Пулатова Татьяна Зайниддиновна. Фондовый рынок Германии (Современное состояние и особенности функционирования) : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 1998 183 c. РГБ ОД, 61:99-8/1351-2

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава І. Фондовый рынок Германии: Общая характеристика и структура 9

1. Немецкий рынок капитала 9

2. Рынок долговых обязательств 17

3. Рынок акций 46

4. Рынок производных ценных бумаг 54

5. Технические инновации на фондовом рынке Германии .... 62

Глава II. Немецкий опыт оценки инвестиционных качеств ценных бумаг 64

1. Инвестиционный анализ рентных бумаг 64

2. Курсовой анализ и оценка доходности акций 68

3. Показатели оценки доходности фьючерсов и опционов ... 77

4. Риски на фондовом рынке и их виды 83

Глава III. Институты фондового рынка Германии и их операции .. 98

1. Первичный рынок: эмиссия и размещение ценных бумаг .. 98

2. Вторичный рынок ценных бумаг и фондовая биржа 103

3. Инвестиционные фонды и их роль на фондовом рынке .... 117

Глава IV. Государство и Федеральный Банк на фондовом рынке Германии 126

1. Государственное регулирование фондового рынка 126

2. Федеральный Банк на фондовом рынке 132

3. Налогообложение доходов, получаемых от операций с

ценными бумагами 142

Заключение 149

Библиографический список использованной литературы 154

Приложения . . . 160

**Введение к работе**

**Актуальность исследования**

Эффективный рынок капитала и ценных бумаг является важнейшей предпосылкой для экономического роста страны и повышения благосостояния ее народа. Эффективность рынка определяется прежде всего его способностью трансформировать сбережения физических и юридических лиц в инвестиции, мелкие вклады в более крупные, краткосрочные - в долгосрочные, притом так, чтобы, инвесторы подвергались минимальному риску. С этой задачей никто не может справиться лучше, чем рационально организованный и развитый фондовый рынок. Основной предпосылкой для возникновения такого рынка является достаточное предложение свободного капитала, а также наличие высокого уровня ликвидности ценных бумаг. Это, в свою очередь, предполагает высокую готовность субъектов хозяйства к накоплению капитала. Такая готовность выше там, где у населения существуют все основания рассчитывать на сохранение стабильной стоимости денег, т.е. где ему не приходится опасаться, что сбережения уничтожит инфляция. Сохранение стабильной покупательной способности денег (недопущение инфляции) - это тот важнейший вклад, который Центральный Банк может внести в функционирование рынка капитала и, тем самым, способствовать экономическому росту страны. В диссертационной работе все это доказывается на примере немецкой экономики и деятельности Федерального Банка Германии.

Федеральный Банк Германии проводит активную политику на рынках капитала и ценных бумаг. Он свободен в принятии своих решений в рамках федерального законодательства. Предпринимаемые им меры отвечают национальным интересам Германии и исключают ориентацию на отдельные группы финансового капитала. Это придает Банку большой авторитет. Вместе с тем Банк Германии - крупнейший научно-исследовательский центр. Он публикует, во взаимной увязке, все основные показатели развития экономикии Германии (в т.ч. ежегодный прогноз темпов прироста денежной массы).

Для достижения конкретных результатов проводимой им денежной политики, Банк использует ряд финансовых инструментов и проводит операции с ценными бумагами на открытом рынке, устанавливает размеры дисконтной и ломбардной процентной ставок и т.д. Через регулирование денежного рынка Банк осуществляет управление процессами, происходящими на рынке ценных бумаг; изучение опыта этого регулирования представляет интерес для России (где основные субъекты

## Немецкий рынок капитала

Германия является частью Европейского Союза (ЕС), охватывающего в настоящее время 15 государств с населением в 370 млн. человек, которые производят 30% мирового валового продукта. Таким образом, ЕС является самым большим экономическим пространством в мире. Германия - не только самое большое, но и самое развитое государство Европейского Союза. Более четверти всех ценностей ЕС производится именно здесь. С более чем 500.000 компаний, среди которых находятся всемирно-известные компании высокой репутации, Германия является главным производителем товаров и услуг в Европе.

К 1 января 1999 г. должно быть бкончатё льноЧзавершено образо вание Европейского Экономического и. Валютного Союза (ЕЭВС) с введением евровалюты. Введение евровалюты основательно изменит позицию Европы в международной валютной системе. Под руководством Европейского Центрального Банка, чья независимость и поле действий будут сильно напоминать практику Немецкого Федерального Банка, евровалюта заменит немецкую марку - вторую по важности резервную валюту.

