

**Е. Б. Стародубцева**

# **Рынок ценных бумаг**

*Допущено Министерством образования Российской Федерации  
в качестве учебника для студентов учебных заведений  
среднего профессионального образования, обучающихся  
по группе специальностей 0600 Экономика и управление*

**Москва**  
**ИД «ФОРУМ» - ИНФРА-М**  
**2006**

УДК 336.76(075.32)

ББК 65.262.2. я723

С77

Рецензенты:

доктор экономических наук, профессор, зав. кафедрой «Финансы, бюджет и налогообложение» Всероссийского заочного финансово-экономического института *О. И. Пилипенко* \ кандидат экономических наук, старший преподаватель Центра международного обучения Московского государственного университета им. М. В. Ломоносова *Е. Ю. Шелкова*

**Стародубцева Е. Б.**

**С77** Рынок ценных бумаг: Учебник. — М.: ИД «ФОРУМ»: ИНФРА-М, 2006. — 176 с. — (Профессиональное образование).

**ISBN 5-8199-0263-7 (ИД «ФОРУМ»)**

**ISBN 5-16-002615-0 (ИНФРА-М)**

В учебнике рассматриваются основы формирования рынка ценных бумаг, его функции и организационная структура, показана роль рынка ценных бумаг в развитии экономики. Структура книги обеспечивает изучение основных видов ценных бумаг, участников рынка и их деятельности, функционирования первичного и вторичного рынков ценных бумаг, анализ инвестиционной деятельности на фондовой бирже. Учебник отражает отечественный и международный опыт развития рынка ценных бумаг.

Предназначен для студентов средних специальных учебных заведений, может быть рекомендован студентам вузов, практическим работникам фондового рынка, финансовой, банковской и налоговой систем, а также всем интересующимся проблемами рынка ценных бумаг.

**УДК 336.76(075.32)**

**ББК 65.262.2. я723**

**ISBN 5-8199-0263-7 (ИД «ФОРУМ»)** © ИД «ФОРУМ», 2006

**ISBN 5-16-002615-0 (ИНФРА-М)** © Стародубцева Е. Б., 2006

# Введение

Развитие экономики не в последнюю очередь связано с рынком ценных бумаг, который позволяет предприятиям аккумулировать свободные денежные средства для расширения производства. Формирование российского рынка ценных бумаг привело к появлению в стране фондовых бирж, института профессиональных участников рынка, созданию правовой базы. Однако проблемы привлечения широких масс инвесторов на рынок пока остаются нерешенными, что связано с необходимостью более полного информативного обеспечения потенциальных инвесторов о деятельности рынка.

Учебник «Рынок ценных бумаг» позволяет получить определенный набор знаний по основным направлениям функционирования рынка ценных бумаг, осуществлению сделок с ценными бумагами, принятию инвестиционных решений, о его правовой основе, возможностях государственного регулирования.

В первой главе учебника отражаются вопросы истории рынка ценных бумаг, показана сущность и функции рынка ценных бумаг, его роль в экономике. Во второй главе представлена классификация ценных бумаг, выделены такие ценные бумаги, как классические, производные, финансовые инструменты, международные, подробно описаны основные виды ценных бумаг — акции и облигации, их разновидности, особенности, доходность, уделено место государственным ценным бумагам, их видам. В третьей главе рассмотрена деятельность субъектов рынка ценных бумаг, и прежде всего его профессиональных участников, таких как брокеры и дилеры. В четвертой главе показана структура рынка — первичный, вторичный и уличный рынки, их необходимость, сущность, отличия, методы торговли ценными бумагами, тенденции развития. Особое место уделено рассмотрению деятельности фондовых бирж, чему посвящена пятая глава. В ней показаны операции, осуществляемые на бирже, их разновидности, механизм расчетов по сделкам как на кассовом, так и на срочном рынках, проведение листинга и делистинга, рассмотрены виды фондовых индексов и механизм их расчета. В учебнике нашел отражение и механизм принятия инвестиционных решений всеми участниками рынка ценных бумаг, подробно представлены методы проведения фундаментального и технического анализа. Глава шестая посвящена государственному регули-

рованию рынка ценных бумаг, его необходимости, сущности, особенностям такого регулирования в разных странах, выделены органы регулирования рынка, правовые основы его функционирования, предмет регулирования.

Представленный в учебнике материал отражает как зарубежный опыт функционирования рынка ценных бумаг на примере таких стран, как ФРГ и США, так и уже имеющийся опыт российского рынка. В конце каждой главы представлен перечень контрольных вопросов, позволяющих акцентировать внимание на основных понятиях данного раздела. Учебник содержит глоссарий, где отражены основные определения курса «Рынок ценных бумаг».

Учебник «Рынок ценных бумаг» подготовлен в соответствии с государственными образовательными стандартами, соответствует программе по курсу «Рынок ценных бумаг» и предназначен в первую очередь для студентов средних специальных учебных заведений.

# Глава 1.

## Рынок ценных бумаг и его сущность

### 1.1. История развития рынка ценных бумаг

История развития рынка ценных бумаг насчитывает несколько веков и началась с создания рынка государственных ценных бумаг, которые появились в XV—XVI вв. Необходимость появления таких бумаг была связана с высокими расходами государства, превышавшими доходы. Для привлечения дополнительных денежных средств государство выпустило ценные бумаги, которые были размещены на международном рынке, а затем и на внутреннем. Первые же корпоративные ценные бумаги появились в XVII в., однако широкое развитие они получили только в середине XIX в.

