

Лекция 13 «Виды финансовых рынков»

Финансовый рынок, как и любой другой рынок, это лишь способ соединения продавцов и покупателей. На финансовом рынке продаются и покупаются долговые (облигации) и долевыми (акции) ценные бумаги. Однако могут быть различия, связанные с типами продаваемых бумаг, организацией торговли ими, а также с тем, кто является покупателями и продавцами.

Финансовый рынок может быть первичным и вторичным. Термин «первичный рынок» указывает на первую продажу ценных бумаг государством или корпорациями. Вторичный рынок – это рынок, где эти финансовые инструменты покупаются и продаются после первоначальной реализации.

Долевые ценные бумаги (акции) выпускаются корпорациями. Долговые ценные бумаги (облигации) эмитируются как государством, так и корпорациями.

Финансовый рынок является объектом управления со стороны государства. Как объект управления, он характеризуется следующими параметрами:

- емкостью и конъюнктурой рынка;
- сбалансированностью спроса и предложения на финансовые инструменты;
- условиями их реализации;
- уровнем финансового риска и доходности ценных бумаг.

Под емкостью финансового рынка понимается возможный годовой (месячный) объем продажи определенного вида ценных бумаг при сложившемся соотношении спроса и предложения на него. Различают благоприятную и неблагоприятную ситуации на финансовом рынке. В последнем случае спрос на финансовые активы значительно ниже их предложения.

Изменение конъюнктуры на рынке проявляется в движении рыночной цены. Нормальное развитие финансового рынка требует установления правильного соотношения между спросом и предложением на финансовые активы, их сбалансированности. В таком случае они продаются и покупаются по равновесным ценам.

Спрос и предложение должны находиться в динамическом развитии, которое обеспечивает беспрепятственную реализацию предлагаемых на рынке финансовых инструментов при одновременном удовлетворении спроса на них. На развитом рынке финансовые активы обладают часто большей ликвидностью, чем многие промышленные товары. Их можно сразу купить и продать, что создает благоприятные условия для «игры» на повышение или понижение курсов ценных бумаг. Поэтому один и тот же субъект финансового рынка может выступать в роли продавца или покупателя ценных бумаг (посредством заключения срочных контрактов – опционов и фьючерсов). Между риском и доходностью ценных бумаг существует прямая зависимость. Чем рискованнее бумага (например, акция «молодой» компании), тем выше должен быть и предлагаемый по ней доход.

Финансовый рынок представляет собой систему относительно самостоятельных сегментов. Например, рынки корпоративных ценных бумаг, государственных долговых обязательств, производных фондовых инструментов.

По широте охвата можно выделить международный и внутренний финансовые рынки. В свою очередь внутренний рынок делится на региональные рынки, образуемые финансовыми центрами (фондовыми биржами, крупными банками, финансовыми компаниями и т. д.). На региональных рынках могут обращаться облигации субфедеральных займов. В качестве товара на внутреннем финансовом рынке выступают:

- ценные бумаги – эмиссионные и коммерческие;
- ценные бумаги, представляющие безусловное долговое обязательство страховых компаний, негосударственных пенсионных фондов и других финансовых посредников;
- валютные ценности (иностранная валюта и ценные бумаги, выраженные в иностранной валюте);
- драгоценные металлы и камни;
- деньги (рублевые банкноты, депозитные и сберегательные сертификаты).

Денежные средства, полученные корпоративными группами с финансового рынка, используются на следующие цели:

- средства, полученные от первичного выпуска акций, служат источником формирования уставного капитала, предусмотренного учредительными документами;
- средства, поступившие от дополнительной эмиссии акций, направляются на увеличение уставного капитала;
- средства, вырученные от продажи корпоративных облигаций, могут быть направлены на финансирование реальных активов (капитальных вложений);
- эмиссионный доход акционерного общества служит источником пополнения добавочного капитала;
- коммерческие векселя выступают в форме платежного средства во взаимоотношениях с партнерами.

