ неблагоприятного выбора показывает, что финансовые посредники вообще, и банки в частности, должны играть более важную роль в перемещении фондов к корпорациям, чем рынки ценных бумаг. Таким образом, мы подошли к решению проблем 3 и 4: почему косвенные финансы более важны, чем прямые, и почему банки – наиболее важный источник внешних фондов для финансирования бизнеса.

**Имущественный залог и собственный капитал.** Неблагоприятный выбор отражается на функционировании финансовых рынков только тогда, когда кредитор несет потери, а заемщики не способны делать платежи по ссудам и таким образом не выполняют обязательств. Если заемщик не выполняет своих обязательств по ссуде, кредитор может продать имущественный залог и использовать доходы, чтобы восполнить потери по ссуде. Например, если вы будете не в состоянии оплатить заклад, кредитор может получить право на ваш дом через аукцион и использовать квитанции, чтобы оплатить ссуду. Кредиторы, таким образом, предпочитают давать ссуды, защищенные имущественным залогом, а заемщики желают подкрепить имущественный залог, потому что уменьшение риска для кредитора делает более вероятным, во-первых, получение ссуды, и, во-вторых, возможно, по большей ставке. Наличие неблагоприятного выбора на рынках кредита, таким



образом, объясняет, почему имущественный залог является важной особенностью долговых контрактов.

### **Краткие выводы**

Банки играют ведущую роль в финансовых системах развивающихся стран. Чем качественнее информация о фирмах, тем менее серьезна проблема асимметричной информации, и это помогает фирмам в выпуске ценных бумаг. Информацию о частных фирмах в развивающихся странах собирать сложнее, чем в промышленно развитых, поэтому значительна роль финансовых посредников типа банка. Поскольку информация о фирмах становится всё более доступной, роль банков в ее получении должна снижаться.

Анализ неблагоприятного выбора также позволяет сделать вывод, что фирмы, вероятнее всего, скорее получают фонды от банков и финансовых посредников, чем непосредственно от рынков ценных бумаг. Чем известнее корпорация, тем больше информации о ее действиях на рынке. Таким образом, инвесторам легко оценить качество корпорации и определить, хорошей или плохой фирмой она является. Поскольку инвесторы не испытывают влияния неблагоприятного выбора известных корпораций, они могут вкладывать средства непосредственно в их ценные бумаги. Следовательно, это решение проблемы б: чем больше число зрелых корпораций, тем большее количество информационных инвесторов знают об этом, и более вероятно то, что корпорация может увеличить фонды на рынке ценных бумаг.

#### **Контрольные вопросы:**

1. Перечислите основные задачи мировой финансовой структуры.
2. Как уменьшить операционные расходы?
3. Понятие асимметричной информации.
4. Как выбираются ценные бумаги на финансовом рынке?

## Глава 7. ПОНЯТИЕ ХЕДЖА И СУЩНОСТЬ ХЕДЖИРОВАНИЯ

### 7.1. Понятие хеджа

Экономическое содержание хеджирования сводится к переносу риска от хеджера на другого участника рынка, вступающего в договорные отношения с хеджером. Вообще, термин «хедж» можно трактовать исходя из значения английского слова «hedge» – «ограждать, защищать». Таким образом, можно говорить о хедже как об ограждении себя от возможных потерь. Поэтому распространилось представление о хедже как о срочной сделке (сделке на определенный срок), заключенной с целью защиты от возможного опасного, нежелательного для хеджера изменения стоимости актива, лежащего в основе данной сделки. Немаловажно заострить внимание на том, что хедж – это защита, а не страхование. Страхование подразумевает распределение потерь, чего в хедже нет. При употреблении термина «хедж» имеется в виду перенос риска в полном объеме.

Актив, в отношении которого заключается срочная (хеджирующая) сделка, то есть актив, находящийся в основе (базе) сделки, называется базисным активом (базисом сделки).

**Хеджер** – это юридическое или физическое лицо, которое совершает операцию по переносу риска, который несет базисный актив, на другого участника рынка (на основе договорных отношений) с помощью временной компенсации данной позиции экономически связанной с ней позицией на срочном рынке.

Реализация задачи передачи риска от хеджера к его контрагенту может быть достигнута при выборе такого инструмента хеджирования, изменения которого с достаточной долей точности отражали бы изменения стоимости базиса. В сущности, каждый из участников срочной сделки выступает в роли хеджера, однако их представления о том, как будет в дальнейшем развиваться рынок, прямо противоположны. Примером поведения участников рынка ценных бумаг в качестве хеджеров может послужить следующая ситуация: управляющие портфелями ценных бумаг заинтересованы в том, чтобы зафиксировать цены на финансовые активы, которые они наметили к покупке в будущем; также в интересах управляющих портфелями ценных бумаг защитить стоимость активов, которыми они уже владеют.

Хедж можно подразделять на два основных вида:

- обычный, или простой, хедж;
- эффективный, или настоящий, хедж.

**Обычный хедж** – это то, с чего, собственно, и начинался срочный рынок. Примером такого рода хеджирования могут послужить следующие виды операций:

- форвардные сделки;
- онкольные сделки (надо помнить, что при применении онкольных сделок цена не фиксируется в момент соглашения, а назначается определенная дата в будущем, котировка которой и становится ценой исполнения данного контракта);
- любые действия по своевременному изменению сроков исполнения обязательств.

Таким образом, при простом, или обычном, хедже используется принцип срочности, но не используется принцип производности.

Если при хеджировании используются производные финансовые инструменты, то это эффективный, или настоящий, хедж. Эффективный хедж отличают повышенные требования к квалификации участников, использование математических методов. Способы «настоящего» хеджирования гораздо более эффективны, чем способы обычного хеджа, но не отменяют, а целесообразно заменяют последние.

В эффективном хедже используются две основные технологии:

- замещение сделки на реальном рынке сделкой на срочном рынке;
- совмещение сделки на реальном рынке со сделкой на срочном рынке.

Далее рассмотрим вопросы, касающиеся эффективного хеджа как наиболее актуального для сегодняшнего уровня развития мирового рынка ценных бумаг.

## 7.2. Сущность хеджирования

Как было сказано выше, существуют две основные технологии эффективного хеджа. Эффективное классическое хеджирование состоит в том, что хеджер совершает действия, которые позволяют ему перенести риск, связанный с данным активом на реальном рынке, за счет временной компенсации данной позиции позицией на срочном рынке. Например, ожидается рост цен на данный актив, намеченный некото-

рым инвестором к покупке. Чтобы избежать ущерба от нежелательного роста цены, инвестор прибегает к покупке срочных контрактов, с помощью которых обеспечивает себе приобретение необходимого актива по неизменной, приемлемой цене в будущем, вне зависимости от конъюнктуры рынка. При возникновении обратной ситуации, то есть при ожидании снижения цен на производимые или имеющиеся в наличии активы, участник рынка может прибегнуть к продаже срочных контрактов на свои будущие поставки.

По характеру операций хеджирование подразделяется на две группы. Первая – хеджирование покупкой, или длинное (buying or long hedge), то есть заключение контракта для ограждения от возможности увеличения цены при покупке соответствующего актива в будущем. Контракт, купленный в связи с повышением цен, называется на биржевом языке «лонг», и его приобретатель находится в положении «лонг».

Вторая группа – хеджирование продаж, или короткое (selling or short hedge), то есть заключение контракта для защиты от возможного снижения цены при продаже в будущем актива, обязательного к поставке в определенный срок. Данный актив может быть в наличии, а может быть еще не произведен. Такой контракт называется «шорт», и продавец этого контракта находится в положении «шорт». В дальнейшем при повышении цен покупатель контракта «лонг» выигрывает, а продавец проигрывает. При понижении цен продавец контракта «шорт» выигрывает, а покупатель проигрывает.

Вообще, при рыночной ситуации, когда цена на наличный актив ниже, чем цена при поставке на срок, а цена на товар с отдаленными сроками поставки выше, чем с ближними, используется термин «контаго», то есть «нормальный рынок» (contago – normal market). В ином варианте, когда цена на наличный актив выше, чем цена при поставке на срок, а цена на актив с ближайшими сроками поставки выше, чем по отдаленным срокам, рыночная ситуация обозначается термином «бэквордэйшн», то есть «перевернутый рынок» (backwardation – inverted market).

Другая традиционная технология эффективного хеджа основана на сочетании той или иной позиции реального рынка данного актива с подобранной к ней сопоставимой противоположной позицией в виде срочного инструмента (опцион, фьючерс, своп, иные производные инструменты для того же актива). В таком случае понимание технологии сводится к продаже (покупке) определенного количества данного актива

на реальном рынке с поставкой в определенный срок и покупке (продаже) срочных контрактов на тот же объем и в границах того же срока с намерением в будущем одновременно завершить сделки по реальным активам и сделки по производным инструментам.

Может сложиться такая ситуация, что для отдельных активов не окажется соответствующих производных инструментов, и тогда придется выбирать инструмент хеджирования из тех, что уже представлены на рынке. Такое действие получило название «перекрестное хеджирование» или «хеджирование инструментом». При этом к данному активу подбирается производный инструмент по похожему активу (динамика цен и доходность которого были бы близки или совпадали с изменениями цен защищаемого актива).

Очень важную роль в хеджировании играет использование так называемого «коэффициента хеджирования». Сущность этого показателя сводится к расчету величины, которая показывает, какое количество производных финансовых инструментов надо купить (продать), чтобы защитить позицию на реальном рынке. Однако, так как природа разных производных инструментов различна, то и технология расчета показателя «коэффициент хеджирования» различна для каждого инструмента (методики расчета коэффициента хеджирования будут даны ниже, при описании основных видов инструментов хеджирования).

Эффективность хеджирования измеряется по правилам финансового менеджмента и выглядит как следующее соотношение:

Эффективность хеджирования = Прибыль (убыток) по открытой позиции хеджа \ убыток (прибыль) по кассовой позиции.

Имеются два фундаментальных критерия, на которые необходимо обращать внимание при принятии решения о хеджировании того или иного актива: во-первых, ценовая перспектива и, во-вторых, экономическая целесообразность хеджирования. Зачастую при предполагаемом изменении цен можно выиграть не за счет хеджа, а за счет арбитража или спекуляций.

**Арбитраж** – сознательный поиск разницы в ценах на одни и те же или взаимосвязанные ценности, возникающей либо на разных по расположению, либо на одном и том же рынке (поиск разницы в ценах, сложившейся в данный конкретный момент времени или ожидаемой в ближайшем будущем). Возможность проведения операции арбитража является только в случае, если информацией о возможности осуществ-

ления такой операции обладает только конкретный игрок на рынке либо очень ограниченный круг профессиональных участников рынка, связанных между собой общностью интересов. В противном случае, когда такая информация становится общедоступной, возможность арбитража пропадает. Таким образом, можно сделать вывод, что проведение арбитражных операций предполагает умение остро и адекватно реагировать на полученную информацию. Осуществление арбитражных операций приводит к выравниванию возникшего разброса цен на одни и те же активы на разных рынках.

**Спекуляция** – не поиск разницы, но попытка предсказать дальнейшее поведение цены, связанное с сознательным принятием на себя риска в целях получения определенной прибыли. Спекулянты часто выступают в качестве контрагентов в сделках с хеджерами. При проведении операции на повышении курсов спекулянт рассчитывает скупить определенное количество данного актива по низким ценам и продать его в последующем по более выгодной цене. При понижающемся тренде спекулянт продает активы с намерением откупить их впоследствии по более низким ценам. Спекулянт сможет зарабатывать прибыль только при условии удачного прогнозирования колебаний цен на интересующие его активы.

Таким образом, прежде чем принимать решение о применении инструментов хеджирования, необходимо сопоставить размер риска с затратами, которые придется понести. Также следует иметь в виду, что преимущества, которые предоставляет хеджирование, зависят от квалификации лиц, принимающих это решение.

### **7.3. Финансовые инструменты, применяемые для хеджирования. Опцион. Понятие опциона**

Понятие «опцион» происходит от латинского option – право выбора. Некоторые элементы опциона содержались в традиционных финансовых средствах задолго до возникновения рынка «производных», например возможность досрочного погашения займа, оговариваемая эмитентами.

**Опцион** – это инструмент срочного рынка, дающий право, оформляемое договором, купить или продать определенный объем ценных бумаг, валюты, товаров или отказаться от сделки на протяжении срока действия договора либо получить определенный финансовый доход от финансового вложения.

С юридической точки зрения, права и обязанности участников опционной сделки распределяются следующим образом: покупатель приобретает все права на покупку, продажу, отказ от сделки, все обязанности находятся у продавца. Продавец обязуется выполнить требования покупателя. Таким образом, мы видим одну из особенностей опционов – асимметричность риска:

- все права находятся у покупателя, все обязанности – у продавца;
- риск, который несет покупатель, ограничен размером выплачиваемой им премии, риск продавца неограниченный.

Эмитентом опционного контракта является расчетная палата (клиринговый центр), но только при условии, что операция проводится с биржевым опционом. На бирже в опционных торгах могут участвовать только члены расчетной палаты. Расчетная палата имеет право выступать в роли продавца и покупателя всех опционов.

Различают опцион на покупку «колл» (call) – право покупателя опциона получить от продавца имущественную ценность (базисный актив) в определенный момент времени по фиксированной цене - и опцион на продажу «пут» (put) – право покупателя опциона поставить ценность (базисный актив) продавцу опционного контракта в определенный момент времени по определенной цене.

Цена базиса классического опциона на определяется сразу при заключении контракта и фиксируется. а право купить, или продать, или отказаться от совершения сделки действует на протяжении некоторого, предварительно установленного периода времени.

Существуют две модели опционов – американская и европейская.

При использовании американской модели опциона права, оговоренные в нем, могут быть реализованы в любое время в пределах опционного срока. В европейской модели реализация прав возможна только при наступлении согласованного срока исполнения обязательств.

В настоящее время американский опцион – наиболее распространенная форма опционного контракта.

Организованная торговля опционами проводится на биржах срочных сделок либо на специально созданных дочерних биржах. Вообще организованная торговля опционами началась после многолетнего запрета, с открытием Чикагской опционной биржи в 1973 г.

Оформление биржевой опционной операции осуществляется с помощью заключения двух договоров – основного, опционного, и догово-

ра об исполнении опциона (заключается при условии согласия на это покупателя). **Опционный договор** – это кассовый договор купли-продажи, предметом которого является право на опцион. Покупатель опциона имеет в распоряжении три варианта дальнейших действий:

- заключить договор об исполнении опциона;
- отказаться от договора исполнения;
- продать «право опциона» на вторичном рынке (возможно только при использовании обращающегося опциона).

В случае, если покупатель решает продать «право опциона», у нового покупателя возникают такие же три варианта действий. Если покупатель принимает решение исполнить опцион, то оформляется договор об исполнении опциона. Если же покупатель не принимает ни одного из возможных решений в определенный срок, следует потеря «права опциона».

Соответственно, продавец опциона обязан осуществить поставку или приемку базисного актива по требованию покупателя. При этих ограничениях продавец получает компенсацию в виде премии, перечисленной ему через расчетную палату. Вообще говоря, продавец имеет право отказаться от исполнения требований покупателя. В таком случае он возвращает уплаченную покупателем премию, уплачивает штраф и не исполняет обязательства перед покупателем.

Достаточно важное место в опционных торгах занимают **обратные операции** продавцов и покупателей. Приведем схему обратной сделки для классического опциона: покупатель опциона, желающий отказаться от него, должен найти через расчетную палату другого покупателя на этот опцион для того же продавца; в случае, если продавец опциона желает отказаться от него, он также через расчетную палату должен найти другого продавца для того же покупателя. При нарушении этих правил расчетная палата снимает у покупателя премию, а у продавца – страховой депозит. Далее расчетная палата принимает на себя обязанности по поиску контрагента для оставшегося участника опционной сделки на тех же условиях.

В опционных торгах продавец вносит в расчетную палату страховой депозит, который возвращается ему при исполнении опциона или при отказе покупателя от заключения договора исполнения опциона. При исполнении опциона премия зачисляется на счет продавца. Однако если цена исполнения опциона, оговоренная в опционном договоре, фиксиру-



ется на все время действия опциона, сумма премии в биржевых торгах по одному и тому же опциону является величиной переменной. Ежедневно расчетная палата проводит корректировку размера премии по обращающимся опционам. Для этих целей на биржах разрабатываются шкалы зависимости размеров премии от зафиксированной в опционе цены исполнения, движения биржевых цен на базисный актив, изменения спроса и предложения на опцион.

### 7.3.1. Цена опциона

Фактически ценой опциона является премия, которая имеет две части:

- внутренняя стоимость;
- внешняя, или временная, стоимость.

Нижняя граница премии равна внутренней стоимости. Внутренняя стоимость – это доход покупателя опциона, который он получил бы в случае немедленной реализации контракта, то есть разница между текущей и исполнительной ценой базиса. Обычно продавец требует выплаты ему, как минимум, внутренней цены опциона. По этому признаку опционные контракты подразделяются на опционы «в деньгах», «при деньгах», «без денег». Порядок такого деления показан в табл. 7.