Появление ценных бумаг привело к необходимости формирования рынка, на котором они могли бы обращаться. В начале XVI в. эволюция торговых операций привела к возникновению фондовых бирж. В 1531 г. итальянские купцы создали подобие биржи в г. Брюгге, игравшем значительную роль в международной торговле. Современники называли этот город «маклером христианских народов, куда как радиусы к центру сходились торговые пути со всех сторон». Биржа в Брюгге носила интернациональный характер и стала международной благодаря тому вниманию, которое на ней уделялось обслуживанию иностранных купцов. Затем в 1556 г. возникла биржа в Антверпене, на которой осуществлялись операции по размещению государственных ценных бумаг. Совершенствование техники биржевых операций привело к появлению таких понятий, как биржевой бюллетень, официальные биржевые курсы. В 1592 г. на этой бирже впервые был обнародован список стоимости ценных бумаг, продававшихся на данной бирже. Этот год считается годом зарождения фондовых бирж как специальных организаций, занимающихся куплей-продажей ценных бумаг.

В XVII в. центр биржевой торговли переместился в Нидерланды, где на товарной бирже, возникшей в 1611 г., велась торговля ценными бумагами. В первый биржевой бюллетень этой биржи вошли 25 нидерландских займа и четыре вида английских государственных облигаций. Акции же впервые появились в обороте на Амстердамской бирже. Начало этому дала возникшая

Ост-Индская торговая компания, которая объявила о подписке на участие в прибылях компании. Окончательный расчет по этим бумагам предполагался только через 10 лет, а само участие в капитале, дававшее право на долю прибыли компании, именовалось *actie in der compagnie*. Компании было передано право торговли в Индии, а также все права, которыми обладала в Индии Нидерландская республика. Это вызвало всеобщий интерес к бумагам компании, а так как публичная подписка на акции уже была проведена, то весь неудовлетворенный спрос оказался на бирже и Амстердамская биржа стала центральным рынком акций Ост-Индской компании. На бирже в Амстердаме практиковались сделки с ценными бумагами не только за наличный расчет, но и срочные сделки, что послужило формированию спекулятивного биржевого рынка.

В конце XVII — начале XVIII в. в Англии начинают появляться всевозможные акционерные предприятия и акции этих компаний выходят на биржу. В это же время возникает и развитый уличный рынок, так как лондонские брокеры заключали сделки прямо на улице или в кафе. Но широкое распространение акций потребовало создания нового места торговли, что и способствовало началу расцвета Лондонской биржи. Первый этап формирования акционерного капитала в Англии сопровождался спекулятивной горячкой, что приводило к банкротству компаний. С целью избежания этого Лондонская биржа постепенно стала проводить реорганизацию, превращаясь в закрытое общество, доступное только узкому кругу лиц. В 1773 г. лондонские брокеры арендовали часть Королевской меняльни, окончательно сформировав Лондонскую фондовую биржу в качестве организованного фондового рынка.

Во Франции формирование фондового рынка началось также в XVIII в. В 1724 г. в Париже по инициативе правительства основывается официальная вексельно-фондовая биржа. При ее создании правительство закрепило принцип маклерской монополии и ввело статус «официальных маклеров», т.е. единственных посредников, которым разрешалось ведение дел на бирже. Спецификой первой французской биржи было отсутствие механизма гласного объявления цен и процедуры биржевой торговли. Только в 1777 г. на бирже была организована специальная площадка для торговли ценными бумагами и введено правило открытого объявления цены. Организация и деятельность Парижской биржи были подчинены надзору со стороны правительства, что предполагало контроль за фондовым рынком страны.

## 1.1. История развития рынка ценных бумаг

С развитием рынка в Германии, Австро-Венгрии, а также в США стали возникать универсальные, т. е. товарно-фондовые, биржи и специализированные, только фондовые, биржи. Первая американская фондовая биржа возникла в 1791 г. в Филадельфии, а в 1792 г. в результате соглашения, подписанного 24 нью-йоркскими брокерами, появилась Нью-Йоркская биржа. Начало XIX в. стало периодом крупных государственных займов, что вызвало оживление фондового рынка. Основными же фондовыми рынками в Европе в это время были Лондонская и Франкфуртская фондовые биржи. Последовавший далее период развития банковского сектора и строительства железных дорог привел к дальнейшему развитию фондового рынка, где в качестве участников появились муниципальные образования.

В развитии бирж во многих странах наблюдались одинаковые тенденции. Вначале на бирже торговали в основном облигациями, которые выпускались правительством, муниципалитетами, железнодорожными компаниями, а доля акций была небольшая. С развитием же акционерной формы собственности в конце XIX в. акции постепенно вытесняют облигации с бирж. Биржи начинают специализироваться на торговле акциями, а торговля облигациями вновь сосредоточилась на уличном рынке. В XX в. фондовый рынок продолжал развиваться, что проявилось не только в его количественном росте, но и качественном, в частности в уменьшении доли биржевого рынка, формировании организованного внебиржевого рынка, основанного на компьютерных технологиях.

Дальнейшее развитие рынка ценных бумаг привело не только к совершенствованию его структуры, но и появлению различных видов ценных бумаг, так называемых производных или полуценных ценных бумаг, финансовых инструментов — ваучеров, warrants, депозитных и инвестиционных сертификатов и ряда других. В XX в. продолжается развитие ценных бумаг. В 70-е годы XX в. появляется спектр международных ценных бумаг — евроноты, евроакции, еврооблигации. В 1980-е годы развивается процесс секьюритизации (секьюрити — ценные бумаги) — перевод активов банков в ценные бумаги. В современной рыночной экономике, таким образом, рынок ценных бумаг занимает особое и весьма важное место.