Следовательно, средства, поступившие акционерным обществам с финансового рынка, повышают их финансовую устойчивость и платежеспособность, а также создают финансовую базу для экономического роста. Ориентация на альтернативные издержки в ходе обоснования финансовых решений превращает предприятие в открытую финансовую систему. Эффективность его деятельности определяется не только состоянием производственного потенциала или квалификацией рабочих, но и такими внешними факторами как уровень процентной ставки, темпы инфляции, общее состояние экономики страны, а также состояние мировой экономики.

В своей повседневной деятельности предприятию постоянно приходится ощущать присутствие еще одного экономического субъекта помимо своих покупателей, поставщиков, органов госрегулирования и т.п. Этим субъектом является рынок, оказывающий решающее воздействие на все аспекты работы предприятия: снабжение, производство, сбыт, в том числе и на его финансы. Спрос на продукцию предприятия

находит отражение в ценах, по которым она может быть продана. Рыночная цена является ориентиром при формировании производственной программы предприятия – продавать продукцию по цене ниже рыночной означает увеличение его альтернативных издержек, пытаться продать ее дороже бесполезно.

Аналогичным образом обстоит ситуация со всеми факторами производства: материальными ресурсами, оборудованием, рабочей силой. Для каждого из них существует соответствующий рынок, на котором концентрируется информация о спросе и предложении на данный ресурс и формируется его цена.

Финансовые ресурсы или капитал является таким же производственным фактором как сырье или основные фонды. Для достижения своей основной цели – увеличения богатства владельцев – предприятию постоянно приходится изыскивать новые возможности доходного вложения своих активов. Очень часто принимаемые предприятием инвестиционные проекты требуют привлечения дополнительного капитала. В случае недостаточности внутренних ресурсов (чистой прибыли и амортизации) предприятие может приобрести недостающий ему капитал на финансовом рынке. Ценой привлекаемого капитала будет являться доход, выплачиваемый предприятием инвестору (банковский процент, купонная ставка по облигациям, дивиденды по акциям и т.п.).

Предприятие может выступать на финансовом рынке не только как покупатель, но и как продавец. В случае, если у него имеется избыточный собственный оборотный капитал и отсутствуют инвестиционные возможности, способные принести ему приемлемую ставку дохода, предприятие может осуществить финансовые вложения – приобрести ценные бумаги или разместить свободные средства на банковском депозите. Тем самым оно попытается хотя бы частично возместить альтернативные издержки владения денежными средствами. Покупая ценные бумаги других эмитентов, предприятие продает им свой временно свободный капитал. Его ценой в этом случае опять-таки выступает ставка дохода, выплачиваемая по приобретаемым финансовым вложениям.

Финансовые рынки осуществляют практически все те же функции, что и их товарно-сырьевые аналоги – они обеспечивают участников всей необходимой информацией о спросе и предложении на ресурсы и формируют рыночные цены этих ресурсов. Реализация этих функций позволяет финансовым рынкам создавать возможности выбора для потребителей, способствовать управлению рисками, воздействовать на управление компаниями.

Вследствие большого разнообразия видов и форм различных финансовых инструментов, а также способов торговли ими, существуют различные финансовые рынки. Их можно классифицировать по нескольким признакам. В зависимости от длительности предоставляемых ресурсов различают рынки долгосрочного и краткосрочного капиталов. В последнем случае обычно говорят о денежных рынках, на них заключаются сделки сроком до 1 года. Денежные рынки подразделяются на кредитные и валютные рынки. На кредитных рынках предприятия и банки могут получить краткосрочные ссуды.