Таблица 7

Тип опциона	Цена	Цена исполне-	Цена
	ниже текущей цены	ния равна теку- щей цене	выше текущей цены
«Колл»	В деньгах	При деньгах	Без денег
«Пут»	Без денег	При деньгах	В деньгах

Следует отметить, что значимой внутренней стоимостью обладают только опционы «в деньгах» и «при деньгах».

Внешняя (временная) стоимость опциона – разница между фактической премией и внутренней ценой опциона. Она максимальна в момент заключения контракта и равна нулю в момент исполнения. Таким образом, чем больше срок до исполнения, чем больше интенсивность колебаний цен на базисный актив, тем больший риск несет операция продавцу и тем больше размер премии, на которую он претендует.

Основные ценообразующие факторы премии – это биржевой курс базисного актива, колебания биржевого курса базиса, время исполнения опциона, учет выплаты дивидендов.

Можно привести некоторые зависимости:

- чем выше базисная цена, тем ниже биржевая цена контракта «колл» и тем выше цена контракта «пут»;
- чем больше срок от приобретения до исполнения опциона, тем выше курс опциона;
- чем выше колебания курса базиса, тем выше цена опционного контракта.

Покупатель контракта «колл» и продавец контракта «пут» в опционное время не имеют права на дивиденды по акциям, лежащим в базе. В случае выплаты эмитентом дивидендов по акциям их держателям происходят удешевление опциона «колл» и удорожание опциона «пут».

### 7.3.2. Методы оценки опционов

Ниже приведена методика расчета формулы Блэк-Шоулза, применяемая для расчета теоретической цены опциона (разработана Ф. Блэком и М. Шоулзом в 1973 г.). Расчет классической формулы был проведен для цены опциона на обыкновенную акцию в варианте европейского опциона. Были сделаны следующие допущения:

- показатель изменения курса акций незначителен и известен или является постоянным в течение срока действия опциона;
- движение курсов акций – статистический процесс с равными дисперсиями и нормальным логарифмическим распределением;
- акции могут быть куплены в любом делимом количестве;
- не установлены брокерские сборы, не учитываются налоги;
- допускается фиктивная продажа акций;
- не требуется внесение залога на короткие позиции;
- решения отдельных инвесторов не влияют на динамику курсов акций;
- безрисковая ставка процента постоянна в течение всего срока опциона;
- в течение срока действия опциона не выплачиваются дивиденды и не предоставляются другие права держателям обыкновенных акций.

$$C = SN(d_1) - Ee^{-r_f t} N(d_2),$$

$$d_1 = \left[ \ln S/E + (r_f + \sigma^2/2)t \right] / \sigma\sqrt{t},$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t},$$

где  $C$  – цена опциона «колл»;

$S$  – биржевой курс базисного продукта;

$E$  – цена базиса, принятая в опционном контракте;

$r_f$  – краткосрочная ставка процента, свободная от риска;

$t$  – срок, оставшийся до исполнения опциона, в долях г.;

$\sigma$ ,  $\sigma^2$  – стандартное отклонение и дисперсия кассового курса базиса за данный период с непрерывным начислением.

Выражения  $N(d_1)$ ,  $N(d_2)$  показывают вероятность осуществления опциона, риск в период действия опциона.

Из приведенной выше формулы для опциона «колл» можно вывести формулу для опциона «пут», так как они обратно друг другу:

$$P = S * N(-d_1) + Ee^{-r_f t} * N(-d_2)$$

Существует еще одна модель определения цены опционов – **биномиальная модель**, разработанная Дж. Коксом, С. Россом и М. Рубинштейном в 1979 г.

Основное допущение этой модели состоит в том, что рынок опционов является эффективным, то есть спекулянты не имеют возможности получить сверхприбыль от колебания цен с одновременной покупкой и продажей опциона.

Авторы данной модели утверждают: если известны цена базисного инструмента, вероятность изменения его цены в одну или другую сторону и безрисковой процентной ставки, то можно рассчитать цену опциона с заданным сроком истечения.

Приведем расчет цены опциона согласно биномиальной модели без рискованного портфеля.

$$C = \{S - [(uS - mCu) / (1+r)]\} / m,$$

где  $C$  – цена опциона;

$S$  – цена единицы актива, подлежащего защите;

$u$  – мультипликативное движение при росте цены базисного актива (так как портфель безрисковый, направление движения цен не оказывает влияния на сам портфель);

$Cu$  – внутренняя стоимость опциона при мультипликаторе  $u$ ;

$r$  – безрисковая процентная ставка;

$m$  – количество опционов, необходимое для защиты одной единицы актива.

### 7.3.3. Расчет коэффициента хеджирования для опционов

Ранее мы упоминали показатель «коэффициент хеджирования», то есть величину, которая показывает, какое количество производных финансовых инструментов (в данном случае опционов) необходимо продать или купить для того, чтобы защитить свою позицию на реальном рынке.

Для операций с опционами в качестве коэффициента хеджирования рассматривается показатель  $N(d_1)$  (модель Блэк-Шоулза), где

$$d_1 = \left( \ln S/E + r_f + \sigma^2 / 2 \right) t \div \sigma \sqrt{t}.$$

Имеется соответствующая таблица стандартных чисел.

## 7.4. Фьючерсы

На сегодняшний день фьючерс является наиболее распространенным производным инструментом.

**Фьючерс** – срочный биржевой контракт, представляющий собой соглашение, обязывающее купить или продать актив определенного качества, в определенном объеме и в определенный срок по согласованной цене.

Перечислим некоторые основные финансовые активы, служащие базисом для операций с фьючерсами в различных странах.

- государственные облигации со сроком более 15 лет;
- государственные обязательства сроком от 6 до 10 лет;
- государственные казначейские обязательства на 90 дней;
- фондовые индексы (в особенности 8&P-500) Германия;
- акции (фьючерсы на акции получили в Германии очень широкое развитие);
- фондовые индексы (в основном, ОЛХ).

**Фьючерс** – инструмент с равными рисками для обоих участников сделки, но обязательен к исполнению. Исполнение фьючерса возможно в трех формах:

- физическая поставка базисного актива;
- обратная операция;
- расчетная форма – совокупность операций по выявлению результатов фьючерса.

### 7.4.1. Принципы биржевой торговли фьючерсами

Следует еще раз обратить внимание на то, что фьючерс – биржевой инструмент, что дает ему существенное преимущество.

Биржевая торговля минимизирует риск потерь путем установления обязательных для всех участников обеспечивающего залога и маржей, зачисляемых на специальный счет в расчетной палате. Приобретая или продавая фьючерсы, клиент должен уплатить маржу через брокера – члена расчетной палаты. Маржа представляет собой сумму денег, вносимую в качестве гарантии соблюдения клиентом своих обязательств.

Различают три вида маржи:

- первоначальная маржа;
- вариационная маржа;
- эквивалентная маржа.

**Первоначальная маржа**, или залоговый депозит, считается для каждого фьючерса отдельно и может составлять до 15% цены базиса. Клиент должен дать письменное согласие постоянно поддерживать адекватный уровень маржи на счете. Существует правило минимального залога: каждый день на счете должно находиться не менее 75% установленного залога. Если размер маржи, находящейся на счете, недостаточен, расчетная палата предъявляет требование внести дополнительную сумму маржи. В случае, если требуемая сумма маржи не вносится на счет, расчетная палата вправе ликвидировать данную позицию. Надо отметить, что биржа обычно определяет различный размер маржи для разных классов игроков (для спекулянтов – один, для хеджеров – другой). Также биржа вправе увеличить маржу на неустойчивых рынках.

**Вариационная маржа** – важнейший элемент суммарной стоимости фьючерса на срочной бирже. Общий принцип ежедневного подведения итогов сводится к выяснению результатов сделки по формуле:

$$П_1 = Ц_ф - Ц_о, \quad П_2 = Ц_ф - Ц_н,$$

где  $П_1$  – результат по позиции, реализованной в ходе сессии;

$П_2$  – результат по позиции, оставшейся открытой по окончании дня;

$Ц_ф$  – цена данной сессии;

$Ц_о$  – цена по данной сделке;

$Ц_н$  – цена предыдущей сессии.

Здесь  $P_1$  и  $P_2$  выступают в роли вариационной маржи, причем расчеты ведутся по фьючерсу, а не по базису. Отрицательная величина вариационной маржи должна быть доведена клиентом на счет в расчетной палате.

**Эквивалентная маржа** рассчитывается с целью определения, какую сумму денег должен получить продавец или покупатель фьючерса, если участниками сделки принято решение о его исполнении путем расчета между ними. Если эквивалентная маржа представляет собой положительную величину, она зачисляется на счет покупателя, и наоборот.

Эквивалентная маржа определяется как абсолютная сумма в валюте разницы между ценой закрытия биржевых торгов на бирже реальных (кассовых) сделок и последней котировкой этого основания на срочной бирже.

#### 7.4.2. Фьючерсное ценообразование

Рассмотрим вопросы ценообразования на фьючерсы.

Существует общая формула расчета цены фьючерса (так называемая «формула расчета справедливой цены»):

Спр. цена = кассовый курс базиса + затраты на хранение, доставку базиса + затраты на рефинансирование отложенных средств» – безрисковый процент на весь срок контракта\*\*

Примечания: \* – продавец не получает сразу денежные средства, а мог бы вложить их под безрисковую ставку на весь срок;

\*\* – продавец мог иметь доход от владения ценностью.

Это теоретический подход, так как цены на фьючерсы с различными базисами определяются по-разному. Для примера рассмотрим механизм определения цены фьючерса на акцию либо на индекс акции.

$$FV = S_0 [1 + t(r-d)],$$

$S_0$  – цена акции в момент заключения договора;

$t$  – оставшееся время до исполнения, деленное на 360;

$r$  – ставка процента, свободная от риска;

$d$  – дивидендный доход в процентах по акции за время, оставшееся до исполнения фьючерса.

Приведем расчет цены фьючерса для совокупности акций, составляющих индекс:

$$FV = S_0 (1 + r t) - \sum_{i=1}^N \text{DIV}_i (1 + r t_{SD}),$$

где  $\text{DIV}_i$  – дивиденд  $i$ -акции в индексе, который будет начисляться и выплачиваться;  
 $N$  – общее количество акций в индексе;

$t_{SD}$  – время, оставшееся до исполнения фьючерса после получения дивидендов по данной акции, деленное на 360.

## Расчет коэффициента хеджирования для фьючерсов

Коэффициент хеджирования для фьючерсов можно рассчитать двумя способами.

1. Угловой коэффициент регрессии.

$$e = \sigma_{cf} / (\sigma_c^2 * \sigma_f^2),$$

где  $e$  – число фьючерсных контрактов, необходимых для хеджирования одной единицы базисного актива;

$\sigma_{cf}$  – ковариация между ценой фьючерса и ценой базиса;

$\sigma_c^2$  – дисперсия цены базиса;

$\sigma_f^2$  – дисперсия цены фьючерса.

2. Оптимальный коэффициент хеджирования.

$$b = \sigma_{cf} / \sigma_f^2,$$

Таким образом, в зависимости от наличия информации используют либо первую, либо вторую из указанных формул.

Существует формула, позволяющая найти фьючерс для формирования портфеля с наименьшим риском.

$$V(R) = x_i \sigma_i^2 + x_j \sigma_j^2 + 2 x_i x_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij},$$

где  $V(R)$  – общая дисперсия портфеля;

$x_i$  – хеджируемая позиция;

$x_j$  – фьючерс на рынке;

$\sigma_i$  – среднее квадратическое отклонение цены хеджируемой позиции;

$\sigma_j$  – среднее квадратическое отклонение цены фьючерса;

$\rho_{ij}$  – корреляция цен рынков  $i$  и  $j$ .

## 7.5. Своп

### 7.5.1. Понятие свопа

В основе свопов находится закрепленный договором обмен потоками платежей через определенный промежуток времени.

Приведем некоторые характерные черты свопов:

- Своп предоставляет равные права и обязанности участникам сделки на взаимный обмен через некоторый промежуток времени на

условиях, предусмотренных договором, определенными денежными доходами в виде процентов, зафиксированными объемами валюты и т. п.

- В отличие от опциона и фьючерса, в которых цены базиса фиксируются соглашениями сторон, в свопе платежи полностью или частично могут проводиться по будущим ценам, не известным на момент заключения договора.

- Свопы обязательны к исполнению.
- Свop – инструмент внебиржевой торговли.

Исходя из вышесказанного, можно сделать вывод о том, что при использовании свопов остро встает проблема платежеспособности, так как в этом случае нет гаранта, в роли которого может выступать биржа (как, например, при использовании фьючерсов и опционов), а обязательность исполнения оговорена в самом понятии свопа. При условии, что один из участников сделки оказывается неплатежеспособным, его контрагент освобождается от обязательств по сделке.

С технической точки зрения, свop – это «телефонный» инструмент. Реальное заключение сделки со свопами производится по факсу, телефону, в устной беседе. В этих условиях происходит согласование текста договора, дат платежей, способов расчета. Затем происходит подписание договора, но срок начала действия свопа – момент устной договоренности.

Обычно договор состоит из двух частей:

1. Генеральное соглашение.
2. Прилагаемое подтверждение будущей сделки.

Будущие сделки между двумя контрагентами после подписания генерального соглашения могут заключаться посредством подтверждения, прилагаемого к оригиналу генерального соглашения.

Основные базисы в операциях со свопами – процентная ставка и валюта, однако существуют также свопы и на акции (на обмен процентов на дивиденды). Если в одном инструменте сочетаются валютный и процентный свопы, это дает валютно-процентный, или межвалютный, свop.

Свопы можно также классифицировать по срокам начала исполнения контракта. В этом случае различают:

- спотовый свop (свop, который должен быть исполнен в течение двух дней после заключения соглашения);



- отложенный своп (своп, который должен быть исполнен в течение одного года после заключения соглашения);
- форвардный своп (своп, который должен быть исполнен спустя год и более после заключения соглашения).

Теоретически цена свопа равна его номиналу, однако если своп продается с отклонением от ставки, зафиксированной в договоре, то в цену вносится соответствующая поправка. Если номинал сориентирован на будущее, то цена получается в результате дисконтирования.

### 7.5.2. Процентный своп

Рассмотрим характерные черты процентного свопа.

**Процентный своп** – наиболее распространенная разновидность свопов на сегодняшний день. Процентный своп включает соглашение между сторонами о взаимных периодических платежах, определяемых на основе оговоренных процентных ставок и взаимно согласованной контрактной суммы (номинала). Эта контрактная сумма используется только для вычисления суммы процентов, которыми обмениваются стороны, и никогда не поставляется. Процентные свопы различаются по следующим вариантам:

- фиксированная процентная ставка обменивается на плавающую ставку (это так называемый фиксированно-плавающий своп);
- обмениваются две плавающие процентные ставки (базисный своп).

Есть ряд предпочтительных процентных ставок для использования процентного свопа:

- проценты по облигациям казначейства США (используется как фиксированная ставка);
- проценты по долговым государственным облигациям Великобритании (используется в качестве фиксированной ставки);
- ставки Libor, Fibor, Mibor и другие – по котировкам уполномоченных банков (используется как плавающая ставка);
- первоклассные ставки кредитования на том или ином рынке (используется в качестве плавающей ставки).

### 7.5.3. Валютный своп

**Валютный своп** представляет собой контракт по замене платежей в одной валюте платежами в другой валюте. Представляется важ-

ным обратить внимание на тот факт, что если курс валют всегда должен быть оговорен, то объем сделки может быть заранее не установлен. Осуществление валютного свопа может быть обусловлено различными причинами, например, валютными ограничениями по конвертации валют, желанием выпустить облигации в валюте другой страны в условиях, когда эмитент мало известен потенциальным инвесторам в данном государстве, и поэтому прямой доступ на рынок данной валюты оказывается для него невозможным и т. п.

Валютные свопы различаются:

- по постоянному обменному курсу;
- по переменному обменному курсу.

Операции с процентными и валютными свопами не отражаются в балансе предприятия. В банковском учете операции с этими инструментами отражаются вне балансовых счетов, в учете других институтов – вообще не отражаются. Таким образом, операции со свопами лежат вне зоны прямого контроля Центрального банка и Государственной налоговой службы.

#### 7.5.4. Свопы опционного характера

Существуют также **свопы опционного характера**, то есть свопы, сочетающие в себе черты свопа и опциона. Их относят к производным инструментам второго поколения, так как это «производные от производных».

К таким производным инструментам относят сделки типа **caps** и **floors** (кепс и флорс):

- caps – опцион-колл на своп;
- floors – опцион-пут на своп.

Как и в обычном свопе, стороны обговаривают номинальную стоимость, лежащую в основе расчетов, срок, твердый и изменяющийся процент.

Рассмотрим механизмы действия этих видов «производных».

**Caps:** в зафиксированный договором момент покупатель автоматически получает положительную разницу между текущей и первоначально оговоренной процентными ставками. Для получения этого права покупатель выплачивает продавцу, одновременно или в рассрочку, пре-

мию, установленную в долях от номинала. Таким образом, покупатель за счет премии защищает себя от нежелательных изменений процентных ставок.