В России рынок ценных бумаг начал формироваться по указам Петра I, затем он развивался в течение 200 лет, постоянно наращивая оборот капитала, Первая официальная биржа в России была открыта в Санкт-Петербурге в год его основания (1703), а затем в Одессе, Варшаве, Москве, однако длительное время они были товарными, торговля же ценными бумагами началась толь-

ко с середины XIX в., так как такая торговля была запрещена законом о промышленных обществах, принятым в 1836 г. Только в 80—90-е годы XIX в. с появлением на рынке акций и частных облигаций правительство отменило Закон 1836 г. и одновременно попыталось взять обращение ценных бумаг под контроль. В этот период были ограничены биржевые спекуляции с бумагами без маклерского посредничества. Кроме того, без дозволения финансового ведомства, контролировавшего деятельность биржи, не допускались котировки ценных бумаг. Тогда же впервые в России официально на Санкт-Петербургской бирже был учрежден фондовый отдел как самостоятельное структурное подразделение. Для него в 1892 г. были установлены и опубликованы «Правила для сделок по покупке и продаже ценных бумаг, золота, серебра, таможенных купонов и иностранных переводных векселей». В соответствии с этими правилами были приняты и нормативные акты, регулирующие операции с ценными бумагами фондовых отделов и других российских бирж. Согласно правилам биржевая публика фондового отдела состояла из действительных членов и гостей. Действительными членами фондовых отделов могли быть только представители банков и банкирских контор, а также лица, имеющие промысловое свидетельство первого разряда на производство банкирских операций. Постоянные посетители помимо присутствия на биржевом собрании имели право заключать сделки через фондовых маклеров. Гости, допускаемые на биржу по рекомендации действительных членов, платили за каждое посещение по рублю и не имели права заключать сделки.

Сделки с частными ценными бумагами были разрешены законом лишь в 1893 г. Однако оборот корпоративных ценных бумаг долгое время оставался незначительным по сравнению с государственными облигациями. За период с 1 января 1893 г., когда общая сумма эмитированных, гарантированных государством обязательств оценивалась в 2,272 млрд руб., до 1 января 1912 г., когда она достигла 5,782 млрд руб., обороты ценных бумаг увеличились на 154%. Доля негарантированных ценных бумаг неуклонно увеличивалась, вытесняя гарантированные. Увеличение оборотов с ценными бумагами происходило в первую очередь за счет покупки ценных бумаг населением. Крупные промышленные предприятия распространяли свои акции среди населения городов, в которых они находились, и в меньшей степени котировали эти акции на крупных рынках. В то же время в начале XX в. Петербургская биржа ограничивала котировку акций многих российских компаний. Всего в 1911 г. из 1617 компаний на бирже котировались ак-



## 1.1. История развития рынка ценных бумаг

ции только 275. В 1912 г. сделки совершались с акциями 173 компаний. На Московской бирже происходили обороты с бумагами, в большинстве своем находящимися на Петербургской бирже. Но число допущенных акций также было ограничено.

Регулярная торговля ценными бумагами в конце XIX — начале XX в. в России ограничивалась практически в пределах биржевых собраний. Из 21 существовавших на это время бирж фондовые операции осуществлялись на семи: Петербургской, Московской, Варшавской, Киевской, Одесской, Харьковской и Рижской. Ведущей была Петербургская биржа. На ней торговали наибольшим количеством бумаг, а их курсы принимались другими биржами как руководящие. Позже к торговле ценными бумагами приобщились и региональные биржи, такие как Варшавская, Киевская, Одесская, Рижская и другие. К 1913 г. в России насчитывалось уже около 70 фондовых бирж, на которых осуществлялась торговля как государственными, так и корпоративными ценными бумагами. Параллельно фондовому (биржевому) рынку развивался и внебиржевой, уличный рынок ценных бумаг, на котором обращались все виды выпускаемых ценных бумаг. Практически к началу XX в. организационно рынок ценных бумаг полностью сформировался.

К 1914 г. рынок ценных бумаг практически соответствовал уровню зарубежных рынков. Россия занимала пятое место в мире по объему биржевого оборота. Так, к концу 1912 г. в различных государствах мира находились в обращении ценные бумаги на общую сумму 850 млрд французских франков. Первое место занимала Англия с оборотом 150 млрд фр. фр., на долю США приходилось 140 млрд, Франции — 115, Германии — 110, России — 35, Австро-Венгрии — 26, Италии — 18, Японии — 16 млрд фр. фр.

Начало Первой мировой войны вызвало панику на европейских и американских биржах. В России это случилось на несколько дней раньше. 12 июля 1914 г. в Санкт-Петербурге прошел настоящий обвал котировок. Та же картина наблюдалась и на Московской бирже. 16 июля 1914 г. официально была закрыта Санкт-Петербургская биржа, а на следующий день — Московская. Но уже в конце 1914 г. сначала в Санкт-Петербурге, а затем в Москве, Киеве стали открываться так называемые «частные биржевые собрания для осуществления сделок с ценными бумагами». Массовый характер они приобрели весной и летом 1915 г., причем в течение всего 1915 г. на рынке твердопроцентных дивидендных бумаг наблюдался подъем оборотов. В оборот частной биржи постепенно были втянуты все котировавшиеся ранее на биржах бумаги. В середине 1916 г. снова возник вопрос об откры-

тии официальных бирж, которые контролировались бы Министерством финансов. Правительство решилось на это в январе 1917 г. Тогда же было объявлено о закрытии частных биржевых собраний. Первые дни Февральской революции стали последними днями для бирж во всех регионах России. 27 февраля 1917 г. было принято решение не производить биржевые сделки, а 3 марта биржи были официально закрыты.

После революции, гражданской войны и проведенной национализации рынок ценных бумаг прекратил свое существование. В январе 1918 г. были аннулированы все внешние и внутренние долги и гарантийные обязательства царского и Временного правительств, а ликвидация российского рынка облигаций и акций была окончательно завершена в сентябре 1920 г. соответствующим декретом Совета Народных Комиссаров.

В 1921 г. с появлением нэпа рынок ценных бумаг начинает возрождаться прежде всего за счет выпуска государственных ценных бумаг и незначительной части акций. В 1923 г. был открыт фондовый отдел Московской товарной биржи, что ознаменовало собой возобновление биржевой торговли. Впоследствии открылись биржи в Ленинграде, Харькове, Киеве, Владивостоке. Вся деятельность фондовых отделов жестко контролировалась и регламентировалась государством. С завершением периода нэпа все фондовые биржи были закрыты, а рынок ценных бумаг в СССР прекратил свое существование.