Предприятия обычно кредитуются в коммерческих банках. Сами банки привлекают краткосрочный капитал на рынке межбанковского кредита. Обще-признанным в мире ориентиром цены на такого рода кредиты служит ставка предложения на Лондонском межбанковском рынке (LIBOR). Эмиссия краткосрочных корпоративных облигаций также имеет распространение в развитых странах. Однако к такому способу приобретения краткосрочного капитала обычно прибегают только наиболее крупные компании, для которых издержки эмиссии имеют незначительный удельный вес в сравнении с объемом привлекаемых ресурсов. Для большинства средних и небольших предприятий краткосрочный банковский кредит обходится дешевле. Предпочтение краткосрочных заимствований можно объяснить высокой неопределенностью будущих темпов инфляции и процентной ставки.

Рынки долгосрочного капитала можно разделить на банковский и фондовый. На банковском рынке предприятие может получить долгосрочный кредит. Такая форма кредитования не имеет очень широкого распространения в нашей стране. Активное участие банков в формировании долгосрочного капитала предприятий наблюдается в основном в Японии и Германии. В других развитых странах коммерческие банки занимаются в основном краткосрочным кредитованием своих клиентов. Инвестиционные банки оказывают предприятиям помощь в размещении долгосрочных ценных бумаг и консультируют их по вопросам долгосрочных инвестиций и их финансирования. Основные операции таких банков осуществляются ими на фондовых рынках, а не в сфере прямого кредитования предприятий.

Фондовый рынок в настоящее время стал основным источником долгосрочного капитала для предприятий. По видам привлекаемого капитала его можно разделить на рынок собственного и заемного долгосрочного капитала, а также рынок гибридных инструментов (совмещающих в себе свойства как собственного, так и заемного капиталов). По содержанию совершаемых на нем сделок выделяют первичный и вторичный фондовый рынок. По способу организации торговли различают организованный и неорганизованный (over the counter – «через прилавок») рынки. В зависимости от особенностей обращающихся на рынке инструментов можно выделить рынки основных и производных (деривативов) ценных бумаг.

Приведенная классификация не является исчерпывающей и бесспорной. Например, довольно часто под фондовым рынком понимают торговлю только акциями предприятий, рассматривая рынки облигаций или деривативов как самостоятельные формы торговли. В данном контексте объединение разнообразных финансовых инструментов под рубрикой «фондовый рынок» объясняется, прежде всего, тем, что при помощи этих инструментов предприятие получает возможность приобрести финансовые ресурсы или фонды (funds), а также застраховать себя от возможных неблагоприятных изменений цен на эти инструменты. Существует значительное сходство в способах оценки этих инструментов, правилах торговли ими, определения их доходности и т.п. Все эти обстоятельства

представляются достаточным основанием для совместного рассмотрения вышеназванных финансовых инструментов.

Привлечение собственного капитала осуществляется предприятием путем эмиссии обыкновенных и привилегированных акций. Строго говоря, привилегированные акции являются в определенной степени гибридным инструментом, так как права, предоставляемые их держателям, во многом аналогичны правам кредиторов: обычно размер выплачиваемых по ним дивидендов фиксируется; выплата дивидендов производится в преимущественном порядке по отношению к дивидендам по обыкновенным акциям; держатели привилегированных акций не имеют права голоса на собраниях акционеров. Поэтому при расчете важнейших финансовых показателей (например, цены капитала), привилегированные акции рассматриваются отдельно от обыкновенных. Привлечение нового акционерного капитала происходит на так называемых первичных фондовых рынках, на которых акции продаются самим предприятием (или его представителями). Деньги от реализации акций формируют уставный капитал предприятия. Данная процедура называется первоначальным размещением (initial public offering – IPO). Однако наибольший объем сделок с ценными бумагами производится на вторичном рынке, где осуществляется “спекуляция” ими.