Государства-члены ЕС должны начать с 1 января 1999 г. эмиссию займов и долговых обязательств в евровалюте. Выполнение „конвергентных условий" должно привести к выравниванию имиджа отдельных государств-эмитентов и условий выпускаемых европейских займов. Следствием этого станет усиление интеграции фондовых рынков стран-участников ЕЭВС.\Однако, рейтинг европейских государств не может быть идентично оценен даже после введения евровалюты: из-за различных уровней ликвидности займов отдельных эмитентов возникают процентные разницы. Вместе с тем займы государств-участников образуют взаимозаменяемый класс рисков. Несмотря на различия, вызванные большим числом эмитентов с различным рейтингом, европейский фондовый рынок должен догнать по своим масштабам и ликвидности рынок капитала США и опередить японский. В конце 1995 г. рынок долговых—обязательств всех европейских государств был равен по свои оборотам около 77% "американского; для восьми "главных"государств-членов ЕС этот показатель составлял около 50%.

Образование ЕЭВС будет способствовать созданикк единого лик-видного рынка денег, к которому будут иметь доступ все европейские банки посредством" электронной системы „ТАРГЕТ". Арбитражные операции будут способствовать установлению единой процентной ставки в этом валютном пространстве. Денежная политика, ядром которой ста-нет\_долитик\_а открытого рынка\_,\_ будет управляться Европейским ЦеТГ1" тральным Банком (EZB) во Франкфурте-на-Майне.

Национальные особенности европейских государств, в том числе в сфере налогового права и бухгалтерского""учііта/ окажутся препятствием на пути к полной интеграции европейских рынков капитала после введения евровалюты. Несмотря на это, образование Валютного Союза должно существенно изменить европейский рынок капитала. Валютный риск в ходе осуществления инвестиций в рамках ЕС практиче-с кй исчез не тТ "

Среди всех стран ЕС Германия должна больше всего выиграть от введения евровалюты. В то время как в других европейских странах это приведет лишь к устранению некоторых негативных экономических проблем, в Германии возникнут новые мощные импульсы для развития всей валютно-финансовой системы страны. Финансовая система Германии уже сегодня располагает благоприятной исходной позицией для успешного развития в рамках ЕЭВС:

В последние годы законодательство на рынке денег и капитала было сильно изменено. Как немецкие, так и иностранные участники рынка сейчас могут действовать в регулируемом финансовом пространстве, предоставляющем необходимую свободу для проведения „глобального бизнеса". Государственный контроль в Германии за проведением операций с ценными бумагами достиг мирового стандарта.

Разносторонняя структура участников рынка капитала является подтверждением его успешного роста и интеграции, а также экономической стабильности. В финансовом центре Германии - Франкфурте-на-Майне - сосредоточены все самые важные иностранные участники рынка

## Инвестиционный анализ рентных бумаг

К классическим показателям рентных ценных бумаг относятся рендиты. Этот показатель был введен для сравнения, независимо от существующих форм дохода, инвестиционных качеств ценных бумаг. Под рендитами подразумевается отношение годового дохода к вложенному капиталу с учетом срока погашения ценных бумаг. Для частного инвестора решающее значение имеют рендиты, полученные после уплаты налогов. Рентные бумаги предоставляют вкладчику следующие источники доходов: текущие процентные доходы, возможные курсовые прибыли, возникающие из разницы между курсом купли и курсом продажи/погашения .

В настоящее время, вследствие появления большого числа новых видов ценных бумаг и связанных с ними определенных прав (например, опционных прав или прав на обмен, досрочных прав на погашение эмитентом) рассчитывать рендиты становится все сложнее. Несмотря на это, они служат важнейшей основой для принятия инвестиционных решений .

Для многих инвесторов расчет рендитов из-за сложных формул всегда являлся „книгой с семью печатями". Для того, чтобы из большого числа рентных ценных бумаг выбрать те, которые обещают высокие прибыли, применяются определенные методы расчета. Они различны для ценной бумаги рынка денег или ценной бумаги рынка капитала. Для определения доходов по ценной бумаге рынка капитала применяются следующие методы расчета: номинальное начисление процентов, текущее начисление процентов, биржевые формулы, определение рендитов по методу ИСМА.

Номинальное начисление процентов

Процентная ставка, отпечатанная на купоне ценной бумаги, является номинальной процентной ставкой. Она может быть твердой или плавающей. Простейшей формой, определяющей доход ценной бумаги, является номинальный процент, т.е. сколько процентов в год получит инвестор на каждые вложенные 100 марок. О фактическом доходе на вложенный капитал номинальное начисление процентов не дает информации. Оно служит лишь первым грубым ориентиром для определения рендитов. Ссылаясь только на номинальный процент, нельзя определить реальный доход, полученный инвестором от капитала, вложенного в федеральные облигации, т.к. рентные бумаги котируются на бирже по курсам, как правило, отклоняющимся от их номинальной стоимости. Причиной является постоянное изменение уровня процентной ставки и возникновение процентного риска.х

Текущее начисление процентов

Текущее начисление процентов является более приемлемым методом определения доходов от ценной бумаги. Поскольку реальная стоимость инвестируемого капитала, как правило, отличается от его номинальной стоимости, то номинальное начисление процентов и текущее начисление процентов не являются идентичными. Текущее начисление процентов может быть рассчитано по- следующей формуле:

Текущее начисление процентов всегда соответствует номинальному начислению процентов, если курс покупки равен номинальной стоимости. Во всех остальных случаях оно отклоняется от номинального, так как курс покупки может быть выше или ниже номинальной стоимости.