В то же время в СССР существовали государственные ценные бумаги, однако они носили нерыночный характер. Размещались они среди населения, выкупались по окончании срока и обращения не имели. До 1957 г. займов было очень много. Это были и товарные займы (например, хлебные, сахарные), и денежные. Они носили добровольно-принудительный характер. Погашались такие займы товарами или деньгами. Займы носили чаще всего целевой характер — на коллективизацию, восстановительные работы, индустриальные займы и т. д. В 1957 г. в России произошел дефолт — реструктуризация займа. Оплата долгов по облигациям была перенесена на 1977 г. К 1977 г. все долги государства в основном были погашены. С 1957 до 1962 г. не было проведено ни одного займа, затем в 1962 г. был выпущен выигрышный 3 %-ный заем. В 1982 г. заем был реструктурирован, т. е. были выпущены новые облигации, которые обменивались на прежние. В 1987 г. был выпущен первый со времен войны заем, имевший товарное наполнение. Он был достаточно краткосрочным, до 1991 г., но погашен был лишь частично.

Пережив период «застойного» развития в советское время, когда существовал лишь рынок нерыночных государственных ценных бумаг, рынок ценных бумаг в начале 90-х годов XX в. вновь ступил на путь своего формирования. Исходной причиной этого стало широкое развитие рыночных государственных ценных бумаг. Появление акционерных обществ, как закрытых, акции которых могут быть проданы лишь с согласия самих акционеров, так и открытых, чьи акции свободно обращаются на рынке, привело к формированию и развитию рынка корпоративных ценных бумаг, в частности акций. С 1991 г. начинают появляться фондовые биржи — Московская центральная фондовая биржа, Сибирская, Санкт-Петербургская, а также фондовые площадки при Российской товарно-сырьевой бирже, товарно-фондовая биржа «Санкт-Петербург». Однако основную долю на них занимают акции товарных бирж, по которым заключались высокорентабельные сделки. Выход в 1992 г. в обращение ваучера внес значительный вклад в развитие рынка ценных бумаг. Фондовый рынок получил высоколиквидный финансовый инструмент, однако акции не стали основным фондовым инструментом, что привело к депрессивному развитию рынка ценных бумаг вплоть до 1995 г. Именно этот год ознаменовался появлением первых корпоративных облигаций, однако их число было минимальным и они не влияли на развитие рынка ценных бумаг. В это время начинает набирать обороты спекулятивный рынок государственных ценных бумаг. Высокая доходность по государственным ценным бумагам привела к перетоку капитала из корпоративных ценных бумаг в государственные. Отрицательное воздействие на рынок ценных бумаг в 1997—1998 гг. оказали и азиатский кризис, и значительное падение цен на энергоресурсы. За счет этого резко ухудшился платежный баланс страны, что привело к неопределенности в конечной доходности многих фондовых инструментов. Началась массовая продажа государственных ценных бумаг иностранными инвесторами, что в конечном счете и привело к кризису на рынке государственных ценных бумаг и закончилось дефолтом августа 1998 г. Однако к концу 1999 г. рынок ценных бумаг возродился и превзошел по объемам уровень 1998 г.

В настоящее время рынок ценных бумаг в России становится все более развитым и цивилизованным. На нем представлены не только акции, но и облигации, как государственные, так и корпоративные. Наличие вторичного, внебиржевого рынка способствовало обращению векселей, сертификатов. Фондовый рынок, таким образом, становится самым динамично развивающимся сектором российской экономики.

## 1.2. Функции рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг — это сфера потенциальных обменов ценными бумагами, иначе говоря, институт или механизм, сводящий вместе покупателей и продавцов отдельных ценных бумаг. Рынок ценных бумаг выступает инструментом привлечения свободных денежных средств, являясь альтернативой финансированию предприятий и компаний. Рынок ценных бумаг в экономике любой страны выполняет ряд важных функций. Одной из них выступает функция **регулирующего инвестиционных потоков**, обеспечивающая оптимальную для общества структуру использования ресурсов. Благодаря рынку ценных бумаг происходит переток денежных ресурсов из морально устаревших отраслей и предприятий в более современные, предполагающие наибольшую рентабельность вложений. Это связано с тем, что доход по ценным бумагам (прежде всего акциям) зависит от прибыли предприятия: чем больше прибыль, тем больше доход по ценным бумагам, чем больше доход по ценным бумагам, тем больше на них спрос, а следовательно, и курс ценной бумаги на вторичном рынке. В современных отраслях спрос на продукцию велик, не насыщен, отсюда и высокие цены, и высокие прибыли. В морально же устаревших отраслях спрос на продукцию минимален, и, чтобы его реализовать, необходимо снижать цену, что приводит к снижению прибыли, а следовательно, к снижению дохода ценных бумаг. Таким образом, происходит увеличение спроса на ценные бумаги современного предприятия, которое увеличивает выпуск ценных бумаг на первичный рынок, что и приводит к притоку денежных средств в предприятие и оно расширяет производство. Спрос на товар насыщается, прибыль падает, инвестиции идут в другое предприятие. Такое циклическое развитие приводит к постоянному изменению структуры экономики и рациональному ее развитию.

Благодаря этой функции рынка ценных бумаг и государство реализует свою структурную политику. Если государство заинтересовано в развитии какой-либо отрасли, оно будет покупать ценные бумаги, курс их будет расти, сформируется поток инвестиций в данную отрасль. И наоборот.

Следующая функция рынка ценных бумаг — **обеспечение массового характера инвестиционного процесса** — позволяет любым экономическим агентам (в том числе и обладающим номинально небольшим инвестиционным потенциалом), имеющим свободные денежные средства, осуществлять инвестиции в про-

изводство путем приобретения ценных бумаг. Концентрация оборота ценных бумаг на фондовых биржах и/или у профессиональных посредников дает возможность инвестору облегчить процедуру осуществления инвестиций.