Казалось бы, для предприятий вторичный рынок не представляет никакого интереса, т.к. он не обеспечивает ему денежных притоков. На самом деле наличие вторичного «спекулятивного» рынка является абсолютной необходимостью для нормального функционирования первичного рынка акций. По закону инвестор не может вернуть предприятию – эмитенту купленные у него ранее акции и потребовать назад уплаченные за них деньги. Для него единственной возможностью избавиться от ставших ненужными бумаг является их перепродажа на вторичном рынке. Если таковой отсутствует или осуществление сделок на нем затруднено (неликвидный или низколиквидный рынок), то инвестор просто не станет покупать соответствующие акции в процессе их IPO. Не менее важной функцией вторичного рынка является регулярная котировка рыночных цен на обращающиеся акции. Рост или снижение рыночного курса является в конечном итоге самой важной оценкой эффективности работы предприятия. Руководство предприятия не может позволить себе роскоши «забыть» об этом после первичного размещения акций. В противном случае вход данной компании на финансовые рынки будет наглухо закрыт, если только ее владельцы вовремя не закроют вход в саму компанию не в меру «забывчивым» менеджерам.

Долгосрочный заемный капитал формируется путем эмиссии облигаций. Рынки облигаций также делятся на первичные и вторичные. Особенностью этих рынков является заметное присутствие на них наряду с предприятиями государства, муниципальных органов, а также различных правительственных агентств. Долгосрочные государственные облигации рассматриваются как наиболее надежные, поэтому корпорациям приходится повышать цены на привлекаемый ими долгосрочный заемный капитал.

Для формирования собственного капитала предприятия могут использоваться различные способы: частные предприятия формируют свое имущество за счет средств их владельцев; для хозяйственных обществ и товариществ гражданским законодательством предусмотрены разнообразные режимы вноса и возврата паев (долей) их участников и т.п. Тем не менее, мировая практика убедительно показывает преимущества акционерной формы владения предприятием. Особенно эти преимущества очевидны в случае крупных компаний, построенных на корпоративных принципах – с полным разделением функций собственности и управления предприятием. Акции таких корпораций могут приобретаться и покупаться на фондовом рынке. Организованный фондовый рынок функционирует на фондовых биржах, таких как Нью-Йоркская (NYSE), Лондонская, Токийская и др. Все большую конкуренцию традиционным формам проведения организованных торгов представляют глобальные компьютерные системы, позволяющие участникам рынка осуществлять сделки, не покидая своих офисов. Типичным представителем подобных систем является американская Система автоматической котировки Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (NASDAQ). В последнее время наблюдается значительно более быстрый рост именно этой системы, так как традиционно на ней котируются акции высокотехнологичных компаний, деятельность которых в настоящее время переживает период высокой активности вследствие широкого внедрения Internet-технологий.

Наряду с акциями на организованных рынках могут осуществляться и торговля облигациями (на Нью-Йоркской фондовой бирже имеется отдельное помещение для этих целей), однако основной объем сделок с долговыми бумагами производится на внебиржевом рынке. Поэтому, говоря об организованном фондовом рынке, обычно его отождествляют с рынком акций. Наряду с организованным фондовым рынком существует «стихийная» торговля акциями (over the counter), как правило, таким образом осуществляют первичное размещение своих акций новые небольшие компании. Большую помощь таким предприятием оказывает наличие рынка рискованного (венчурного) капитала, на котором инвесторы стремятся найти наиболее перспективные объекты вложения для своих ресурсов. Однако рассчитывать на значительные притоки акционерного капитала могут рассчитывать только компании, успешно завершившие IPO на одном из организованных фондовых рынков и попавшие в его листинг. Сам факт котировки акций предприятия на одной из крупных фондовых бирж является очень ценной рекомендацией. В значительной мере это объясняется тем, что сами биржи, а также органы государственного контроля за рынками ценных бумаг (в США – Комиссия по рынку ценных бумаг, SEC) осуществляют тщательный контроль за отчетностью предприятия как на стадии рассмотрения его заявки, так и после включения в листинг. Например, в начале 90-х годов немецкая корпорация Daimler-Benz затратила свыше 1 млрд. долларов на приведение своей финансовой отчетности и системы бухгалтерского учета в соответствие с требованиями американских Общепринятых учетных принципов (GAAP). Это было сделано для того, чтобы акции этой компании были допущены к торгам на Нью-Йоркской

фондовой бирже. Также существуют достаточно жесткие требования к масштабам деятельности предприятия – для включения акций иностранной компании в листинг NYSE необходимо, чтобы суммарный доход этой компании за три предыдущих года был не ниже 100 млн. долларов США, такой же сумме должна равняться стоимость ее материальных активов.