**Floors:** расчеты следуют в случае, если текущая процентная ставка окажется ниже уровня процентной ставки, зафиксированного в договоре. Другими словами, покупатель получает отрицательную разницу между текущей и договорной процентными ставками.

Итак, мы видим, что при использовании обоих этих инструментов формируется однонаправленный поток платежей от продавца к покупателю.

### Краткие выводы

Таким образом, прежде чем принимать решение о применении инструментов хеджирования, необходимо сопоставить размер риска с затратами, которые придется понести. Также следует иметь в виду, что преимущества, которые предоставляет хеджирование, зависят от квалификации лиц, принимающих это решение.

#### Контрольные вопросы:

1. Что такое хеджирование?
2. Какие финансовые инструменты, применяемые для хеджирования, вы знаете?
3. Что такое опцион?
4. Что такое фьючерсы?
5. Что такое своп и какие они бывают?

## Глава 8. ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

### Общий обзор

Существование всеобъемлющих, активных финансовых рынков в Соединенных Штатах очень важно для осуществления функций федеральной резервной политики. Рынки обеспечивают место, где Федеральный Резервный банк может покупать и продавать казначейские долговые инструменты по выполнению открытых рыночных действий. Если бы активные рынки финансовых инструментов не существовали, Федеральный Резервный банк не мог бы осуществлять открытые рыночные действия – первичный инструмент и развивался бы менее эффективный набор процедур монетарной политики. Кроме того, без крупномасштабных финансовых рынков экономическое состояние Федерального Резервного банка только напомнило бы сложную систему, которая развивалась в США, так как разнообразие и эффективность средств заимствования и предоставления воздействовали на курс экономического развития.

Высокоразвитый характер финансовых рынков в Соединенных Штатах и широкий выбор для заимствования облегчили массовый невозврат долга. Большой объем долга может являться признаком экономического и финансового благополучия, но время от времени это должно настораживать. Обслуживание долга может стать проблемой в период экономического спада, когда общая прибыль и личный доход имеют тенденцию к сокращению. Кроме того, рост прибыли и интеграции финансовых инструментов могут ускорять перемещение проблем кредитования от одной части финансовых рынков к другой.

На рынке различаются финансовые инструменты со сроком до одного года или меньше от таковых с более долгими сроками. Рынок, на котором инструменты с более коротким сроком выпущены и продаются, – рынок денег. Рынок денег – на самом деле рынок краткосрочного кредитования или использования денег с еще большим сроком взаимоплаты с процентами. Рынок денег помогает участникам экономического развития справляться с финансовой несостоятельностью, сочетать различные по сроку платежи и обязательства. Заемщики полагаются на это для сезонных или краткосрочных наличных требований: кредиторы используют это, чтобы возместить неравномерность финансовых потоков. Обеспечивая средства для фондов, которые будут

размещены временно, рынок денег также позволяет заемщикам прогнозировать цены на акции ко времени их выпуска, а кредиторам – долгосрочные процентные ставки ко времени закупки обязательств и акций.

Рынки инструментов со сроком, который превышает один год, часто упоминаются как рынки капитала, так как кредит, чтобы финансировать инвестиции, в новом капитале был бы необходим в течение больше чем одного года. Долгосрочный проект может быть начат с краткосрочного кредита и дополнен финансированием, выделяемым позднее. Кроме того, двух- или трехлетние инструменты кредита могут быть возобновлены прежде, чем проект закончится. Долговые инструменты, которые различаются по срокам, имеют другие характеристики. Следовательно, срок рынка капитала мог бы быть прикладным к несколько более коротким сделкам установленного срока.

Различаются также первичные и вторичные рынки. Срок «первичного рынка» обращается к первоначальному выпуску инструмента рынка кредитования. Существуют разнообразные методы таких продаж: аукционы, отправление по почте ставок, направление, размещение и активные контакты клиента с продавцом, специализирующимся на данном инструменте. Как только долговой инструмент будет выпущен, покупатель может перепродавать его на «вторичном рынке», где также имеется множество способов контактирования потенциальных покупателей и продавцов: различные типы формальных обменов, неофициальные телефонные рынки дилеров и электронная торговля. Часто те же самые фирмы, которые обеспечивают первичные услуги маркетинга, помогают создавать вторичные рынки. Развитие активных вторичных рынков увеличило привлекательность долговых инструментов для потенциальных покупателей.

## 8.1. Денежный рынок и его инструменты

Структуру денежного рынка и его инструментов составляют:

- займы и кредиты временных депозитов;
- инструменты рынка денег, который формирует базовый блок моделей финансового ценообразования;
- торговля денежными средствами, которая осуществляется только вне биржи и между финансовыми посредниками;

- поток спроса и предложений, который формируется через данных продавцов (поставщиков);
- банки, которые обычно назначают стандартные сроки платежа по ценным бумагам;
- период урегулирования – для большинства сделок составляет два дня (за исключением «накануне вечером» и «завтра/следующий»);
- специалисты рынка, которые назначают двухсторонние цены с предложениями и распространением предложений;
- назначенные ставки, которые являются доходами денежного рынка с линейным соглашением.

Например: Банк берет займы EURO 100.000 из CDCE на срок шесть месяцев. После шести месяцев банку приходится возвращать  $100.000 \cdot (1 + 0,5 \cdot 0,0508) = \text{EUR } 102.540$ .

Фактор наращивания и фактор скидки:

$$AF_T = 1 + R_T \cdot T; P_T = \frac{1}{1 + R_T \cdot T}$$

где  $AF_T$  – фактор наращивания на срок платежа  $T$ ;

$P_T$  – фактор скидки на срок платежа  $T$ .

Если ставки назначаются соглашениями (эквивалент доходности обязательства), то рассчитываются по формулам:

$$AF_T = (1 + R_T)^T \text{ и } P_T = \frac{1}{(1 + R_T)^T}$$

Отношение между ММУ (доходность денежного рынка) и ВЕУ (эквивалент доходности обязательства):

$$R_T^{BEY} = \left(1 + T \cdot R_T^{MMY}\right)^{\frac{1}{T}} - 1$$

$$R_T^{MMY} = \frac{1}{T} \cdot \left[ \left(1 + R_T^{BEY}\right)^T - 1 \right]$$

Примечание: Если срок  $T$  доходности денежного рынка падает на ноль, то этот доход называется непрерывной нормой.

$$\lim_{T \rightarrow 0} \left( 1 - T \cdot R_T^{\text{MMY}} \right)^{\frac{1}{T}} - 1 = e^{R_0^{\text{пр.}} - 1}$$

## Определение срока T

Срок  $T$  измеряет время между двумя датами как перерыв за год  
Несколько дней к сроку

$$T = \frac{\text{Несколько дней в год}}{\text{Несколько дней к сроку}}$$

Конвенции USD и EUR: фактический / 360.

Точное количество календарных дней между двумя датами делится на 360.

Альтернативы: 30/360 (еврооблигации), факт/365 (GBP, CAD, CRD, некоторые азиатские валюты) подлинно/текущий (USD-T счета).

Легальная основа для сделок на рынке капитала – это:

- ISDA (International Swaps and Derivatives Association) Ассоциация международных обменов и производных, которая устанавливает стандарты.

- Деловые соглашения между банками и финансовыми посредниками.
- Деловые соглашения ISDA 1992 года.
- Определения и инструкции ISDA 2000 года.
- Ссылка: <http://www.isda.org>.

## Ссылка курсов и индексов: Libor и Euribor

**Libor-London Interbank Offered Rate** – ставка, предлагаемая Внешбанком Лондона:

Банк Англии собирает предложенные курсы депозитов для всех сроков и большинства валют из одиннадцати ведущих банков (в основном из Соединенного королевства) каждый день в полдень. Средние рыночные курсы публикуются в СМИ (после удаления секретов).

**Euribor-European Interbank Offered Rate** – ставка, предлагаемая Внешбанком Европы:

Больше чем 150 банков из стран – членов Европейского сообщества ведут учет только в EUR.

Ценные бумаги на рынке капитала:

- краткосрочные облигации с нулевым купоном (в дальнейшем нулевые облигации), выпускаемые государством: казначейские векселя США, британские краткосрочные позолоченные векселя и т. д.;

- краткосрочные нулевые облигации, выпускаемые банками и корпорациями: свидетельство о депозитах (CDs), Банковские акцепты (Bas) и т. д.;
- краткосрочные нулевые облигации, выпускаемые центральными банками.

Основание для оценки отношений: безарбитражный принцип

Пример: 1М-ставка назначается в 4.00%. Нулевая облигация с месячным сроком и с номинальной стоимостью обменивается на 100. Какова же арбитражно-свободная цена нулевых облигаций?

Ценообразование	0	1М
Долгосрочная нулевая облигация	Цена	100
Долгосрочный депозит рынка денег	99,67	100

Примечание:

$$99.67 \cdot \left(1 - \frac{1}{12} \cdot 0.04\right) = 100$$

- Цена нулевой облигации должна равняться 99.67, иначе возникнут арбитражные споры.
- Фактор скидки является ключевым ценообразовательным способом для инструмента рынка капитала.

При назначении ставки депозита мы знаем, что:

$$P_{1M} = \frac{1}{1 - \frac{1}{12} \cdot 0.04} = 0.9967$$

Отсюда вытекает, что фактор скидки  $P_T$  может интерпретироваться как текущая цена нулевой облигации с номинальной стоимостью единицы времени  $T$ .

Наступление срока платежа  $P(T)$  можно рассматривать как дисконтную функцию. Это определяет цену одной единицы валюты, оплачиваемой за период  $T$  времени в будущем.



Основные свойства арбитражно-свободной дисконтной функции:

- Для одного срока  $T$  существует только один  $P_T$  (иначе возможен прямой арбитраж);
- $P_0 = 1$  (Один евро сегодня равняется одному евро);
- $P_t > 0$ . (Настоящая стоимость одного евро в далеком будущем приблизится к нулю);
- $P_T < 1$  (Один евро в будущем будет стоить менее чем один евро сегодня);
- $P_T > 0$  (Сегодняшняя стоимость одного евро всегда положительна);
- $P_T < P_S$ , если  $T > S$  (Чем выше оплата в будущем, тем меньше стоимость в настоящем).

*Примечание:*  $d$  и  $f$  – исходят из существующих позиций наличных денег.

$C$  – строго не исходит от неарбитража.

- Депозиты денежного рынка и нулевые облигации являются наличными инструментами.
- Существуют рынки для депозитов и нулевых облигаций, рассчитанных на будущий период времени. Эти рынки называются прогрессирующими рынками.
- Основное неарбитражное ценообразование форвардных контрактов на торговлю активами с ценой  $S$ :

	0	T
Долгосрочные форварды	0	-Форвардная цена + $S_T$
Долгосрочные активы	$-S_0$	$-S_T$
Краткосрочные депозиты рынка денег	$+S_0$	$-S_0 / P_T$
Всего	0	$-S_0 / P_T + S_T$

- Форвардная цена  $F$  производственных активов – это накопленная цена основного актива

$$F = \frac{S_0}{P_T}$$

- Форвардные цены могут рассматриваться как относительные цены, то есть цена основного актива делится на цену нулевой облигации.
- Форвардные контракты краткосрочных нулевых облигаций неактивно продаются на рынках.
- Заранее фиксированные ставки депозитов в будущий период времени называются форвардными ставками.

	0	T	T+h
Долгосрочные форвардные депозиты	0	-1	$1+h \cdot f(T, T+h)$
Краткосрочный T - депозит	$+P_T$	-1	0
Долгосрочный T+ h –депозит	$-P_T$		$+P_T / P_{T+h}$
Сумма	0	-1	$+P_T / P_{T+h}$

- Следующий должен придерживаться арбитражно-свободной фиксированной форвардной ставки от T до T+h:

$$f(T, T+h) = \frac{1}{h} \cdot \left[ \frac{P_T}{P_{T+h}} - 1 \right]$$

- Форвардные ставки активно назначаются на рынках для **согласования форвардной ставки (СФС)**.
  - Типично стартовый и окончательный срок указываются в месяцах, например, 6 х 9, что означает: интересующий период начинается за 6 месяцев до настоящего времени и завершается через 9 месяцев с настоящего времени.
    - Противоположные стороны обычно не входят в положение депозитов. Контракты назначаются наличными в начале периода **согласования форвардной ставки** (время T).
    - «Долгосрочность» и «краткосрочность» зависят от положения должников. «Купить» СФС означает держать пари на повышение ставок.
    - Наличное урегулирование краткосрочного положения СФС (долгосрочное положение депозита) данной ставки рынка денег  $r(T, T+h)$  превышает срок T.
- Наличная сумма (покупатель платит продавцу) =

$$-1 + \frac{1 + h \cdot f(T, T+h)}{1 + h \cdot r(T, T+h)} = h \cdot \frac{f(T, T+h) - r(T, T+h)}{1 + h \cdot r(T, T+h)}$$

• Положение СФС может повториться положением двух нулевых облигаций и депозитов. Нынешняя стоимость положения СФС является, таким образом, определенной стоимостью портфеля ценных бумаг.

Срок	Предлагаемая цена	Спрос	Источник
1	2	3	4
1X4	5.05	5.07	TULLIB
2X5	5.13	5.14	TULLIB
3X6	5.21*	5.22	TULLIB
4X7	5.14	5.15	TULLIB
5X8	5.19	5.2	TULLIB
6X9	5.23	5.26	NBP
7X10	5.27	5.28	TULLIB
8X11	5.28	5.3	TULLIB
9X12	5.29	5.32	SOC.GENERALE
1X7	5.13	5.15	TULLIB
2X8	5.19	5.21	TULLIB
3X9	5.245	5.275	SOC.GENERALE
4X10	5.24	5.26	TULLIB
5X11	5.28	5.29	TULLIB
6X12	5.295	5.325	SOC.GENERALE
9X15	5.34	5.37	SOC.GENERALE
12X18	5.405	5.435	SOC.GENERALE
18X24	5.44	5.46	TULLIB

*Пример:* Банк покупает 9 x 12 FRA у Генерального союза по назначенной ставке 13 сентября 2000 г. 13 июня 2001 г., 3М соответствует ставке рынка денег 5.52%. Значимый капитал сделки является EUR 1m. Какую сумму банк получает от Генерального союза?

Суточная – исчисляемая – доля  $h$ : 92 дня между 13 сентября 2000 г. и 13 июня 2001 года.

$$h = \frac{92}{360} = 0.2555.$$

Полученная сумма равняется:

$$0.2555 \cdot \frac{0.0532 - 0.0552}{1 + 0.2555 \cdot 0.0552} \cdot 1m = EUR 504.00$$

## 8.2. Иностранные фондовые рынки и их инструменты

- Спот и форвардные сделки в конвертируемых валютах.
- Определенная сумма валюты обменивается на определенную сумму другой валюты (ссылка на валюту). Цены относятся к обеим валютам.
  - Торговля осуществляется только вне биржи и между финансовыми посредниками.
  - Поток спроса и предложений формируется через данных продавцов (поставщиков).
  - Обмены назначаются через перечисляемые банковские депозиты в соответствующей валюте.
  - Соглашение (сделка) происходит в течение двух дней после даты обмена.
    - Обмен валют происходит через использование таких сервисов электронных сообщений, как SWIFT (международный) или CHIPS и Fed wire (США).
    - Основные центры сделок – Лондон, Нью-Йорк и Токио. Другие – Сингапур, Гонконг, Цюрих и Франкфурт.
    - Основные валюты USD, EUR, JPY, GBP, CHF, CAD, AUD.
    - Относительная валюта противостоит USD.
    - Обычная котировка – «американские условия»: количество единиц иностранной валюты за один USD, например: 15.8001 ATS за USD.
    - Исключение: «европейские условия»: количество USD за одну единицу иностранной валюты.
    - Действительно для EUR, GBP, IEP, AUD, NZD. Например: 0,8693 USD за один EUR.

- Значение FX форвардных рынков возрастает.
- Сделка (торговая операция), где валюта покупается и продается по фиксированной цене, но рассчитанной на будущее, называется опережающей.

• Положение FX опережающей может повториться товарной (spot) сделкой и двумя операциями (сделками) на рынке капитала.

• Форвардная цена намеченной валюты является ценой депозита в намеченной валюте, накопленной ставкой депозита соответствующей валюты.

*Примечание:*  $S_t$  – время  $t$ , цена одной единицы намеченной (target) валюты;

$P_t^{TAR}$  – дисконт-фактор в намеченной (target) валюте;

$P_t^{REF}$  – дисконт-фактор в относительной (reference) валюте;

$F_0(T)$  – форвардная цена одной единицы намеченной валюты.