Рынок ценных бумаг, выполняя **информационную** функцию, очень чутко реагирует на происходящие и предполагаемые изменения в политической, социально-экономической, внешнеэкономической и других сферах жизни общества. В связи с этим обобщающие показатели состояния рынка ценных бумаг (например, индексы Доу-Джонса и Стандарт энд пурс в США, индекс ДАКС в Германии, индекс Рейтер в Великобритании, индекс ММВБ и индекс РТС в России) являются основными индикаторами, по которым судят о состоянии экономики страны. По более узким выборкам можно проанализировать изменение положения дел в отдельных регионах, отраслях, на конкретных предприятиях.

Через рынок ценных бумаг **реализуется принцип демократизма в управлении экономикой на микроуровне** — и это еще одна функция рынка ценных бумаг. Управление акционерным обществом осуществляется общим собранием акционеров, которое принимает решения прямым голосованием — один голос равен одной акции. Поэтому, с одной стороны, любой имеющий хотя бы одну акцию принимает решение, с другой стороны, чем больше акций у акционера, тем большее влияние он имеет на принятие решений. Право реального управления предприятием дает контрольный пакет акций, т. е. то количество акций, которое дает право преимущества при голосовании. Классически такой пакет равен 50 % плюс одна акция. Реально на данный момент он колеблется в пределах 6—20 % от общего количества акций. Как правило, в крупных, транснациональных компаниях он меньше (около 6 %), а в небольших, местных компаниях он больше (свыше 20 %), что объясняется возможностью присутствия всех акционеров на общем собрании акционеров.

Еще одна функция рынка ценных бумаг — возможность быть **инструментом государственной финансовой политики**. Основным рычагом, через который реализуется эта функция, является рынок государственных ценных бумаг, посредством которого государство воздействует на денежную массу и, следовательно, на расширение или сокращение уровня ВНП.

Как инструмент государственной финансовой политики рынок государственных ценных бумаг выполняет следующие функции.

1. *Финансирование дефицита бюджетов органов власти разных уровней.* В результате выпуска государственных ценных бумаг и ре-

ализации их на открытом рынке правительство и местные органы власти получают денежные средства, которые направляются на покрытие дефицита бюджета. Это один из главных внутренних источников уменьшения дефицита, не приводящий к инфляционным всплескам, а лишь перераспределяющий свободные финансовые ресурсы от предприятий и населения к государству. Помимо достигнутой цели у этого способа решения бюджетных проблем есть существенный отрицательный побочный эффект, касающийся уменьшения производственных инвестиций, что приводит к сокращению (снижению темпов роста) ВВП. Кроме того, увеличение государственного долга, производимое с целью нормализации бюджета, впоследствии приведет к росту нагрузки на бюджет из-за необходимости выплаты процентов по ранее сделанным займам, результатом чего станет увеличение как государственного долга, так и дефицита государственного бюджета.

2. *Финансирование конкретных проектов.* Государство выпускает и реализует на рынке ценных бумаг целевые облигации, с помощью которых привлекаются денежные средства на реализацию определенных проектов. Чаще всего такие ценные бумаги выпускают местные органы власти.

3. *Регулирование объема денежной массы, находящейся в обращении.* Данная функция обычно реализуется центральным банком страны при проведении денежно-кредитной политики. Осуществляя политику открытого рынка, центральный банк при помощи покупки-продажи государственных ценных бумаг увеличивает или уменьшает денежную массу, что приводит к увеличению или уменьшению темпов роста экономики.

4. *Поддержание ликвидности финансово-кредитной системы.* Банки формируют резервы, которые направляют в государственные ценные бумаги, имеющие наименьший риск. Эти бумаги они всегда могут реализовать и расплатиться по обязательствам.

Рынок ценных бумаг выступает инструментом привлечения свободных денежных средств, являясь альтернативной формой финансирования предприятий и компаний. У предприятия существуют два основных источника привлечения денежных средств для развития производства.

1. *Собственные средства,* которые предполагают процесс самофинансирования. Они включают в себя нераспределенную прибыль, амортизацию, денежные средства, временно высвобождающиеся в процессе производства из-за несовпадения сроков покупки и продажи оборотного капитала, нераспределенную выручку.

2. *Заемные (привлеченные) средства*, которые подразделяются на банковский кредит и эмиссию ценных бумаг. Банковский кредит выступает традиционным источником привлечения средств, но кредиты не всегда доступны предприятию, так как банк, прежде чем выдать кредит, рассматривает кредитоспособность предприятия, учитывает его финансовое положение, и в случае затруднений вряд ли может выдать кредит. В то же время предприятиям часто в большей степени требуются деньги именно в этом случае, и тогда предприятие обращается к рынку ценных бумаг, выпуская собственные ценные бумаги. Предприятие может выпустить два вида ценных бумаг — акции, которые дадут возможность увеличения собственного капитала, и облигации, являющиеся долговыми обязательствами, предполагающими возврат в будущем данных денежных средств.

Таким образом, рынок ценных бумаг дает возможность перераспределения денежных средств и дальнейшего развития экономики. В целом рынок ценных бумаг представляет собой сложную систему со своей структурой, где присутствуют покупатели, продавцы и посредники, которые торгуют ценными бумагами.

#### **Контрольные вопросы**

1. Какие ценные бумаги появились первыми?
2. Когда появились ценные бумаги в России?
3. Каковы функции корпоративных ценных бумаг?
4. Каковы функции государственных ценных бумаг?
5. Какова роль рынка ценных бумаг?

## Глава 2. Виды ценных бумаг

### 2.1. Свойства и классификация ценных бумаг

Ценные бумаги — это товар особого рода, который выступает как титул собственности или долговое обязательство, дающий право на получение дохода и имеющий хождение на рынке. Ценные бумаги обладают рядом свойств, среди которых — обращаемость, т. е. способность покупаться и продаваться на рынке; получение дохода; ликвидность, т.е. способность быть проданными и превращенными в денежные средства без существенных потерь для держателя при небольших колебаниях рыночной стоимости и издержках на реализацию; рискованность. Таким образом, ценной бумагой считается та, которая обладает всеми четырьмя свойствами.