Для привлечения иностранных инвестиций крупные российские компании располагают возможностью выхода на зарубежные фондовые рынки без допуска к листингу на биржах. Для этого они могут использовать американские (ADR) и немецкие (GDR) депозитарные расписки на уже эмитированные ими акции, обращающиеся на российском рынке. Акции российского эмитента депонируются в российском отделении какого-нибудь крупного американского (или немецкого) банка, который становится их номинальным держателем. В свою очередь банк выпускает ADR, которые являются свидетельством его владения акциями российской компании и гарантией для иностранного инвестора выплаты ему дивидендов. На американской (или немецкой) бирже осуществляется торговля не самими акциями, а выпущенными банком депозитарными расписками.

Наряду с основными финансовыми инструментами (акциями и облигациями) на фондовом рынке обращается большое число производных и гибридных ценных бумаг. Производные (деривативы) финансовые активы выпускаются, как правило, не с целью приобретения дополнительного капитала, а для того, чтобы застраховать (хеджировать) риск возможных потерь от владения основными финансовыми активами. Наиболее известными производными инструментами являются фьючерсы и опционы. Фьючерсы (фьючерсные контракты) предполагают покупку или продажу какого-либо актива в будущем по цене, зафиксированной в момент заключения фьючерсной сделки. В качестве основного актива не обязательно должна выступать какая-нибудь ценная бумага: им может являться иностранная валюта, нефть, металл, зерно и другие товары, торговля которыми осуществляется на различных биржах. Покупая фьючерс, предприятие может застраховаться от резкого изменения цен на базисный товар в будущем. Опцион во многом аналогичен фьючерсу, однако его исполнение не обязательно. То есть он дает держателю право, но не возлагает на него обязанности по исполнению контракта. Например, страхуясь от риска падения курса валюты, в которой оно получает выручку, предприятие-экспортер может одновременно с подписанием договора на поставку продукции купить опцион на продажу валюты, в которой поставка будет оплачена. Если к моменту оплаты договора курс валюты упадет, то предприятие сможет продать ее по курсу, зафиксированному в опционе. Если этого не произойдет, оно просто не исполнит опцион. В последние два десятилетия рынок производных финансовых инструментов был наиболее быстрорастущим. Наиболее известным организованным рынком подобных активов являются Чикагская товарная биржа (CME), Чикагский совет торговли (CBT) и Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов (LIFFE).

К числу гибридных инструментов относятся варранты и конвертируемые ценные бумаги. Варрант является по своей сути опционом, дающий право его держателю приобрести определенное число акций предприятия по фиксированной цене. Обычно варранты продаются в комплекте с облигациями предприятия. Покупая облигацию с варрантом, инвестор становится не только кредитором компании, но и получает возможность впоследствии стать одним из ее акционеров. Эта дополнительная возможность способствует снижению для заемщика цены привлекаемого им капитала. Конвертируемые ценные бумаги (привилегированные акции или облигации) предоставляют держателю возможность в будущем обменять их на обыкновенные акции предприятия. Конверсия ценных бумаг не предполагает внесения инвестором дополнительной платы, поэтому она не приносит предприятию дополнительного капитала. Однако сам факт расширения возможностей, предоставляемых кредитору, может способствовать снижению ставки дохода, выплачиваемого заемщиком по конвертируемым облигациям.