Повтор	0	T
Долгосрочный форвард	0	$-F_0(T) [REF] + 1 [TAR]$
Долгосрочный депозит в TAR	$-P_T^{TAR} [TAR]$	$1 [TAR]$
Товарные операции (покупка TAR)	$+P_T^{TAR} [TAR]$ $-S_0 P_T^{TAR} [REF]$	
Краткосрочный депозит в REF	$+S_0 P_T^{TAR} [REF]$	$-S_0 P_T^{TAR} / P_T^{REF} [REF]$
Сумма	0	$-S_0 P_T^{TAR} / P_T^{REF} [REF] + 1 [TAR]$

Формула для арбитражно-свободной форвардной цены:

$$F_0(T) = S_0 \cdot \frac{P_T^{TAR}}{P_T^{REF}}$$

- Форвардная цена зависит от дифференциальной ставки. Чем выше депозитная ставка намеченной валюты, тем ниже ее форвардная цена.
- Это версия теоремы паритета интереса (честности).
- Готовность к реализации валюты с одновременным согласием

на ее покупку за фиксированную цену в некоторое время в будущем (или наличная покупка с соглашением на перепродажу) называется валютными обменами.

- Арбитражно-свободная цена перезакупки равняется соответствующей форвардной цене.

- Типичная разница между продажной и перезакупочной ценой, т.е. разница между определенной и форвардной ценой, устанавливается на рынках.

- Эта разница называется FX обменной ставкой. Обменные ставки устанавливаются в ряде счетов. Указанием является форвардная цена минус определенная цена.

Например: Банк желает повторить долгосрочное положение в USD/EUR 3М дальше. Соответствует ли ставка счета 41 его арбитражно-свободной стоимости?

Сделки будут заключены 18 сентября. Дневной подсчет доли за три месяца составляет  $91/360 = 0.25277$ .

Намеченная валюта: EUR Относительная валюта: USD

Депозитная ставка EUR в предлагаемой цене :  $4.75\% P_{3M}^{TAR} = 0.98814$

Депозитная ставка USD в спросе:  $6.66\% P_{3M}^{REF} = 0.98344$

USD/ EUR в спросе:  $S_0 = 0.8681$  [ USD]

$$F_{USD} = 0.8681 \cdot \frac{0.98814}{0.98344} = 0.8722$$

Разница:  $0.8722 - 0.8681 = 0.0041$ .

### 8.3. Рынок ценных бумаг и его инструменты


Облигация – это ценная бумага, выпущенная должником для своих кредиторов (инвесторов), которые гарантируют структуру определенной выплаты.

Первичные рынки – это начальная продажа облигаций выпускающими их.

Вторичные рынки – торговля доли уже выпущенных облигаций среди участников рынка.

Относительная для всех особенность облигаций – это ее значимая стоимость. Все моменты измеряются в процентах значимой стоимости.

*Пример:* Банком «Realm of Vertania» выпущена пятилетняя облигация со значимой стоимостью более 100.000. За облигацию уплачивается 8 % купоном ежегодно.

				
The Realm of Vertania guarantees <b>100,000.--</b> payable on Oct 14, 2005 at Bank Vertania				
8,000.--	8,000.--	8,000.--	8,000.--	8,000.--
Oct 14, 2001	Oct 14, 2002	Oct 14, 2003	Oct 14, 2004	Oct 14, 2005

Номинальная стоимость: Обычно 100% от значимой стоимости.

- **Выплата:** В основном номинальная стоимость оплачивается в одной сумме при наступлении срока погашения облигации (займа).
- **Купонная ставка:** Прямые облигации имеют фиксированные купонные ставки (пример: долгосрочные казначейские обязательства США, немецкие облигации). Купоны, поддерживающие курсы банкнот (ПКБ), периодически зависят от ставки или индекса (Libor, Euribor).
- **Купонная основа:** Ежегодная основа для большинства еврооблигаций, полугодовая основа для большинства USD ценных бумаг, квартальная основа для многих поддерживающих курс банкнот.
- **Дополнительные особенности:** особенности предварительной оплаты, переводные особенности и т.д.
- **Установление рыночных цен:** устранение колебания цен облигаций обычно производится без учета оплаты другого купона. Тем не менее выросшую стоимость купона (накопленный процент) оплачивает продавец облигации.

$$\text{Накопленный процент} = C \times d,$$

где  $C$  – ежегодный курс купона;

$d$  – время с даты последнего купона в год (обычно измеряется текущей  $1/365$ ; на некоторых рынках  $30/365$ ).

*Пример:* Какова окончательная рыночная цена для покупки этой облигации?

Русская Еврооблигация (сейчас выражается в EUR): ежегодная купонная база 30/360.

Время до следующей купонной даты: 170 дней.

Рыночная цена :  $91.45 + 9 \times 170/360 = 91.45 + 4.25 = 95.70$

## Рынок внутренних облигаций

- Государственные облигации, выпущенные в местной валюте, являются самым важным сегментом рынка ценных бумаг.
- Ценные бумаги, выпущенные финансовыми посредниками, формируют вторую по важности группу.
- Третья группа с нарастающей важностью – это корпоративные облигации.
- Ценные бумаги, выпущенные специальными агентами (закладные облигации), формируют внебиржевые рынки. Большинство ценных бумаг вносится в список биржевых бюллетеней.

## Рынок иностранных облигаций и еврооблигаций

- Иностранные облигации являются ценными бумагами, выпускаемыми иностранными заемщиками на национально внутренних рынках, и называются национально внутренними валютами.
- Пример крупных иностранных рынков ценных бумаг – это облигации Янки, Самурай облигации, CHF облигации, Brady облигации.
- Еврооблигации обозначенной валютой (USD, EUR, GBP, CHF, JPY) выпускаются одновременно на рынках разных стран.
- Еврооблигации обмениваются исключительно на OTC.

## Некоторые важные характеристики ценных бумаг

- Прогноз годового дохода среднего размера от капиталовложений в ценные бумаги, вплоть до наступления срока принятия повторного инвестирования купонов в ставках, равных среднему размеру дохода, называется выдачей платежа в срок по векселю.
- Выдача платежа в срок по векселю (YTM), вектор платежей ( $Z \in^J$ ), вектор платежа – время ( $T \in^J$ ), рыночная цена (MV) определяются на основе следующего уравнения:

$$MV = \sum_{j=1}^J Z_j \cdot (1 - YTM)^{-T_j}$$



- Первая производная рыночная стоимость ценной бумаги в отношении к ее YTM называется долларовой продолжительностью обязательства. Она определяет неустойчивость доллара к цене облигации, к изменениям ее доходности.

$$DD = - \frac{1}{1 + YTM} \cdot \sum_{t=1}^T T_t \cdot Z_t \cdot (1 + YTM)^{-t}$$

- Неустойчивость доллара к цене облигации на конкретный момент определяется:

$$PVBP = DD / 10,000$$

- Процентная неустойчивость цены облигации к изменениям ее доходности называется модифицированной продолжительностью (MD).

$$MD = DD / MV.$$

Пример: Вычислить характеристики 6Y немецкой облигации.

Рыночная цена, включающая в себя накопленные проценты, составляет 107.21.

YTM – дается в соответствии с числовым решением.

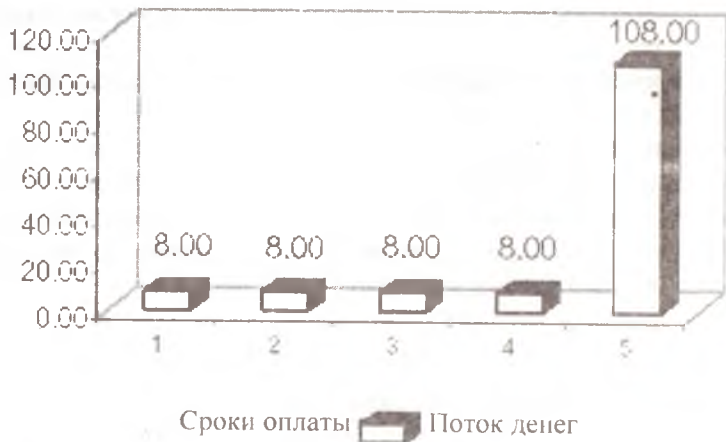
$$YTM = 5.237.$$

T	Z	P	Z*P	T*Z*P
0.6110	6.25	0.96930	6.06	3.70
1.6110	6.25	0.92106	5.76	9.27
2.6110	6.25	0.87523	5.47	14.28
3.6110	6.25	0.83167	5.20	18.77
4.6110	6.25	0.79029	4.94	22.77
5.6110	106.25	0.75096	79.79	447.69
		total:	107.21	516.50

DD = 490.80, PVBP = 0.0491, MD = 4.58.

Оценка прямых облигаций: котировка нулевых облигаций.

Планирование потока денег на 5 лет – 8%. Купонная облигация.



*Пример:* На рынке облигаций «Покемон» дисконтные факторы (т. е. цены нулевой облигации) являются: 1 год – 0,96154; 2 года – 0,92456; 3 года – 0,88900; 4 года – 0,85480; 5 лет – 0,82193 (дисконтные факторы соответствуют 8% ежегодных процентных ставок).

Найдите арбитражно-свободную цену облигации «Пикачо».

*Решение 1.* Вычислите стоимость каждой индивидуальной нулевой облигации и подведите итоги.

$$8 \times 0,96154 + 8 \times 0,92456 + 8 \times 0,88900 + 8 \times 0,85480 + 108 \times 0,82193 = 117,81$$

*Решение 2.* Образуйте вектор денежных потоков  $Z = (8,8,8,8,108)$  и вектор дисконтных факторов  $d = (0,96154; 0,92456; 0,88900; 0,85480; 0,82193)$ , затем внутренний продукт векторов доходности цен ( $Z \times d = 117,81$ ).

- Оценка плавающих норм векселей (прибыли) в некоторых случаях, затруднена.
- Очень важно точное знание установления купонов и %о дополнительных особенностей .
- Относительные ставки: ставка рынка денег (Libor), ставка рынка капитала (capital market rate (CMR)). Срок относительной ставки равняется длительности купона или вновь установленному периоду (естественная оттяжка времени).

- Восстановленная дата: заранее (обычно), в задолженностях, нормальные периоды.
- Дополнительные особенности: разница, округляемость, минимальная стоимость, спад, конверсия.
- Плавающие индексы ставок рынка денег с естественной оттяжкой времени, которая переустановлена заранее, и не имеющие дополнительных особенностей, называются отлично индексированными.
- Отлично индексированные плавающие индексы могут легко повторяться в обновляющейся стратегии рынка денег.

	0	1	2	...	9	10
<b>Долгосрочные плавающие индексы (Long floater)</b>	-price Libor (0)	Libor (1)	...	Libor (8)	1+Libor (9)	
<b>Ответная (повторная) стратегия</b>	-1	1+ Libor (0)	1+ Libor (1)	...	1+ Libor (8)	1+ Libor (9)
		-1		-1		-1

• Сумма, необходимая для введения повторяющейся стратегии, равняется точному основному капиталу плавающего курса (floater). Отсюда вновь установленная дата арбитражно-свободной цены плавающего курса равняется 100%.

• Между двумя установленными датами текущего (находящего в обращении) купона существует значимое количество. На следующем купоне / установленная дата / арбитражно-свободная стоимость потока денег вновь составляет 100%.

• Арбитражно-свободная стоимость PV плавающего курса к дате следующего купона представляется:

$$PV = (1 - c_D) \cdot P_T$$

• Совершенно индексированный плавающий курс всегда может быть запланирован внутри нулевой облигации со сроком до наступления следующего переустановленного срока.

• Если плавающие платежи (floater) будут прибыльными, то расценка выполнена разделением прибыли (т.е. поток фиксированных пла-

тежей) от точно индексированной части плавающих курсов (т.е. нулевой облигации).

• Стоимость плавающих ставок определяется по следующей формуле:

$$PV = P(T) \cdot (1 - c_0) - Margin \cdot \sum_{i=1}^{N-1} P(T-h)$$

где  $c_0$  – даты неуплаченных платежей; длительность периода купона –  $h$ .

### Повторение единственного Libor-зависимого платежа:

Оплата единственного Libor-зависимого купона в срок  $T$  (естественная оттяжка времени, установка заранее) определяется по формуле:

$$Z = h \cdot Libor(T-h)$$

где  $h$  – длительность периода купона. Перезапись Libor в условиях дисконтного фактора преобладает в срок  $T-h$  доходности

$$h \cdot Libor(T-h) = \frac{1}{P_{T-h}(h)} - 1$$

Повторение	0	T-h	T
Libor-зависимая оплата	?		$\frac{1}{P_{T-h}(h)} - 1$
Краткосрочный депозит до T	+P(T)		-1
Долгосрочный депозит до T-h	-P(T-h)	+1	
Долгосрочный депозит между T-h и T		-1	
распространенным курсом			$\frac{1}{P_{T-h}(h)}$

• Libor-зависимая оплата может повториться с портфелем двух нулевых облигаций.

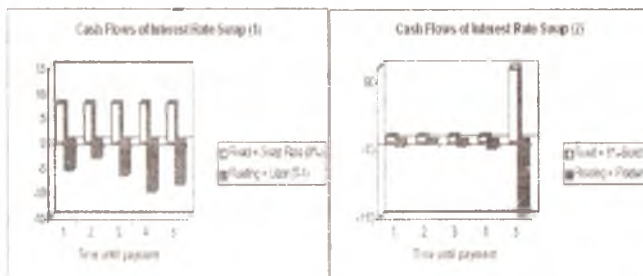
• Арбитражно-свободная стоимость оплаты равняется разнице между двумя дисконтными факторами.

$$PV(Z) = PV(h \cdot Libor(T-h)) = P(T-h) - P(T)$$

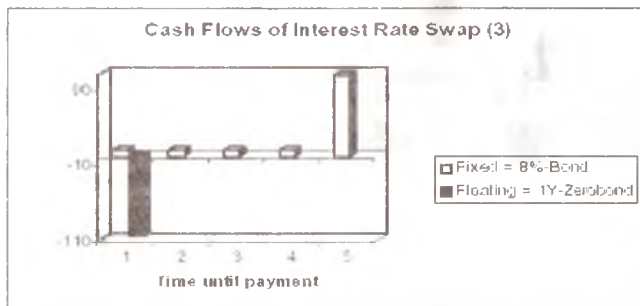
## 8.4. Своп-рынки и их инструменты

Этот пункт сфокусирован на процентных ставках свопа (IRS).

- IRS – это соглашение между двумя сторонами для обмена валюты при «плавающем» курсе валюты.
  - Обычно не бывает сверхустановленных оплат. Во время инициирования стоимость фиксированной стороны равняется стоимости плавающей стороны.
  - IRS может повториться при обмене фиксированных облигаций при плавающем курсе валюты.



До тех пор пока плавающие курсы могут быть копированы нулевыми облигациями, следующий портфель нулевых облигаций является точной копией IRS.



- Создатели рынка определяют фиксированную сторону курса купона. Этот курс называется своп (обменным) курсом.
- Обменные курсы – это купонные курсы по паритету. В данный

срок паритетный купонный курс является ежегодным купонным курсом, который определяет нынешнюю стоимость прямой облигации, равную 100%. (т. е. равна нынешней стоимости индексированной плавающей ставки).

- Арбитражно-свободная стоимость  $N$  определяется дисконтными факторами по формуле:

$$S_N = \frac{1 - P_N}{\sum_{i=1}^N P_i}$$

где  $N$  – годовой обменный курс.

- Если стороны входят в IRS и получают фиксированные платежи (и текущую плату), они входят в своп получателя. Если стороны входят в IRS и платят фиксированные платежи (и производят текущую оплату), они входят в своп плательщика.

- Относительный курс обычно 3М или 6М Libor / Euribor.

- EUR-IRS платят ежегодные купоны; USD-IRS платят полугодовые купоны.

*Пример:* Банк входит в 5-годовой своп плательщика с ABN-AMRO с сентября 2003 года. Предположим, что в марте 2004 г. за 6 месяцев Euribor установится на 5,12 %.

Каким будет наличный поток между банком и ABN-AMRO в сентябре 2004 года?

Фиксированная сторона: каждое 21 сентября банк обязуется платить 5.631% от основного капитала.

Плавающая сторона: каждое 21 марта и 21 сентября банк получает  $h * 6M\text{-Euribor}$ , где  $h$  определяется ежедневно. Под счётной фракцией и 6M-Euribor обозначается Euribором, наблюдаемым в начале купонного периода. 21 сентября 2004 г. банк получает  $(184/365) * 5,12 \% = 2.581 \%$  от основного капитала. 25 сентября 2004 г. (после двух рабочих дней) платеж в размере  $5.631\% - 2.581\% = 3.05\%$  от основного капитала банку надлежит платить ABN-AMRO.

- Стандартный курс IRS установлен против текущих обменных операций.

- Основные обмены являются договорами с целью обмена теку-

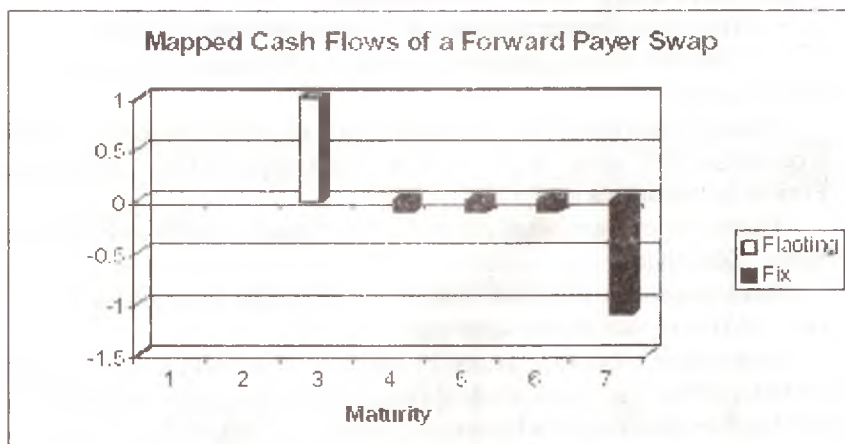
щих платежей, связанных с разными относительными курсами, например 3М-Libor против 6М – Libor.