Ценные бумаги могут быть классифицированы по нескольким различным признакам.

1. *По праву предъявления* ценные бумаги могут быть трех видов:
  - Именные ценные бумаги, на которых указывается имя владельца и права владельца на такую бумагу, должны быть подтверждены внесением имени владельца в текст самой бумаги (или сертификата, ее заменяющего) и в реестр, ведущийся эмитентом. Такие ценные бумаги могут продаваться на вторичном рынке, но для регистрации перехода права собственности необходима регистрация проводимых сделок в реестре, что затрудняет оборот именных ценных бумаг на рынке. Поэтому в зарубежной практике такие ценные бумаги находятся в собственности членов совета директоров и передаются по наследству. В России вплоть до 1996 г. выпускались только именные ценные бумаги.
  - На предъявителя — это ценные бумаги, на которых не указано имя владельца. Чаще всего они выпускаются маленьким номиналом и предназначены для инвестиций широких кругов населения. Их главной отличительной особенностью является свободный переход из рук в руки, что дает возможность иметь ничем не ограниченный вторичный рынок.
  - Ордерные ценные бумаги, на которых указаны реквизиты владельца, но их можно передавать другому лицу по индоссаменту (передаточной надписи). Примером является вексель.



2. *По принадлежности к долгу* они подразделяются на:
  - Долговые ценные бумаги, представляющие из себя долговое обязательство эмитента (например, облигации). По истечении срока облигации выкупаются.
  - Недолговые (долевые) ценные бумаги, которые предполагают долю в капитале компании. Такие ценные бумаги не выкупаются, и эмитент не обязан вернуть полученные по ним деньги. Примером такой бумаги выступают акции.
3. *По срокам* ценные бумаги обычно делятся на:
  - Краткосрочные. По общепринятой на западных рынках классификации к ним относятся ценные бумаги со сроком погашения или реализацией заложенных в них прав до 1 года.
  - Среднесрочные — от 1 года до 5 лет.
  - Долгосрочные — свыше 5 лет.
  - Бессрочные, которые не имеют срока погашения (например, акции).
  - Со сроком по предъявлению (например, ваучер).
4. *По статусу эмитента* ценных бумаг выделяют:
  - Государственные ценные бумаги, выпускающиеся министерством финансов или казначейством.
  - Муниципальные, выпускающиеся местными органами власти, муниципалитетами.
  - Корпоративные, выпускающиеся юридическими лицами.
  - Иностранные, т. е. ценные бумаги иностранного государства, обращающиеся на территории данной страны.
  - Международные, предлагаемые международными финансовыми организациями.
  - Банковские, выпускающиеся исключительно банками (депозитные и сберегательные сертификаты).
  - Небанковские ценные бумаги, эмитентами которых могут быть как банки, так и небанковские организации (акции, облигации).

Кроме того, ценные бумаги могут быть подразделены на фондовые и коммерческие. *Фондовые* — те, которые обращаются на фондовой бирже. К ним относятся акции и облигации. *Коммерческие* — связаны с выпуском товара либо имеют товарную основу, например векселя, коносаменты. Выделяют также первичные и вторичные ценные бумаги. *Первичные* — это ценные бумаги, дающие право на доход или долю капитала (акции и облигации). *Вторичные* дают право на приобретение первичных бумаг и делятся на опционные, дающие право на приобретение акций и

облигаций на вторичном рынке, и ваучерные, дающие право на приобретение акций на первичном рынке или при первичном их размещении. К ним относятся конвертируемые акции и облигации, ваучеры, варранты.

В то же время в зависимости от выполняемых свойств их можно подразделить на классические ценные бумаги, выполняющие все названные свойства (акции и облигации), производные ценные бумаги (обладающие лишь частью свойств — обращаемостью; к ним относятся опционы, фьючерсы, варранты), финансовые инструменты (выпускаемые финансовыми учреждениями и имеющие лишь набор свойств — депозитные сертификаты).

## 2.2. Классические ценные бумаги

### 2.2.1. Акции

Акция — это ценная бумага, эмитированная акционерным обществом, отражающая долю инвестора (покупателя) в уставном капитале, дающая право владельцу на получение определенного дохода из прибыли в виде дивидендов и формальное участие в управлении компанией. Акции как ценные бумаги появились достаточно давно, первая акция была выпущена в XVII в. Ост-Индской компанией. Однако широкого развития акции не получили вплоть до XIX в., когда начали развиваться акционерные общества. Капитал акционерных обществ создавался путем выпуска (эмиссии) и продажи акций, а сами акционерные общества подразделялись на открытые и закрытые. Акции, выпускаемые (эмитированные) открытым акционерным обществом, свободно реализуются и обращаются на рынке, акции же закрытых акционерных обществ могут быть проданы только членам акционерного общества, а реализованы другим только с согласия всех остальных акционеров данного общества. В зарубежной практике закрытые акционерные общества в настоящее время встречаются достаточно редко, в России в последние годы доля закрытых обществ также снижается.

Акция — это долевая ценная бумага, которая показывает долю владельца в уставном капитале и не является долговой ценной бумагой, она не предполагает выкуп ее акционерным обществом. Акция — это бессрочная ценная бумага, срок ее обращения не ограничивается, и она может быть погашена только по решению собрания акционеров акционерного общества или при его ликви-

дации (акции не возвращаются, их можно только продать). Таким образом, основная суть акции в том, что она является частью капитала, выражает долю в капитале. Однако для инвестора имеет значение и набор прав, которые регламентирует акция:

- право голоса на общем собрании акционеров (только для владельцев обыкновенных акций);
- \* право участия в прибыли (размер дивиденда зависит от прибыли: чем выше прибыль, тем больший размер дивиденда получит владелец акции; размер дивиденда определяется на собрании акционеров, и именно там принимается решение не только о его размере, но и о возможности его выплаты — вполне возможна ситуация, когда прибыль компании будет достаточной для выплаты дивидендов, но собрание решит не выплачивать их, а направить данную сумму на развитие производства);
- \* право на первоочередное приобретение новых выпусков акций этой компании;
- право на определенную часть имущества при ликвидации компании, если такое остается после выплаты долгов компании, при этом первоочередное право имеют владельцы привилегированных акций.