Текущее начисление процентов таит в себе большой недостаток: прибыли или убытки, реализованные при погашении ценных бумаг, остаются неучтенными.

Чем короче срок действия ценной бумаги, тем сильнее эффект его влияния на текущее начисление процентов. Текущее начисление процентов только тогда является разумным, когда остаточный срок действия ценной бумаги является достаточно длинным.

## Первичный рынок: эмиссия и размещение ценных бумаг

Рынок ценных бумаг в Германии охватывает как первичный, так и вторичный рынки. Под первичным рынком понимают первое после эмиссии размещение акций, долговых обязательств и других ценных бумаг. На вторичном рынке идет торговля ценными бумагами, т.е. происходит процесс смены их собственников. Это так называемый „циркуляционный рынок", к которому в первую очередь относятся фондовые биржи. Биржевые рынки обеспечивают формирование рыночных, контролируемых государством цен.

На первичном рынке осуществляется эммиссия ценных бумаг государством, муниципалитетами, промышленными компаниями и кредитными институтами. Последние предоставляют в распоряжение эмитентов свой опыт работы на фондовом рынке, свои технические и организационные возможности, а также своих профессионалов. С целью проведения эмиссии и реализации ценных бумаг создаются специальные эмиссионные консорциумы, объединяющие разные институты фондового рынка и различных инвесторов.

На первом (подготовительном) этапе ведутся переговоры с эмитентом касательно вида, объема и условий эмиссии, заключается эмиссионный договор, разрабатывается проспект на эмиссию ценных бумаг и реклама. В Германии в случае, если в проспекте эмиссии указаны неполные или неправильные данные об эмитируемых бумагах, ответственность за это несут издатели проспекта и лицо, давшее поручение на его издание.

Второй этап состоит в так называемом „перенятии" ценных бумаг, когда конкретный институт рынка перенимает на себя ответственность по сбыту ценных бумаг и соответствующие риски. Процесс „перенятия" ценных бумаг определяется эмиссионным договором. В Германии существуют три вида „перенятия" эмиссии:

- полное „перенятие" ценных бумаг, когда консорциум покупает у эмитентов все выпущенные ценные бумаги и становится их собственником; эмитент получает при этом полный стоимостной эквивалент эмиссии .

- комиссионное „перенятие" ценных бумаг; В этом случае консорциум получает от эмитента ценные бумаги для их реализации за определенное комиссионное вознаграждение. Эмитент в этом случае получает стоимостной эквивалент ценных бумаг после их реализации.

- представительское „перенятие" ценных бумаг; Консорциум берет на себя эмиссию и продажу ценных бумаг, осуществляет эти операции от имени эмитента и за его счет. Эмитент получает выручку от проданных ценных бумаг.

Размещение эмиссий ценных бумаг подразделяется на публичное и частное. Публичное размещение в свою очередь подразделяется на размещение в форме подписки, в форме свободной продажи и тендерным способом. Размещение в форме подписки происходит путем твердого установления цен и методом „bookbuilding". В первом случае предполагается, что цена продаж устанавливается перед началом подписки и инвесторам необходимо определить лишь количество и, соответственно, стоимость покупаемых ценных бумаг. Эмиссионная цена действует в течение всего срока подписки. Если в ходе подписки она будет исчерпана, то подписка может быть досрочно прекращена.

При методе „bookbuilding" инвесторы вовлекаются в процесс установления цен. В эмиссионном проспекте определяются ценовые пределы для предложений на подписку, а инвесторы должны определить количество покупаемых ценных бумаг и предложить свою цену. Конечная цена подписки устанавливается эмитентом после анализа всех предложений. Преимущественные права на покупку ценных бумаг обычно отдаются предложениям долгосрочно - ориентированных институциональных инвесторов.

При размещении в форме свободной продажи опубликование эмиссионного проспекта является обязательным, но курс, названный в проспекте, остается свободным. Он может меняться в соответствии с общим положением на рынке капитала.

При тендерном методе эмиссии размещаются публичным образом в форме аукционов. Различают количественный аукцион, когда инвесторам требуется указать только суммы, на которые собираются приобрести ценные бумаги, и процентный, при котором инвесторы должны указать процентные ставки, на условиях получения которых они согласны инвестировать свой капитал. Инвестор вправе подать несколько заявок, а эмитент устанавливает минимальный курс или минимальный процент. Однако реально процесс ценообразования может осуществляться только в зависимости от результатов аукционов.