- Обмены кривой доходности являются договорами с целью обмена текущих курсов платежей, связанных долгосрочными доходами нулевых купонов против Libor/Euribor.

- Постоянный установленный срок обменов является договорами с целью обменять текущие курсы платежей, связанных по паритетным купонным курсам (обменный курс или неизменный срок казначейского курса) против Libor/Euribor.

- Вызываемые свопы – это IRS, где в каждый установленный срок одна сторона имеет право аннулировать обмен без каких-либо платежей. Это право называется Bermudan Swaption.

Прогрессирующий обмен (forward starting swaps) (FSS) – это соглашение между двумя сторонами с целью ввода IRS в некое установленное время в будущем.



- Определение форвардного своп-курса в N-год FSS, начинающийся в срок T:

$$PV(\text{Float}) = PV(\text{Fix})$$

$$P(t, T) = P(t, T+N) + FSR_t \cdot \sum_{i=T-1}^{T-N} P(t, i)$$

$$FSR_t = \frac{P(t, T) - P(t, T+N)}{H_t(T, N)} \quad H_t(T, N) = \sum_{i=T+1}^{T+N} P(t, i)$$

где  $FSR_t$  – форвардный своп курс;

$P(t, T)$  – дисконтный фактор для срока  $T$ , рассматривается в сроке  $t$ ;

$P(t, T+N)$  – дисконтный фактор для срока  $T+N$ , рассматривается в сроке  $t$ ;

$H_t(T, N)$  – настоящая стоимость портфеля нулевых облигаций со сроками, относящимися к датам платежа основного свопа.

Пример: Определите арбитражно-свободный форвардный своп-курс за 3 г. FSS, начинающийся в первый год данными следующих дисконтных факторов:

1 год – 0.97393; 2 год – 0.94292; 3 год – 0.90854; 4 год – 0.87239.  
 $t = 0, T = 1, N = 3$ :

$$H_t(T, N) = \sum_{i=T+1}^{T+N} P(t, i) = \sum_{i=2}^4 P(0, i) = 0.94292 + 0.90854 + 0.87239 = 2.72385$$

$$FSR_t = \frac{P(t, T) - P(t, T+N)}{H_t} = \frac{P(0, 1) - P(0, 4)}{H_t} = \frac{0.97393 - 0.87239}{2.72385} = 3.728\%$$

## 8.5. Временная структура процентных ставок

• Основное отношение между нынешней стоимостью и сроком будущих оплат называется временной структурой процентных ставок.

• Дисконтные факторы и курсы нулевых купонов является эквивалентными представлениями.

• Дисконтная функция (непрерывный/продолжительный) являются ключевым инструментом определения стоимости.

Откуда происходит дисконтная функция?

• Прямой обзор: Установление денежно-рыночных депозитов или цен нулевых облигаций.

• В конечном итоге для более долгосрочных сроков.

• Непрямой обзор: Вычисление / оценка дисконтных факторов, заключающих в себе арбитражно-фиксированные цены доходных инструментов (пример: свопы, купонные облигации).



- Оценка временной структуры кардинально зависит от рыночной укомплектованности (полноты).

- Неформальное определение рыночной полноты: «Рынок, где достаточно много основных инструментов, которые продаются с достаточной ликвидностью так, что дисконтные факторы для всех касающихся сроков уникальным образом заключают в себе безарбитражность, называется полным».

Предположим, что стабильный доходный рынок свободен от арбитража. Тогда дисконтные факторы обозначаются следующей системой уравнения:

$$Z_{i1}P_{T_1} + Z_{i2}P_{T_2} + \dots + Z_{iJ}P_{T_J} = MV_i$$

где  $Z_{ij}$ ,  $MV_i$  – денежный поток и рыночная стоимость инструментов  $i$ ;

$T_j$  – арбитражно-платежный срок на рынках (независимый от  $i$ );

- Матричная система счисления:

$$MV = Z \cdot d, \quad MV \in \mathbb{R}^I, d \in \mathbb{R}^J, Z \in \mathbb{R}^{I \times J}$$

где  $I$  – количество постоянно доходных инструментов.

Эта система уравнений имеет уникальное решение неопределенности:

$S$  – категория  $(Z) i J$ ;

$S$  – арбитражно-свободный рынок.

Категория  $(Z) = J$  является необходимым и достаточным условием для укомплектованности рынка.

Формальное доказательство:

Обозначим  $x \in \mathbb{R}^J$  – торговую стратегию или вектор ценных бумаг

Элемент  $x_i$  – основной капитал, вложенный в инструмент  $i$ .

Обозначим  $G(x) = MV' \cdot x$  – ценой торговой стратегии или портфелем ценных бумаг.

Рынок называется арбитражно-свободным тогда и только тогда, если:

$$Z' \cdot x \geq 0 \rightarrow G(x) = MV' \cdot x \geq 0.$$

На основании леммы Фаркоса знаем, что:

$$MV = Z \cdot d \text{ iff } Z' \cdot x \geq 0 \rightarrow MV' \cdot x \geq 0,$$

для уникального и неотрицательного  $d \in \mathbb{R}^J$  QED.

Лемма Фаркоса ставит условие для уникального (неповторимого) и неотрицательного вектора дисконтных факторов  $d$ . Как вы думаете, монотонно снижающиеся дисконтные факторы меньше или равны одному числу?

Доказав это свойство, мы формально узнаем денежные позиции.

Е обозначим  $J \times J$  схожей матрицей,  $1_{J \times 1}$  – вектором одного,  $0_{J \times 1}$  – вектором нуля и

$$H \in \mathbb{R}^{(J-1) \times J}; \quad H_{rs} = \begin{cases} -1 & r=s \\ 1 & r=s-1 \\ 0 & \text{other} \end{cases}$$

$y_s \in \mathbb{R}^J$  обозначим вектором налично-денежных позиций, т.е. позициями наличных денег, держащимися с нулевого срока до  $J$  срока платежа, и  $y_r \in \mathbb{R}^J$  обозначим вектором передовых денежных позиций, т.е. позициями наличных денег, держащимися с  $j-1$  до  $j$  срока платежа. Вне правила краткосрочных денежных условий  $y_s$  и  $y_r$  приходится быть ненегативными.

Цена торговой стратегии или портфеля ценных бумаг ныне дается таким образом:

$$G(x, y_s, y_f) = MV^* \cdot x + 1^* \cdot y_s + 0_{J-1}^* \cdot y_f$$

Рынок ныне называется арбитражно-свободным тогда и только тогда, если

$$Z^* \cdot x + E^* \cdot y_s + H^* \cdot y_f \geq 0 \quad \Rightarrow \quad G(x, y_s, y_f) \geq 0.$$

**Теорема:** Рынок – это полный и арбитражно-свободный в вышеупомянутом определении будет тогда и только тогда, если там существует уникальный вектор дисконтных факторов  $0 \leq d \leq 1$ ,  $c d_s \leq d_r \forall T_s > T_r$ , который решает  $MV = Z \cdot d$ .

**Доказательство:** Рассмотрим следующий (основной) LP.

$$Pr: \quad G(x, y_s, y_f) = MV^* \cdot x + 1^* \cdot y_s + 0_{J-1}^* \cdot y_f \rightarrow \text{Min!}$$

$$s.t. \quad Z^* \cdot x + E^* \cdot y_s + H^* \cdot y_f \geq 0_j$$

$$x \in \mathbb{R}^n, y_s \geq 0, y_f \geq 0$$

(Помните, что уменьшение цены увеличивает возможность арбитражной выгоды).

Двойная программа – это:

$$\text{Duc. } Q(d) = 0_j' \cdot d \rightarrow \text{Max!}$$

$$\text{s.t. } Z \cdot d = MV, \quad E \cdot d \leq 1, \quad H \cdot d \leq 0_{J-1}$$

$$d \geq 0$$

Последствие: Ряд решений  $P_r$  ограничивается отсутствием арбитража и небезрезультатным решением ( $x=0, y_s=0, y_f=0$  легкое (ненаучное) решение). Отсюда  $P_r$  обладает оптимальным решением,  $D_u$  тоже. Поэтому существует в наименьшем размере один  $d$ , который решает  $Z \cdot d = MV$  (равность  $D_u$ ) и для которого  $0 \leq d \leq 1$  (первая сравнимость в  $D_u$ ) и  $d_s \leq d_r \forall T_s > T_r$  (вторая несравнимость в  $D_u$ ). С тех пор класс  $(Z) = J$  (полнота),  $d$  является уникальным.

Противоположность: Существование уникального вектора  $d \in 0 \leq d \leq 1$  и  $d_s \leq d_r \forall T_s > T_r$  включает в себе уникальное решение  $D_u$ . С тех пор как  $d$  является уникальным,  $Q^*(d) \geq 0$  является оптимальным решением  $D_u$ . В конечном итоге, двойственность подразумевает, что  $P_r$  также обладает оптимальным решением  $G^*(x, y_s, y_f) \geq 0$ . QED.

Рыночная укомплектованность является критической для уникальности  $d$ . В неуккомплектованных рынках арбитражно-свободная дисконтная функция не является уникальной.

Помните, что первоначальный LP также является полезным, обнаруживает арбитражные возможности на реальном рынке.

В укомплектованном и арбитражно-свободном рынке структура срока процентных ставок “оценивается” простой матричной инверсией.

Обычно инструменты со стандартизованными сроками купона (пример, казначейские облигации IRS) используются как расход. Использование IRS ведет к простому рекурсивному алгоритму “самозагрузка” (“высокоприбыльному”).

Давайте  $S_i, i = 1, 2, \dots, N$  назначим обменным курсом для последовательных сроков. Затем следующий алгоритм приносит дисконтные факторы для соответствующих сроков платежа по векселю:

Шаг 1: Определите  $P_1$ , используя  $S_1$ .

$$S_1 \cdot P_1 + P_1 = 1$$

Шаг 2: Определите  $P_2$ , используя  $P_1$  и  $S_2$ .

$$S_2 \cdot P_1 + S_2 \cdot P_2 + 100 \cdot P_2 = 100 \text{ и}$$

$$P_2 = \frac{100 - S_2 \cdot P_1}{100 + S_2}$$

Основная рекурсивная формула для  $P_n$ :

$$P_n = \frac{100 - S_n \cdot \sum_{i=1}^{n-1} P_i}{100 + S_n}$$

*Пример:* следующие обменные курсы назначены на рынке :

1 год – 5,44, 2 год – 5,35, 3 год – 5,27.

Дисконтные факторы:

$$P_1 = \frac{100}{105,44} = 0,94841, \quad R_1 = 5,440\%$$

$$P_2 = \frac{100 - 5,35 \cdot 0,94841}{105,35} = 0,90105, \quad R_2 = 5,348\%$$

$$P_3 = \frac{100 - 5,27 \cdot (0,94841 + 0,90105)}{105,27} = 0,85735, \quad R_3 = 5,264\%$$

На самом деле укомплектованный рынок не является необходимым арбитражно-свободным (например, из-за операционных затрат).

Эта проблема может быть решена при условии точного моделирования ошибки системы ценообразования.

$$MV = Z \cdot d + \varepsilon, \quad \varepsilon \in I$$

Карле Тон и Купер (1976) предлагают метод, где  $d$ , полученный от OLS регрессии, т. е. оценщик,  $d = (Z^T \cdot Z)^{-1} \cdot Z^T \cdot MV$  уменьшает сумму, уравнивая ошибки ценообразования.

Если рынок неуконплектованный, пропущенную информацию приходится заменять добавочными предположениями. Чаще специфически функциональная форма принимается либо для дисконтной функции, либо для кривой – нулевой – ставки (в некоторых случаях – кривая форвардная ставка).

В самом простом случае дисконтная функция вновь получается OLS.

Пусть дисконтные факторы  $d_j$  будут обозначены как линейные комбинации  $K+1$  компонентных функций  $f_k(T)$ .

$$d_j = \sum_{k=0}^K a_k \cdot f_k(T_j)$$

Замена для  $d_j$  в уравнительных стоимостных доходах

$$M_i = \sum_{j=1}^J Z_{ij} \cdot \sum_{k=0}^K a_k \cdot f_k(T_{ij}) = \sum_{k=0}^K a_k \cdot \sum_{j=1}^J Z_{ij} \cdot f_k(T_{ij}) = \sum_{k=0}^K a_k \cdot X_{ik}$$

Элементы вспомогательной матрицы  $X$  могут быть легко вычислены. Коэффициенты  $a_k$  дают OLS.

Большинство популярных методов использования кубических шлицов (McCulloch (1971, 1975), (Langtieg and Smoot (1989) или расширенные функционалы Laguerre (Nelson and Siegel (1987) Svensson (1997). не гарантируют негативные дисконтные факторы.

Шофер (1981) предлагал Бернштейнский полиномиальный метод, который преодолевает этот недостаток.

Для всех  $0 \leq T \leq 1$  компонентные функции обозначаются, как  $f_0(T)=1$  и

$$f_k(T) = \sum_{r=0}^{K-k} (-1)^r \cdot \binom{K-k}{r} \cdot \frac{T^{k+r}}{k+r} \quad \begin{matrix} \forall k = 1, \dots, K \\ \forall 0 \leq T \leq 1 \end{matrix}$$

$$\sum_{k=0}^K a_k \cdot f_k(1) \geq 0$$

Бернштейнский полиномиальный метод монотонно снижается в  $T$ , чтобы гарантировать, что дисконтная функция, тоже монотонно снижающееся линейное ограничение,  $a_k \geq 0$  должно находиться на прежнем уровне, чтобы гарантировать, что  $0 \leq d_j \leq 1$  линейные ограничения  $a_0 = 1$ .

Сроки стандартизируются путем деления всех сроков на максимальный срок на рынке.

Преуменьшение ошибок в ценообразовании делает универсальной нелинейную установленную на практике оптимизацию или стандартным квадратным алгоритмом программирования. Полиномиальный уровень обычно устанавливается  $K=5$  или  $K=7$  соответственно. Выбор процедуры оценки является важным. Измерение качества процедуры подразумевает абсолютную ошибку в ценообразовании (**mean absolute pricing error**) (**MAE**).

MAE как ожидается, равен размеру среднего количества распространенных предложений и спросов. Более важным является выбор исходных данных.

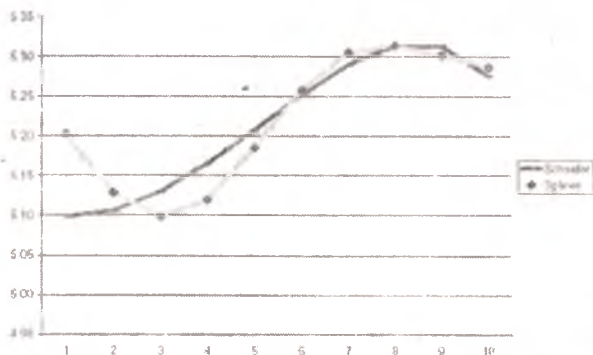
MAE может быть от 5 до 10 основных единиц, тогда используются ликвидные инструменты (пример: стандартные облигации). MAE могут быть до 30-40 основных единиц, тогда используются неликвидные инструменты.

Размер распространения предложения или спроса, законность котировок и точность времени являются решающими критериями.

*Пример:* котировки немецких стандартных облигаций используются как входящие. В оценке дисконтных функций используются кубические шлицы (узлы в 4 г., 7 лет, 10 лет) и Шофер ( $K = 5$ ). Вычислите ошибки ценообразования и сравните результаты.

	Купон	Срок	Котировка
<b>Bund 2Y</b>	5.000	13.09.02	99.80
<b>Bund 3Y</b>	3.750	26.08.03	96.38
<b>Bund 4Y</b>	4.125	27.08.04	96.43
<b>Bund 5Y</b>	5.000	19.08.05	99.51
<b>Bund 6Y</b>	6.250	26.04.06	104.71
<b>Bund 7Y</b>	6.000	04.07.07	103.99
<b>Bund 8Y</b>	4.125	04.07.08	92.67
<b>Bund 9Y</b>	4.500	04.07.09	94.53
<b>Bund 10Y</b>	5.250	04.07.10	99.76

## Предполагаемые (оцененные) структуры срока



### Моделирование цен и ошибки в процессе ценообразования

Benchmark	Market Value	Splines	AE in bp	Schaefer	AE in bp
2Y	99.96	99.94	2.0	99.97	0.2
3Y	96.69	96.74	5.7	96.65	3.4
4Y	96.75	96.89	14.2	96.72	3.1
5Y	100.00	99.78	22.8	99.65	35.7
6Y	107.30	107.47	17.6	107.41	11.8
7Y	105.34	105.38	4.0	105.41	7.6
8Y	93.59	93.59	0.8	93.59	0.0
9Y	95.53	95.56	2.8	95.47	6.1
10Y	100.93	100.95	2.8	100.93	0.4
<b>MAE</b>			<b>8.1</b>		<b>7.6</b>

### 8.6. Финансовые фьючерсы

Финансовые фьючерсы – это товарообменные форвардные контракты, где ежедневно рассчитываются временные прибыли и убытки (потери) (ежедневные расчеты).