Практика привлечения финансовых ресурсов в акционерные общества выработала большое количество разновидностей акций, которые удовлетворяют самым различным запросам инвесторов (покупателей). Однако следует отметить, что покупка любой акции есть внесение средств в капитал предприятия и связана с риском убытков в результате неэффективной деятельности акционерного общества или даже потерей средств в результате его банкротства (акцию нельзя вернуть компании, ее можно только продать, поэтому инвестор должен серьезно подходить к покупке акций).

В зависимости от эмитента выделяют корпоративные акции, выпускаемые предприятиями, и банковские, выпускаемые банками, при этом доля банковских акций достаточно мала по сравнению с корпоративными. По принадлежности могут быть именные, на предъявителя и ванкулированные именные акции. Для передачи прав по именной акции требуется согласие сторон, передача сертификата, заявление об уступке прав (цессия) и регистрация нового владельца, доля таких акций в торговом обороте незначительна. Ванкулированные акции в отличие от именных требуют согласия акционерного общества на покупку-продажу данной ценной бумаги. По степени надежности различают акции высокого, среднего и низкого качества. По степени голосования

выделяют одноголосые (одна акция — один голос), многоголосые (два и более голосов) и безголосые (привилегированные). По основному признаку получения дохода акции делятся на два вида.

1. Обыкновенные (простые) акции. Эти акции дают право участия в управлении капиталом, они имеют право голоса, но не имеют фиксированного дохода. Размеры дивиденда зависят от прибыли компании. Решения о выплате дивидендов принимаются на общем собрании акционеров. Таким образом, владение обыкновенной акцией дает возможность оказывать влияние на принятие управленческих решений, что является основой демократизма в рыночной экономике, так как решения принимаются большинством голосов по принципу: одна акция — один голос. Это важнейшее свойство акционерного капитала порождает стремление завладеть контрольным пакетом акций предприятия, что позволяет установить полный контроль над принятием управленческих решений. Чисто арифметически контрольным пакетом будет любой пакет акций, превышающий 50 % обыкновенных акций предприятия. Однако на практике у крупных акционерных обществ велико распыление акций: большинство инвесторов приобретают акции из-за ожидаемых дивидендов и не участвуют в управлении предприятием, не посещают собрания акционеров. В такой ситуации контрольный пакет снижается, однако при этом всегда существует опасность, что контрольный пакет акций может оказаться у кого-либо иного.

2. *Привилегированные акции.* Владелец таких акций не имеет права голоса, но получает фиксированный, гарантированный размер дивиденда, не зависящий от доходности предприятия. Размер этого дохода оговаривается при эмиссии и может быть только увеличен. По объему выпускаемых привилегированных акций имеются определенные ограничения. Доля этих акций, как правило, не превышает 25 % общего выпуска акций, так как в противном случае при неблагоприятном финансовом положении предприятия его состояние может еще больше ухудшиться и оно окажется банкротом. Однако в некоторых странах может быть отклонение от этого, например, в Германии их общая номинальная стоимость не должна превышать суммарную стоимость обыкновенных акций. Такие акции также могут свободно покупаться и продаваться на рынке. Тем не менее на их долю приходится всего лишь 10—20 % продаваемых на бирже акций. Как правило, владельцами их являются члены совета директоров, которые помимо возможности в управлении предприятием при наличии обыкновенных акций гарантируют себе определенный доход.

На Западе существует несколько разновидностей привилегированных акций. Например, в Германии выделяют три основных вида таких акций, имеющих:

- преимущества в праве голоса (многоголосые) — выпускаются крайне редко, с разрешения министра экономики соответствующей федеральной земли и только в том случае, если данное предприятие имеет особое значение для экономики страны в целом;
- увеличенный дивиденд, который выплачивается раньше, чем по обыкновенным акциям, и если он не выплачивался в какой-либо период времени, то доплачивается в последующие более благоприятные годы;
- право требования большей части в ликвидационной сумме при прекращении деятельности предприятия (эти акции имеют преимущественное удовлетворение требований по части ликвидационной суммы по сравнению с обыкновенными акциями при закрытии, банкротстве и слиянии компаний).

Для США характерны шесть видов привилегированных акций. В наибольшей степени распространены акции с долей участия. Владельцы этих акций всегда получают доход, при этом дивиденды по ним выплачиваются как дополнительные, если дивиденды по обыкновенным акциям превысили объявленную ранее сумму. Существует такой вид, как отзывные акции, которые могут быть отозваны эмитентом и выкуплены по номинальной стоимости или с небольшой премией. Они характерны для инвестиционных компаний США, Канады и Англии. Пользуются спросом также кумулятивные акции, так как дают право инвестору на получение не выплаченных по решению совета директоров дивидендов в дальнейшем, т.е. пропущенные дивиденды накапливаются и должны быть выплачены до объявления выплат по обыкновенным акциям. Противоположностью таких акций выступают некумулятивные акции, дивиденды по которым могут быть не получены, если эмитент принял такое решение. Конвертируемые акции выпускаются практически всеми компаниями, как мелкими, так и крупными, и дают право владельцу обменять их на другую ценную бумагу, прежде всего обыкновенную акцию, в целях реализации прибыли, увеличения доходности. При этом они могут быть обменены на определенное количество обыкновенных акций. Выделяют также и акции с корректирующей ставкой дивиденда, характеризующиеся дивидендом, ставка которого периодически пересматривается по

заранее заданной формуле, например, с учетом колебаний дохода по краткосрочным долговым обязательствам. В случае роста такого дохода размер дивиденда также вырастет, и наоборот.

Рассматривая процесс купли-продажи акций, следует иметь в виду, что существует несколько различных и обычно неравных оценок стоимости акции.