В начале контракта стороны (покупатель или продавец) должны перечислить разницу (5-10% от объема контракта) на расчетный счет. Этот счет предполагает обмен или клиринг для расчетов.

При наступлении срока контракта происходит денежный расчет.

Самыми основными моментами для финансовых фьючерсов являются депозиты рынка денег, государственные облигации, фондовые индексы (индексы ценных бумаг и валюты).

## Самые важные товарообмены к концу 1999 года

Exchange	Country	Turnover in millions of contracts	
		1998	1999
EUREX	GER, CH	248.2	379.2
CBOT	USA	281.2	254.6
CME	USA	226.6	200.7
MATH	FRA	103.8	185.6
LIFFE	UK	186.6	119.9
NYMEX	USA	95.0	109.5

- Краткосрочные процентные ставки фьючерсных контрактов являются фьючерсами депозитов на рынке денег.
- Самыми важными контрактами депозитов на рынке денег являются IMM/CME 3M-Eurodollar контракт и LIFFE 3M-Eurodollar фьючерсы.
- Обычно размер контракта составляет 1m (миллион) USD или EUR.
- Денежные расчеты обычно выполняются за один рабочий день после последнего торгового дня. Покупатель контракта получает или оплачивает.

$$EDSP^* = F^*,$$

где EDSP – обменная ставка расчетной цены, которая определяется обменом через простые отношения;

$$EDSP = 100 - \text{Libor/Euribor}.$$

EDSP и EDSP контрактная стоимость, вычисляется следующим образом:

$$EDSP^* = \frac{\text{contract size}}{100} \cdot [100 - h \cdot (100 - EDSP)]$$

F\* – стоимость фьючерсных контрактов, основанных на заключительной цене, вычисляется следующим образом:

$$F^* = \frac{\text{contract size}}{100} \cdot [100 - h \cdot (100 - F)]$$



где F – назначенная фьючерсная цена.

С тех пор, как дневной расчет фракции (доли) приблизительно равен 0,25, один счет (кредит, пометка) (основной пункт) стоит 25 USD или EUR.

*Пример:* 3M-Eurodollar контракт заключается за 93.295. На следующий рабочий день 3M-Libor ставка составляет 8%. Определите цену, которую должен заплатить покупатель продавцу, приобретая  $h = 0.25$ .

$$EDSP = 100 - 8 = 92 \quad EDSP^* = 10,000 \cdot (100 - 0,25 \cdot (100 - 92)) = 980,000,00$$

$$F = 93,295 \quad F^* = 10,000 \cdot (100 - 0,25 \cdot (100 - 93,295)) = 983,237,50$$

$$Payment: \quad 3,237,50 \text{ USD}$$

Помните, что F относится к 3M-ставке 6.705%. По аналогии с нулевыми облигациями покупатель страдает от потери, связанной с повышением процентных ставок.

Долгосрочное положение в краткосрочных процентных ставках фьючерсов приблизительно соответствует краткосрочному положению в FRA.

Потери соответствующего положения FRA составляют:

$$0,25 \cdot \frac{0,06705 - 0,08}{1 + 0,25 \cdot 0,08} \cdot 1m = \text{USD } 3,174,02$$

Надлежащее прямолинейное составление предположения, используемого обменами, имеет небольшую разницу между положениями в FRA и краткосрочными процентными ставками фьючерсов. Эта разница определяется отношением:

**фьючерсы – количества = FRA – количества · (1+h · Libor),**

т.е. на рынке фьючерсов разница в процентной ставке оплачивается без учета дисконтирования.

Долгосрочные процентные ставки фьючерсов – это контракты по государственным облигациям. Самые важные контракты по государственным облигациям – это EUREX – фьючерсные контракты Еврооблигаций и CBOT US – казначейские фьючерсные облигации. Основой является специальная купонная облигация с определённым сроком и данным основным капиталом за контракт (обычно 100,000 USD или EUR). Урегулировав контракт (физическая поставка), продавец имеет

право выбирать ценную бумагу для поставки из перспективного набора поставляемых облигаций.

### Поставляемые облигации для нескольких государственных фьючерсных облигаций

Contract	Deliverable Bonds
Euro Bund Futures	8.5Y-10.5Y German Bunds
Euro Bobl Futures	4.5Y-5.5Y German Bunds
Euro Schatz Futures	1.75-2.25 German Bunds
US Treasury Bond Futures	>15Y Treasury Bonds
10Y-US Treasury Note Futures	6.5Y-10Y Treasury Notes
5Y-US Treasury Note Futures	4.25Y-5.25Y Treasury Notes
2Y-US Treasury Note Futures	1.75Y-2Y Treasury Notes

Разница между нынешней стоимостью специальной купонной облигации и рыночной стоимостью поставляемых облигаций частично балансируется обменом установленных конверсионных факторов.

Конверсионные факторы исчисляются как соотношение нынешней стоимости поставляемой (раздаваемой) облигации и специальной облигации с условной специфической структурой, которая устанавливается обменным курсом.

Обменные курсы используются как гипотетические одинаково срочной структурой, которая делает нынешнюю стоимость облигации равной 100%, т.е. 6% в EUREX, 7% в CBOТ.

До тех пор пока конверсионные факторы не полностью устраняют разницу нынешней стоимости поставляемых облигаций, существует одна облигация, которая рассматривается как **самая дешевая поставка (CTD)**, с точки зрения краткосрочного положения.

Продавец (краткосрочное положение) имеет право выбирать CTD облигацию (право на поставку). Текущая CTD-облигация рассматривается участниками рынка как «основа». Продавец получает в обмен на поставку CTD-обязательства по количеству счетов.

Количество счетов = (EDSP x основной капитал x конверсионный фактор) + накопленный процент (CTD).

Обменная поставка по расчетным ценам (EDSP) – это средневзвешенное число объема последних (т.е. последние десять торгов, в последнюю минуту торговли) фьючерсных цен последнего дня торгов.

Продавец максимизирует количество счета – цены (CTD), накопленный процент. Этот эквивалент является выбором облигации с минимальной ценой или конверсионный фактор.

*Пример:* EDSP сентября 2000 г. фьючерсные контракты Еврооблигации составляет 105.00. Вычислите количество счетов (накладных) на основании следующей информации.

Deliverable Bond	Price	Conversion Factor	Ratio	Accrued Interest
DE0001135119	91.40	0.865974	105.54589	1.2235%
DE0001135127	94.88	0.899414	<b>105.49091</b>	0.8625%
DE0001135135	101.18	0.955835	105.85509	3.0930%
DE0001135150	100.26	0.944842	106.10175	1.1741%

Количество счетов =  $1.05 \cdot 100,000 \cdot 0.899414 + 0.008625 \cdot 100,000 = 95,300.97$  EUR.

Фьючерсные индексы акции являются контрактными портфеля акции представляемыми индексами акции. Самые важные индексы фьючерсных контрактов являются S & P 500 контракт (CME), CAC 40 контракт (MATIF), DAX контракт (EUREX), FTSE 100 контракт (LIFFE). Основой является специфическое положение в индексированном портфеле ценных бумаг с фиксированной стоимостью одной индексированной единицы (пример: USD 250 для S & P 500 контракт). Для индексов акции фьючерсных контрактов осуществляется наличный расчет. Для ценообразования и для целей страхования основные индексы могут быть заменяемыми. Только капитал взвешенных (оцененных) индексов могут быть заменяемым. Помните, что DJIA не заменяем. Большинство индексов не принимают дивиденды в счет. Поэтому индексы портфеля ценных бумаг превосходят индексы. Операционные расходы могут перевесить этот эффект.

Представительные индексы (пример, DAX) принимают дивиденды в счет. Однако в случае DAX, гипотетическое повторное инвестирование дивидендов основывается на сомнительных предположениях.

## 8.7. Опционы

Опционы являются финансовыми договорами (контрактами), которые дают одной стороне право, но не обязанность делать что-либо. Покупатель опциона обладает правом, продавец контракта обязуется

выполнить сроки контракта. Покупатель выплачивает продавцу стоимость права (правовую премию). Её риск ограничен размером премии (прибыли). Продавец контракта получает премию. Ее риск зависит от срока контракта и может быть неограниченным. Обычно опционы дают право покупать (опцион на покупку – call options) или продавать (опцион на продажу – put options) основные финансовые инструменты в соответствующие сроки в некоторое время в будущем.

#### Сводка важных основ для рынков опциона

Underlying	Currency	Fixed Income Instrument	Equity	Other
	FX (OTC)	Money market futures	Stock indices	Commodity futures
	FX (exchange)	Libor rates (Caps)	Stock index futures	Commodities
	FX futures	Swaps (Swaptions)	Individual stocks	Insurance type instruments
		Bond futures		
		Individual bonds		

Опционы также являются индивидуально торговыми (на валюты и ОТС (внебиржевая торговля ценными бумагами)) или внедренными в другие финансовые инструменты (досрочные облигации, свопы, легко реализуемые ценные бумаги и т.д.).

Для многих контрактов покупателю опциона приходится экспериментировать своё право физически (физическая поставка). В некоторых случаях происходит только уплата наличными.

Опционы (как и другие производные) обладают функциями стимулирования.

Точное знание стимулирования является весьма важным для оценки. Легальные сроки очень важны, особенно для экзотических и структурированных инструментов.

Некоторые важные функции стимулирования:

Обозначение:  $S_t$  – стоимость основного по времени  $t$

$C_t$  – стоимость опциона по времени  $t$ ;

$t = 0$  – стоимостной срок;

$t = T$  – истечение срока опциона;

$s$  день платежа (если не равен  $T$ );

$K, H$  – проблемы, известные в начале контракта (отказ, пользовательские цены, барьер).

- Форварды (конечно, не опционы)  $C_T = S_T - K$

- Европейское право на покупку (call)

$$C_T = \max \{ S_T - K; 0 \}$$

- Европейское право на продажу (put)

$$C_T = \max \{ K - S_T; 0 \}$$

- Американское право на покупку (call)

$$C_s = \max \{ S_s - K; 0 \}, \quad 0 \leq s \leq T, s^*$$

является оптимально пользовательским сроком.

Бермудское право на покупку (call)

$$C_s = \max \{ S_s - K; 0 \}, \quad s \in \{ T_1, T_2, \dots, T_n \}, s^*$$

является оптимально пользовательским сроком.

*Пример:* Банк А покупает 20 сделок от Банка В. Что случится 22 сентября и 20 октября?

22 сентября: Один контракт годен для пяти АТХ единиц. Таким образом банк А должен выплатить премию (выплату)  $20 \cdot 5 \cdot 10.50 = 1,050$  EUR.

20 октября: Предположим, АТХ составляет 1,320. По наличному расчету банк А получает  $20 \cdot 5 \cdot (1,320 - 1,180) = 14,000$  EUR от банка В. Если АТХ составит ниже 1,180, банк А ничего не получит.

Некоторые экзотические инструменты:

- Азиатское право на покупку (call)

$$C_T = \max \{ S_{average} - K; 0 \}$$

- Среднее бастующее право на покупку (call)

$$C_T = \max \{ S_T - S_{average}; 0 \}$$

- Низкое и без права на покупку (call)

$$C_T = I_{S_t > H} \cdot \max \{ S_T - K; 0 \}, \quad 0 \leq t \leq T$$

- Высокое и внутреннее права на продажу

$$C_T = 1_{S_T > K} \cdot \max \{ K - S_T; 0 \}, \quad 0 \leq t \leq T$$

- FX-опционы (европейское право на покупку как пример)

$$C_T = \max \{ S_T - K; 0 \} = K \cdot S_T \cdot \max \left\{ \frac{1}{K} - \frac{1}{S_T}; 0 \right\}$$

$S_T$  – время  $T$  цена одной единицы намеченной валюты, выраженная в единицах текущей валюты. Бастующая цена  $K$  также выражается в единицах относительной валюты. Помните, что в USD/EUR на рынке опциона USD является относительной валютой.

Учитывая тот факт, что  $1/S_T$  время  $T$  цена одной единицы относительной валюты, выраженной в единицах намеченной валюты, мы приходим к выводу, что спрос на одну единицу намеченной валюты с бастующей ценой  $K$  является эквивалентом  $K$  премиям в одной единице относительной валюты с бастующей ценой  $1/K$ .

## 8.8. Первый взгляд на фундаментальную теорему оценки активов

Фундаментальная теорема оценки активов является самым важным орудием для ценообразования финансовых инструментов. Теорема основана на главной формуле для всех финансовых инструментов, основанных на безарбитражных предположениях. Эта теорема опирается на интуицию и не имеет математического происхождения.

### Фундаментальная теорема оценки активов

Стоимость всех финансовых инструментов, продаваемых на свободно-арбитражных рынках, определяется их ожидаемыми выплатами с определенной степенью вероятности. Подразумеваемые под этой степенью вероятности относительные процессы ценообразования являются мартингалами (т. е. ставка удвоится при проигрыше). Если рынок укомплектованный или полный, то эта степень является уникальной.

Что это значит?

Степень вероятности описывает закон вероятности, по которому вычисляется ожидаемая стоимость.

*Пример:* В Кокс – Росс – Рубинштейн-биномиальной модели  $p$  обозначает вероятность повышения,  $(1 - p)$  является вероятностью снижения. Ожидаемая стоимость определяется следующим образом:

$$E(S_T) = pS_T^{up} + (1 - p)S_T^{down}$$

$$S_T^{up} = 110, S_T^{down} = 100, p = 0.7 \rightarrow E(S_T) = 0.7 \cdot 110 + 0.3 \cdot 100 = 107$$

Относительный процесс ценообразования описывает стоимость определенного финансового инструмента, относящуюся к стоимости “основного” фонда (нумерация). Ценообразование производных основано на повторении позиций, преимущественно соединенных с положением “основного” фонда.

*Пример:* Продолжительно соединяющиеся депозиты рынка денег со сроком  $t$  и стоимостью  $B_t$  используются как нумерация. Относительная стоимость актива с текущей ценой  $S_t$  определяется следующим образом:

$$\tilde{S}_t = \frac{S_t}{B_t}$$

Нулевая облигация со сроком  $T$  и стоимостью  $P_t(T)$  используется как нумерация. Тогда относительная цена актива такова:

$$\tilde{S}_t = \frac{S_t}{P_t(T)}$$

Относительный процесс ценообразования является мартингалами, если его ожидаемые изменения равны нулю.

*Пример:* Актив:  $S = 100$   $S^{up} = 140$   $S^{down} = 90$

Депозит ( $R = 10\%$ ):  $B = 1$   $B^{up} = B^{down} = 1.1$

Для мер вероятности  $P$ :  $p = 0.5$  и  $Q$ :  $q = 0.4$  ожидаемые изменения определяются следующим образом:

$$E_P\left(\frac{S_T}{B_T} - \frac{S}{B}\right) = E_P\left(\frac{S_T}{B_T}\right) - \frac{100}{1} = 0.5 \frac{140}{1.1} + 0.5 \frac{90}{1.1} - 100 = 4.55$$

$$E_Q\left(\frac{S_T}{B_T} - \frac{S}{B}\right) = E_Q\left(\frac{S_T}{B_T}\right) - \frac{100}{1} = 0.4 \frac{140}{1.1} + 0.6 \frac{90}{1.1} - 100 = 0$$

Таким образом, под мерой  $Q$ , т. е. с биномиальной вероятностью  $p = 0.4$ , относительный процесс ценообразования является мартингалом. Для  $p = 0.5$  процесс не является мартингалом.

Мера мартингала зависит от выбора нумерации.

*Пример:* Нумерация является нулевой облигацией:

$$P = 0.8264 ; P = 0.9259 ; P^{\text{down}} = 0.8772$$

В таком случае мера  $Q^* : p = 0.3787$  является мерой мартингала.

$$E_{Q^*} \left( \frac{S_T}{P_T} - \frac{S}{P} \right) = E_Q \left( \frac{S_T}{P_T} \right) = \frac{100}{0.8264} = 0.3787 \frac{140}{0.9259} + 0.6213 \frac{90}{0.8772} = 121 \neq 0$$

Рынок является укомплектованным, если все финансовые инструменты будут повторяющимися. Это имеет место в биномиальной модели.

*Пример:*

Инструменты	Цена	Положение 1	Положение 2
Депозит	1	1.1	1.1
Актив	100	140	90
Право на продажу		30	0

Европейский колл с установленной ценой  $K = 110$ .

Действие	$t = 0$	$S = 140$	$S = 90$
Покупательский спрос	- $C$	30	0
Покупательские $H$ активы	-100 $H$	+140 $H$	+90 $H$
«продаваемые» $G$ депозиты = заем рынка денег	+ $G$	- 1.1 $G$	- 1.1 $G$



Точное копирование заключает в себе следующее:

$$(1) 140H - 1.1G = 30, (2) 90H - 1.1G = 0$$

Решение:  $H = 0.6$ ;  $G = 49.09$

Действие	$t = 0$	$S = 140$	$S = 90$
Покупательский спрос	- C	30	0
Покупательские активы 0.6	-60	+84	+54
Продаваемый депозит с 49.09	+49.09	-54	-54
Всего	-10.91	30	0

Цена копируемого портфеля ценных бумаг равняется 10.91. Это арбитражно-свободная цена колл-опциона. Для обозначения арбитражно-свободной цены необязательно знание актуальной или эмпирической вероятности первого и второго положения.

Общая формула для коэффициента хедж  $H$  в биномиальной модели:

$$H = \frac{\tilde{C}^{up} - \tilde{C}^{down}}{\tilde{S}^{up} - \tilde{S}^{down}} = \frac{\frac{30}{1.1} - 0}{\frac{140}{1.1} - \frac{90}{1.1}} = 0.6$$

Первая интерпретация коэффициента хеджирования – дельта-опцион:

$$H = \frac{\Delta C}{\Delta S} \approx \frac{dC}{dS} = \delta \rightarrow \Delta C \approx \delta \cdot \Delta S$$

Общая формула для цены колл:

$$C = H \cdot S - G \cdot B = 0.6 \cdot 100 - 49.09 \cdot 1 = 10.91$$

Общая формула для размера положения рынка денег  $G$ :

$$G = \frac{S^{down}}{B_T^{down}} \cdot H - \frac{C^{down}}{B_T^{down}} = \frac{90 \cdot 0.6}{1.1} - 0 = 49.09$$

Заменяемые доходы:

$$C = S \cdot H - B \cdot G \rightarrow \tilde{C} = \tilde{S} \cdot H - G$$

$$\tilde{C} = \tilde{S} \cdot \frac{\Delta C}{\Delta S} = \tilde{S}^{down} \cdot \frac{\Delta C}{\Delta S} = \tilde{C}^{down}$$

$$= \tilde{C}^{up} \left( \frac{\tilde{S}}{\Delta S} - \frac{\tilde{S}^{down}}{\Delta S} \right) - \tilde{C}^{down} \left( 1 - \frac{\tilde{S}}{\Delta S} - \frac{\tilde{S}^{down}}{\Delta S} \right) = q \cdot \tilde{C}^{up} + (1-q) \cdot \tilde{C}^{down}$$

$$C = B \cdot [q \cdot \tilde{C}^{up} + (1-q) \cdot \tilde{C}^{down}] = B \cdot E_Q[\tilde{C}_T]$$

Если депозит с процентной ставкой R используется как нумерация, это выражение может быть упрощено:

$$C = B \cdot [q \cdot \tilde{C}^{up} + (1-q) \cdot \tilde{C}^{down}] = B \cdot \left[ q \cdot \frac{C^{up}}{1+R} + (1-q) \cdot \frac{C^{down}}{1+R} \right]$$

$$= \frac{q \cdot C^{up} + (1-q) \cdot C^{down}}{1+R} = \frac{E_Q[C_T]}{1+R}$$

Общая формула для биномиальной вероятности q:

$$q = \frac{\tilde{S} - \tilde{S}^{down}}{\tilde{S}^{up} - \tilde{S}^{down}} = \frac{\frac{100}{1} - \frac{90}{1.1}}{\frac{140}{1.1} - \frac{90}{1.1}} = 0.4$$

Эта вероятность точно является вероятностью мартингала!

Оценка финансовых инструментов строением меняющегося портфеля ценных бумаг предполагает, что относительная цена инструмента уравнивается ожидаемой относительной ценой по истечении срока.

Если депозит рынка денег используется как нумерация, арбитражно-свободная стоимость инструмента равняется дисконтированной ожидаемой выплате.

- Только использование вероятностей мартингала для получения ожидаемых доходов арбитражно-свободной стоимости.

$$E_Q[S_T - S] = S^{up} \frac{\bar{S} - S^{down}}{S^{up} - S^{down}} + S^{down} \left( 1 - \frac{\bar{S} - S^{down}}{S^{up} - S^{down}} \right) - S =$$

$$= \frac{1}{S^{up} - S^{down}} [\bar{S}^{up} S - S^{up} S^{down} + S^{up} S^{down} - S^{down} \bar{S}^{down} - S^{down} \bar{S} + S^{down} S^{down} - S^{up} \bar{S} + S^{down} S] = 0$$

### Интерпретация

Арбитражно-свободная стоимость спроса равняется его дисконтированной ожидаемой выплате. Мартингалы вероятности, используемые для получения ожидаемого, не зависят от актуальных или эмпирических вероятностей. Ожидаемая выплата дисконтируется ставкой возврата нумерации. Премия за риск не играет никакой роли.

Арбитражно-свободная стоимость – рискованно нейтральная стоимость:

- Стоимость финансового инструмента не зависит от рискованных преимуществ (льгот), которые могут быть зарегистрированы в рискованных премиях.
- Стоимость финансового инструмента не зависит от эмпирических вероятностей.
- В рискованном нейтральном мире ожидаемая прибыль (отдача) всех фондов идентична прибылям нумерации.
- Это особенно важно, если все относительно стоимостные процессы является мартингалами.

Предположим, что  $S$  и  $B$  независимы.

Рискованная нейтральность:

$$E\left[\frac{\Delta S}{S}\right] = E\left[\frac{\Delta B}{B}\right]; \quad E[S_T - S] = \frac{S}{B} E[B_T - B]$$

$$E\left[\frac{S_T}{B_T}\right] = \frac{S}{B} \quad \Rightarrow \quad \text{martingale property}$$

## Общий оценочный принцип

Исходя из свойств мартингала, может быть вычислено следующее:

$$E_Q \left[ \frac{S_T}{B_T} \right] = \frac{S}{B} \quad \rightarrow \quad S = B \cdot E_Q \left[ \frac{S_T}{B_T} \right]$$

Арбитражно-свободная цена арбитражно-финансового инструмента является ожидаемой стоимостью дисконтного платежа, умноженного на текущую цену нумерации. Ожидание принимается за меру мартингала. Под этой мерой все ожидаемые стоимостные изменения равны нулю и доходы всех фондов равны прибыли нумерации.

### Оценка стохастической процентной ставки

Депозит рынка денег в качестве нумерации:

$$S = B \cdot E_Q \left[ \frac{S_T}{B_T} \right] \quad \rightarrow \quad S = E_Q \left[ \frac{S_T}{1 + R} \right]$$

Помните, что  $1+R$  в данный момент является случайным и неустойчивым. Принятие коэффициента ожидания может быть неподходящим (Васи сек, Кох – Ингерсол – Росс).

Часто  $R$  принимается постоянной (Блек – Шолес, Кох – Росс – Рубинштейн). Для процентных ставок и FX-производных это предположение является спорным.

Нулевая облигация со сроком  $T$  в качестве нумерации:

$$S = B \cdot E_Q \left[ \frac{S_T}{B_T} \right] \quad \rightarrow \quad S = P(T) \cdot E_Q \left[ \frac{S_T}{1} \right]$$

С тех пор как стоимость нумерации по истечении срока известна заранее, ожидаемая выплата просто умножается (снижается) на цену нулевой облигации.

Этот способ (метод) является стандартно-рыночной практикой для оценки процентной ставки, неустойчивой к производным.

Эта мера вероятности известна как заблаговременная мера для срока  $T$ .

Помните, что  $S_1 / P_1(T)$  является форвардной ценой актива.

По форвардной мере все форвардные цены являются мартингалами.

### Первое применение фундаментальной теоремы ценообразования актива

Непрерывно составленный депозит рынка денег с годовой ставкой  $r$  используется в качестве нумерации,  $r$  – принимается постоянной.

Распределение  $S_T$  данной  $S_0$  принимается как логнормальное с колебанием  $\sigma^2 T$  для всех  $T > 0$ .

Продление мульти-периода двучленной модели с одним периодом.

Пусть  $S_{t+1}$  будет  $u S_t$  на верхней ступени и  $d S_t$  на нижней ступени.

$d = 1/u$  является многозначным и необходимым условием для биномиальной решетки (пересобъединение дерева).

Кокс, Росс и Рубинштейн (1979) показали, что в биномиальной решетке условие гарантирует  $S_T$  приближение к логнормальному с колебанием  $\sigma^2 T$  для шагов очень маленьких размеров.

В CRR модель мартингала вероятности определяется следующим образом:

$$q = \frac{e^{r \cdot \text{stepsize}} - u^{-1}}{u - u^{-1}}$$

*Пример:* Текущая цена не-дивидендной оплачиваемой акции 100 и его изменчивость 20 % р.а. Продолжительный курс депозита является 5% р.а.. Вычислите стоимость шестимесячного спроса с бастующей ценой 100. Используйте четырехмерную биномиальную решетку.

Размер шагов:  $0.5 / 4 = 0.125$  годы

Изменчивость за шаг:  $0.2 \cdot 0.125 = 0.025$

Дисконтный фактор за шаг:  $e^{-0.125 \cdot 0.05} = 0.99377$

Нарастающий фактор за шаг:  $1/0.99377 = 1.00627$

Умножитель  $u$ :  $e^{0.025} = 1.0253$

1 шаг:

$S^{\text{up}} = 100 \cdot 1.0253 = 102.53$      $S^{\text{down}} = 100 / 1.0253 = 97.52$

2 шаг:

$S^{\text{up, up}} = 102.53 \cdot 1.0253 = 105.10$      $S^{\text{down, down}} = 97.52 / 1.0253 = 95.10$

$S^{\text{up, down}} = S^{\text{down, up}} = 102.53 / 1.0253 = 99.97$      $S^{\text{down, up}} = 97.52 \cdot 1.0253 = 100.00$

## Определение мартингала вероятностей:

$$q = \frac{1.00627 - 1/1.0733}{1.0733 - 1/1.0733} = 0.5266$$

Рекурсивное вычисление премиальных стоимостей с шагом  $n = 3$ :

$$C_n = 0.99377 \left( 0.5266 C_{n+1}^{up} + (1 - 0.5266) C_{n+1}^{down} \right) \quad \text{with } C_T = S_T - K$$

Underlying Call				
			123.63 24.25	132.69 32.69
		115.19 16.43		115.19 15.19
	107.33 10.56		107.33 7.95	
100.00 6.55		100.00 4.16		100.00 0.00
	93.17 2.18		93.17 0.00	86.81 0.00
		86.81 0.00		
			80.89 0.00	75.36 0.00
n=0	n=1	n=2	n=3	n=4

Дальнейшее применение фундаментальной теоремы ценообразования активов:

- Принятие в качестве CRR модели (устойчивое  $r$ ; логнормальное с постоянным колебанием).

- Прямое требование общего принципа оценки.

При этих условиях арбитражно-свободная цена финансового инструмента  $C$  определяется:

$$C = B \cdot E_Q \left[ \frac{C_T}{B_T} \right] = e^{-rT} \cdot E_Q [C_T]$$

Для Европейского колл-опциона эта проблема снижается

$$C = e^{-rT} \cdot \int_K (S_T - K) \cdot f(S_T) \cdot dS_T$$

где  $f(\cdot)$  обозначает плотную логнормальную функцию меры мартингала.

**Вопрос:** Что является правильными параметрами меры мартингала?

**Ответ:** Согласно теореме Гирсанова, параметр неустойчивости (колебания) равняется эмпирическому колебанию  $\sigma^2 T$ , ожидаемая стоимость равняется  $E\{S_T\} = S \cdot e^{rT}$ , т. е. ожидаемая фондовая цена не зависит от эмпирически начисленного роста курса.

Решение этого интеграла является знаменитой формулой Блека-Шулца

$$C = S \cdot N(d_1) - e^{-rT} \cdot K \cdot N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln(S/K) + (r + \sigma^2/2) \cdot T}{\sigma \cdot \sqrt{T}} \quad d_2 = d_1 - \sigma \cdot \sqrt{T}$$

где  $N(\cdot)$  обозначает функцию совокупности плотности стандартно нормального распространения.

*Пример:* Вычислите арбитражно-свободную стоимость европейского колл-опциона по модели Блека-Шулеса по данным затратам.

$$S = 120, K = 130, \sigma = 20\% \text{ p.a.}, r = 5\% \text{ p.a.}, T = 0.5$$

$$d_1 = \frac{\ln(120/130) + (0.05 + 0.2^2/2) \cdot 0.5}{0.2 \cdot \sqrt{0.5}} = -0.3185$$

$$d_2 = -0.4599$$

$$d_2 = -0.4599$$

На основе нулевой облигации со сроком до истечения срока в качестве нумерации и логнормальности арбитражно-свободной цены финансовый инструмент  $C$  определяется формулой:

$$C = B \cdot E_Q \left[ \frac{C_T}{B_T} \right] = P_T \cdot E_Q [C_T]$$

Интеграл решается теперь следующим образом:

$$C = P_T \cdot \int_K^{\infty} (F_T - K) \cdot f(F_T) \cdot dF_T$$

где мы используем факт, что преждевременная цена  $F$  основного фонда равняется спот-цене  $S$  по истечении срока.

Решение этого интеграла является формулой Блека (1976):

$$C = P_T \cdot [F \cdot N(D_1) - K \cdot N(D_2)]$$

$$d_1 = \frac{\ln(F/K) + \sigma_F^2/2 \cdot T}{\sigma_F \sqrt{T}} \quad d_2 = d_1 - \sigma_F \sqrt{T}$$

Что изменилось? Форвардная цена теперь принимается как логнормальная с параметром неустойчивости  $\sigma_F$  и нет предположений, сделанных по поводу постоянно продолжительного процентного курса.

Формула Блека является рыночно-стандартной для оценки процентных зависимых акций.

### Краткие выводы

Финансовые рынки охватывают множество методов и инструментов для заимствования и предоставления ссуды, которые облегчают инвестиции, потребление, экономию и выбор удобного времени для закупки и продажи товаров и услуг. Заемщики – это, главным образом, бизнесмены, частные инвесторы и правительственные органы с разнообразными потребностями в финансировании. Кредиторы – это бизнесмены и частные инвесторы со сбережениями или наличными деньгами в избытке, готовые вложить капитал. Многие объекты попадают в обе категории. Финансовые учреждения, включая коммерческие



банки, инвестиционные банки и компании страхования – промежуточное звено между заемщиками и кредиторами. Кроме того, широкое разнообразие финансовых инструментов позволяет заемщикам продавать их собственные ценные бумаги с помощью инвестиционных банков, а также полагаясь на посреднические услуги коммерческих банков.

Активные финансовые рынки помогают потенциальным заемщикам и кредиторам находить наиболее выгодные сроки и процентные ставки. В процессе организации рынка сбережения размещаются по пользователям, предлагающим самые высокие возврат и процентные ставки. Определение уровня и структуры ставки процента в соответствии с указанным сроком – это сложный процесс. При любом сроке ставки отличаются от других инструментов, если они имеют различный риск кредита, налога, или характеристики конкурентоспособности, или если они доступны различным классам кредиторов. Величина ставки процента двух финансовых инструментов того же самого срока может изменяться, если восприятие таких характеристик изменяется.

#### **Контрольные вопросы:**

1. Охарактеризуйте понятие денежного рынка и его инструментов.
2. Что такое рынок ценных бумаг и его инструменты?
3. Определение своп рынка и его инструменты.
4. Какие операции называются финансовыми фьючерсами?
5. Дайте определение понятию опцион.

## Заключение

Анализ текущих тенденций в деятельности коммерческих банков на рынке ценных бумаг позволяет сделать следующие выводы о тенденциях формирования портфеля ценных бумаг.

Вложения банков в ценные бумаги составляют незначительную долю их совокупных активов. Банки формируют портфель ценных бумаг в основном из государственных краткосрочных облигаций, акций предприятий и корпоративных облигаций. Государственные краткосрочные облигации, исходя из уровня ликвидности, сложившейся доходности и налоговых льгот, продолжают оставаться достаточно привлекательным финансовым инструментом для коммерческих банков. Основными инвесторами на этом рынке выступают крупные коммерческие банки, обладающие значительными ликвидными ресурсами. Объем вложений банков в акции хозяйствующих субъектов остается на низком уровне. В последнее время наиболее динамично расширяется объем вложений банков в корпоративные облигации, которые характеризуются сравнительно высокой доходностью и ликвидностью.

Рассматривая перспективы расширения деятельности банков на рынке ценных бумаг, следует отметить, что в настоящее время банки рассматривают вложения в фондовые активы более рискованными и менее прибыльными по сравнению с банковским кредитованием. Представляется, что активизация деятельности банков на рынке ценных бумаг будет способствовать дальнейшему снижению рисков и повышению привлекательности вложения в фондовые активы. В этой связи важнейшими мероприятиями должны стать реструктуризация и приватизация крупных предприятий; повышение прозрачности акционерных обществ; развитие системы корпоративного управления; создание ликвидного вторичного рынка многих ценных бумаг. В перспективе коммерческие банки могут выступить важным источником повышения капитализации фондового рынка республики.

На наш взгляд, основными сдерживающими факторами на пути дальнейшей активизации деятельности коммерческих банков на рынке ценных бумаг и диверсификации их инвестиционного портфеля являются следующие: низкий уровень прозрачности многих акционерных обществ; неразвитость системы корпоративного управления; неустойчивое финансовое положение предприятий-эмитентов, отсутствие ликвидного вторичного рынка многих ценных бумаг. Соответственно работы по развитию рынка ценных бумаг в республике и активизации участия коммерческих банков в этом процессе должны быть сосредоточены в следующих направлениях.

**Реструктуризация и приватизация крупных предприятий.** Различные ассоциации, холдинги и концерны, образованные на базе бывших министерств и государственных комитетов, напрямую или косвенно осуществляют контроль за деятельностью многих акционерных обществ. В течение долгого периода в отношении таких предприятий осуществлялась политика мягких бюджетных ограни-

чений, т. е. выдача правительственных гарантий на получение банковских кредитов; включение их проектов в государственную инвестиционную программу, дающее право на получение различных финансовых и фискальных льгот; реструктуризация задолженности перед государственным бюджетом и т.д. Очевидно, при таких условиях эти предприятия были не заинтересованы в получении доступа на фондовый рынок и финансировании своих инвестиций за счет открытого размещения ценных бумаг на финансовом рынке. Реструктуризация и приватизация крупных предприятий должна способствовать эффективному распределению финансовых ресурсов и развитию фондового рынка республики.

Публикуемые в настоящее время проспекты эмиссии и отчеты о финансовых результатах деятельности акционерных обществ не дают инвесторам информации, необходимой для принятия эффективных инвестиционных решений. На такой базе крайне сложно вывести какие-то тенденции зависимости, перспективы и привлечь тем самым внимание потенциальных акционеров. Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг (ЦКК) должен принимать решительные меры по выполнению требований законодательства об обязательной публикации эмитентом результатов своей деятельности. Фондовая биржа должна несколько ужесточить требования к листингу акционерных обществ в части предоставления финансовой отчетности и другой информации об их деятельности. В отношении вторичного рынка ценных бумаг необходимо добиваться периодических публикаций (т. е. квартальных, полугодовых и годовых) отчетов о результатах финансовой деятельности предприятий, что будет способствовать повышению ответственности менеджмента акционерных обществ перед акционерами, кредиторами и потенциальными инвесторами.

Важное значение имеет обеспечение достоверности финансовой отчетности акционерных обществ путем осуществления независимой аудиторской проверки. Независимый аудит предоставляет пользователям отчетности дополнительное подтверждение данных о результатах деятельности предприятия. В настоящее время качество и стандарты аудита, осуществляемого многими ответственными аудиторскими организациями, не соответствуют международным стандартам. Кроме того, акционерные общества публикуют только определенную часть финансовых отчетов, а полная годовая финансовая отчетность, включая примечания к финансовым отчетам, раскрывающие основные аспекты системы внутреннего контроля и бухгалтерскую политику предприятия, а также рекомендации внешних аудиторов, остаются недоступными для акционеров, кредиторов и других внешних пользователей. Необходимо координировать работу регуляторов финансового рынка (ЦКК, Центральный банк и др.) и независимых профессиональных объединений (Ассоциация бухгалтеров, Палата аудиторов) в целях повышения качества аудита акционерных обществ и раскрытия информации для общественности.

## ГЛОССАРИЙ

**Акцептант репо** – сторона, заключившая с инициатором репо сделку в торговой системе.

**Акционерным обществом** признается хозяйствующий субъект, уставный фонд которого разделен на определенное число акций, удостоверяющих обязательства общества по отношению к акционерам.

**Акция** – ценная бумага без установленного срока действия, удостоверяющая внесение юридическим или физическим лицом определенного вклада в уставный фонд акционерного общества, подтверждающая участие ее владельца в собственности данного общества и дающая ему право на получение дивиденда и, как правило, на участие в управлении этим обществом.

**Андеррайтер** – инвестиционный институт или коммерческий банк, осуществляющий андеррайтинговую деятельность.

**Андеррайтинговая деятельность (андеррайтинг)** – деятельность по оказанию услуг по организации выпуска и/или гарантированного размещения ценных бумаг эмитента на условиях, определяемых договором между андеррайтером (андеррайтерами) и эмитентом.

**Базисный актив** – ценные бумаги акционерных обществ, лежащие в основе ПЦБ и обращающиеся на рынке ценных бумаг Узбекистана.

**Векселем** является ценная бумага, удостоверяющая безусловное обязательство векселедателя либо иного указанного в векселе плательщика выплатить по наступлении предусмотренного векселем срока определенную сумму владельцу векселя.

**Глобальный сертификат** – документ, оформляющий весь выпуск ПЦБ (или его часть) в безналичной форме и хранящийся в депозитарии, включающий в себя все реквизиты, требуемые для единичного сертификата, перечень общих условий эмиссии и обращения данного выпуска ПЦБ.

**Депозитарий клиента** – юридическое лицо, осуществляющее в установленном законодательством порядке депозитарную деятельность и осуществляющее хранение и/или учет прав собственности на ценные бумаги клиента.

**Депозитарной деятельностью** признается оказание услуг по хранению ценных бумаг и (или) учету прав на эти ценные бумаги.

**Депозитный сертификат** – это свидетельство банка-эмитента о вкладе денежных средств, удостоверяющее право вкладчика или его правопреемника на получение по истечении установленного срока суммы вклада и процентов по нему.

**Договор об оказании андеррайтинговых услуг** – договор между эмитентом, выпускающим ценные бумаги, которые должны быть размещены по определенной цене, с одной стороны и андеррайтером (андеррайтерами) с другой.

**Инвестиционный институт** – созданное в соответствии с законодательством Республики Узбекистан юридическое лицо, которое осуществляет свою деятельность с ценными бумагами как основную.

**Инвестиционный меморандум** – предварительный информационный пакет документов, предназначенный для предоставления инвесторам, который включает в себя всю необходимую информацию об эмитенте и не содержит деталей сделки и информацию о цене размещения ценных бумаг.

**Инвестор** – физическое или юридическое лицо, приобретающее ценные бумаги от своего имени и за свой счет. Иностранные граждане и юридические лица могут выступать на рынке ценных бумаг в Республике Узбекистан в качестве инвесторов в соответствии с законодательством Республики Узбекистан.

**Инициатор репо** – сторона, выставившая заявку в торговой системе с предложением принять участие в сделке репо.

**Казначейские обязательства Республики Узбекистан** – вид ценных бумаг на предъявителя, удостоверяющих внесение их владельцами денежных средств в бюджет и дающих право на получение фиксированного дохода в течение всего срока владения этими ценными бумагами.

**Клиент** – физическое или юридическое лицо (в том числе иностранное), оформившее заявку на покупку или продажу ценных бумаг в СВТ.

**Клирингом** признается деятельность по определению, уточнению и зачету взаимных обязательств, предусматривающая осуществление операций по сбору, сверке, корректировке информации по сделке и подготовке бухгалтерских документов для исполнения гражданско-правовых сделок с ценными бумагами.

**Корпоративные ценные бумаги** (в дальнейшем – ценные бумаги) – ценные бумаги, выпущенные хозяйствующими субъектами в наличной или безналичной форме.

**Минимальный уставный фонд** открытого акционерного общества должен составлять не менее суммы, эквивалентной пятидесяти тысячам долларов США по курсу Центрального банка Республики Узбекистан на дату государственной регистрации общества, а закрытого акционерного общества – не менее двухсоткратного размера минимальной заработной платы, установленной законодательством на дату государственной регистрации общества.

**Облигация** – ценная бумага, удостоверяющая внесение ее владельцем денежных средств и подтверждающая обязательство возместить ему номинальную стоимость ценной бумаги в предусмотренный в ней срок с выплатой фиксированного процента (если иное не предусмотрено условиями выпуска).

**Опцион** – договор, дающий право его владельцу приобрести ценные бумаги по оговоренной в контракте цене в установленный срок.

**Организатор внебиржевых торгов** – профессиональный участник рынка ценных бумаг (инвестиционный институт), осуществляющий деятельность по организации внебиржевой торговли ценными бумагами на основании соответствующей лицензии уполномоченного государственного органа по регулированию рынка ценных бумаг.

**Организатор торгов** – юридическое лицо, осуществляющее в установ-

ленном порядке деятельность по организации биржевой или внебиржевой торговли ценными бумагами, заключившее договор с РСП о взаимодействии.

**Организованный внебиржевой рынок ценных бумаг** – сфера обращения ценных бумаг в системах внебиржевых торгов ценными бумагами (СВТ), организованных инвестиционными институтами.

**Партнер организатора внебиржевых торгов** – инвестиционный институт или коммерческий банк, заключивший договор о взаимодействии с организатором внебиржевых торгов на право сбора заявок на покупку и продажу ценных бумаг от физических и юридических лиц – своих клиентов и передачу этих заявок в СВТ.

**Переуступка прав (цессия)** оформляется на оборотной стороне именного опциона либо на дополнительном листе – аллонже.

**Покупатель (держатель) ПЦБ** – лицо, приобретающее право (или обязательство) продажи или покупки базисного актива.

**Продавец ПЦБ** – лицо, берущее на себя обязательство поставить или принять базисный актив по требованию покупателя ПЦБ.

**Производные ценных бумаг** – ценные бумаги, доход (убытки) которых зависит от значений одного или нескольких рыночных показателей (индексов). Производные ценных бумаг могут выпускаться в виде опционов, фьючерсов и других финансовых инструментов.

**Производные ценных бумаг (ПЦБ)** – ценные бумаги, доход (убытки) которых зависят от значений одного или нескольких рыночных показателей (индексов), являющихся их базисным активом.

**Пункт приема заявок (ППЗ)** – территориально обособленное подразделение организатора внебиржевых торгов или подразделения его партнера, осуществляющее прием, ввод и первичную обработку заявок на покупку и продажу ценных бумаг и передачу их в СВТ.

**Расчетно-клиринговая палата (организация) (РСП)** – профессиональный участник рынка ценных бумаг (инвестиционный институт), осуществляющий расчетно-клиринговые операции по сделкам с ценными бумагами на основании соответствующей лицензии уполномоченного государственного органа по регулированию рынка ценных бумаг.

**Репо-соглашение** – соглашение, заключаемое сторонами сделки для совершения сделки репо, определяющее ценовые и иные условия, а также сроки данной сделки.

**Рынок ценных бумаг** – система отношений физических и юридических лиц, связанных с выпуском, обращением и погашением ценных бумаг.

**Сделка репо** – сделка купли-продажи корпоративных ценных бумаг с условием их обратного выкупа.

**Система внебиржевых торгов (СВТ)** – электронная система внебиржевых торгов ценными бумагами, организованная инвестиционными институтами, обеспечивающая сбор и удовлетворение заявок на покупку и продажу ценных бумаг.

**Срок действия ПЦБ** – период (или конкретная дата), в течение которого держатель ПЦБ может реализовать свое право покупки или продажи базисного актива.

**Торговый счет** – совокупность записей в учетных регистрах Центрально-го депозитария, предназначенная для хранения ценных бумаг депонента и учета прав на ценные бумаги, выставляемые на организованные торги.

**Уполномоченный государственный орган по регулированию рынка ценных бумаг** – Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг.

**Участниками рынка ценных бумаг** являются эмитенты ценных бумаг, инвесторы, инвестиционные институты, а также их объединения (ассоциации), фондовые биржи (фондовые отделы бирж), уполномоченные государством органы по регулированию и координации рынка ценных бумаг и другие.

**Участники торгов** – члены РКП или клиенты, принимающие участие на организованных торгах для заключения сделок с ценными бумагами от своего имени и за свой счет или для своих клиентов.

**Фондовая биржа** – организация, исключительным предметом деятельности которой является обеспечение необходимых условий нормального обращения ценных бумаг, определение их рыночных цен (цен, отражающих равновесие между спросом и предложением на ценные бумаги) и надлежащее распространение информации о них, поддержание высокого уровня профессионализма участников рынка ценных бумаг.

**Фьючерс** – ценная бумага (контракт), удостоверяющая безусловное обязательство на покупку или продажу определенных ценных бумаг и иных финансовых инструментов по установленной в контракте цене на определенную в будущем дату.

**Ценные бумаги** – денежные документы, удостоверяющие имущественные права или отношения займа между выпускавшим их лицом и их владельцем, предусматривающие выплату дохода в виде дивидендов или процентов и возможность передачи прав, вытекающих из этих документов, другим лицам.

**Центр** – Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг Госкомимущества Республики Узбекистан.

**Член РКП** – профессиональный участник рынка ценных бумаг, подписавший договор с РКП о проведении расчетно-клиринговых операций по совершенным им сделкам на рынке ценных бумаг.

**Эмиссия ценных бумаг** – выпуск ценных бумаг в обращение путем продажи их первым владельцам (инвесторам) – юридическим и физическим лицам.

**Эмитент** – юридическое лицо, осуществляющее выпуск ценных бумаг в соответствии с действующим законодательством и несущее от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг.

**Эмитент ценных бумаг** – юридическое лицо или государственный орган, выпускающий ценные бумаги и несущий от своего имени обязательства по ним перед владельцами ценных бумаг.

## ЛИТЕРАТУРА

1. *Рот Алан, Захаров А., Миркин Я., Бернард Ричард, Баренбойм Петр, Берн Бруксли.* Основы государственного регулирования финансового рынка. – М., 2002.
2. *Брюс Гринвалд, Джозеф Е. Стиглиц, Висс Эндрю.* Информационные дефициты в капитале. Рыночные и макроэкономические колебания // *Американский экономический обзор.* № 74 (1984): 194-199 с.
3. *Биржевое дело.* Учебник. / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басона. – М.: Финансы и статистика, 1999. – С. 68.
4. *Галанова В.А., Басова А.И.* Рынок ценных бумаг. – М., 2004.
5. *Дементьева А.Г.* Корпоративные финансы. – М.: Инфра-М. 2003.
6. *Дж. Акерлоф.* Рынок для «лимонов»: Качество, неуверенность и рыночный механизм. Ежеквартальный журнал экономики. № 84 (1970): 488–500.
7. *Ефимова М.Р.* Финансово-экономические расчеты для менеджеров. – М.: Инфра-М, 2004. –185 с.
8. *Ежеквартальный аналитический бюллетень «Обзор финансовых рынков Узбекистана».* № 4, № 5. 2004.
9. *International Federation of Stock Exchanges. Focus Monthly Newsletter.* – 2001. – №100. – P.10.
10. *Красавина Л.Н.* Международные валютно-кредитные и финансовые отношения». Учебник второе издание. – М.: «Финансы и статистика». 2003. – 608с.
11. *Мазурина Т.Ю., Скамай Л.Г.* Финансы фирмы. – М.: Инфра-М, 2004.
12. *Поляк Г.Б.* Финансы. – М.: ЮНИТИ, 2004.
13. *Суттин А.А.* Международный финансовый рынок: Учебно-методический комплекс. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2004. –41с.
14. *Shleifer A., Vishny R.W.* A Survey of Corporate Governance. – US:National
15. *Bureau of Economic Research.* – NBER Working Papers Series. –1996. –P.P.27–28.
16. *Стюарт Маерс.* Общее финансирование и инвестиционные решения. – Журнал финансов экономики. № 13, США (1984): 187–221.
17. *Stefan Pichler.* Financial markets and instruments. Doctoral program. Austria, Wien. 2000.
18. *Черный Б.В.* Об инфраструктуре современного валютного рынка // *Экономика, управление, культура.* – М., 2000. – С. 54.
19. [www.mirkin.ru](http://www.mirkin.ru)
20. [www.feas.org](http://www.feas.org)
21. [www.fese.be](http://www.fese.be)
22. [www.fibv.com](http://www.fibv.com)
23. [www.imf.org](http://www.imf.org)
24. [www.iosco.org](http://www.iosco.org)
25. [www.isma.org](http://www.isma.org)



О.М. АЗИЗОВ  
З. КАРИМОВА

# **ФИНАНСОВЫЕ РЫՇКИ И ИНСТРУМЕНТЫ**

*Учебное пособие*

Редакторы *Алехина З.Ф., Ключева О.Н.*  
Компьютерная верстка *Маманова Н.*

О'zbekiston faylasuflari milliy jamiyati nashriyoti, 700029, Toshkent shahri, Buyuk  
Turon ko'chasi, 41.

Terishga berildi 01.10.2006-y. Bosishga ruxsat etildi 22.12.2006-y. Bichimi 60x84<sup>1/16</sup>. Bosma  
tabog'i 12,0. Adadi 1000 nusxa. Bahosi shartnoma asosida.

**“Ma'rifat-Print” MCHJ bosmaxonasida chop etildi. 700117, Toshkent  
shahri, Sugalli Ota ko'chasi, 7<sup>a</sup>-uy.**

**O'zbekiston faylasuflari milliy  
jamiyati nashriyoti**