1. нарицательная стоимость (номинал) показывает стоимость реально привлеченного капитала. Именно эта доля фигурирует в уставном капитале. Теоретически номинал акции можно рассчитать путем деления уставного капитала на количество выпущенных акций (или необходимого для привлечения при данной эмиссии капитала на количество акций). Например, если предприятие нуждается в капитале, равном 1 000 000 ден. ед, и выпускает 1000 акций, то номинал акции составит 1000 ден. ед. Как правило, по номиналу акции размещаются на первичном рынке. Если эмитент разместил ценные бумаги по более высокой цене, разница с номиналом называется учредительской прибылью. Для инвестора особого значения такая стоимость не имеет, так как она дает лишь минимум информации, а именно, если номинал обыкновенной акции поделить на размер уставного капитала, уменьшенного на объем привилегированных акций, то получится минимальная доля голосов, приходящаяся на данную акцию на собрании акционеров, и доля прибыли, которая будет выплачена на эту акцию из общей суммы, направленной на дивиденды по обыкновенным акциям. Однако для определения этих долей вполне достаточно знать размер уставного капитала, сформированного из обыкновенных акций, и количество акций, выпущенных в обращение. В некоторых странах акции выпускаются в обращение без указания номинала.

2. Эмиссионная стоимость — стоимость размещения акций на первичном рынке. Чаще всего она выше номинальной стоимости акции, поскольку процесс размещения происходит через посредников, которые скупают их у эмитента, а затем реализуют их среди инвесторов, поэтому она определяется, в конечном счете, соотношением спроса и предложения на акции.

3. Рыночная стоимость. Чаще всего она называется курсом, или курсовой стоимостью акций. Это стоимость, которая формируется на рынке в зависимости от спроса и предложения. В основе этой стоимости лежит номинал. Как правило, рыночная стоимость превышает номинальную стоимость. Если курс превышает номинал, то такая ситуация называется лаж, или ажио. Если наоборот, то дезажио. Спрос и предложение зависят

от размера дивидендов и от ставки процента в банке. Так как вложения в акции являются альтернативой вложению денежных средств в банк, то инвестор будет сравнивать две величины — доход по акциям (дивиденд) и процент по вкладам в банке. В случае, если дивиденд превысит процент по вкладам, инвестор предпочтет акции, если же окажется ниже, предпочтет вложения в банк. В этом случае теоретически существует зависимость между курсом акций и доходностью вложений в акции и в банк

$$(K_a \sim \frac{\text{дивиденд}}{\text{банковский процент}} \cdot 100 \%).$$

4. Балансовая стоимость определяется как отношение чистой стоимости активов предприятия к количеству выпущенных акций (ЧА/А). Она основывается на показателях текущего состояния активов предприятия и зависит от эффективности его деятельности. Поэтому если балансовая стоимость приближается к номиналу или становится меньше, это означает, что предприятие движется к банкротству, и чем выше балансовая стоимость, тем лучше работает предприятие.

5. Ликвидационная цена акции равна сумме, приходящейся на одну акцию в случае продажи имущества предприятия при его ликвидации (Стоимость имущества/А). Эта сумма может существенно отличаться от балансовой и в меньшую и в большую сторону. Причина различия заключается в том, что имущество учитывается по ценам его покупки, откорректированной на коэффициенты переоценки и амортизацию, а текущая его цена может быть совсем иной. Так, при относительно высоких темпах инфляции и нерегулярных переоценках имущества балансовая стоимость всегда существенно ниже ликвидационной. В случае, если имущество морально устарело и не находит сбыта, хотя его цена по балансу высока, балансовая стоимость может быть выше ликвидационной.

Инвестора при приобретении акций интересует прежде всего его доход, который он получит в результате приобретения акции. Текущий доход акций определяется в абсолютном выражении и равен дивиденду. Текущая доходность акций определяется как отношение дохода к стоимости акций по формуле

$$D_r = \frac{D}{C} \cdot 100\%,$$

где  $D_r$  — текущая доходность;  
 $D$  — дивиденды;  
 $C$  — курс акции.

В совокупный доход кроме текущего дохода включается еще и прирост (снижение) курсовой стоимости акции, т.е. совокупный доход равен «текущий доход + курсовая маржа», а совокупная доходность акции ( $D_{ca}$ ) равна:

$$D_{ca} = \frac{D + \Delta C}{C} \cdot 100\%.$$

Текущая доходность зависит от частоты выплат дохода. Приведенная выше формула применима для выплат с периодичностью один раз в год. В иных случаях (например, при выплатах дивидендов раз в квартал) следует учитывать возможность реинвестирования (нового вложения) полученных доходов, что увеличивает доходность в пересчете на год. В этом случае текущая доходность определяется по формуле

$$D_{та} = \left[ \left( 1 + \frac{D_r}{C} \right)^n - 1 \right] \cdot 100\%,$$

где  $D_r$  — годовой дивиденд;

$n$  — количество выплат в год.

Таким образом, акция является одним из основных способов привлечения денежных средств предприятием. Однако, как показывает практика зарубежных стран, доля акций в привлечении денежных средств имеет тенденцию к снижению. Предприятия предпочитают привлекать не собственные средства при помощи акций, а заемные — при помощи долговых инструментов. Это в большей степени связано с опасностью при выпуске дополнительного пакета акций потерять контрольный пакет акций и лишиться права управления предприятием. К примеру, акции как финансовый инструмент занимают в экономике Германии второстепенное значение, на них приходится 40 % рынка ценных бумаг. Эмитенты и инвесторы не видят в акции особых преимуществ: инвесторы оценивают акцию как недостаточно информативную, рискованную и спекулятивную форму вклада, не дающего достаточных гарантий; а эмитенты, в силу наличия высококоразвитой банковской системы, предпочитают привлекать капитал за счет кредитов. В США также на рынок акций приходится около 40 %. Поэтому в настоящее время акции используются в основном для перераспределения собственности и как спекулятивный инструмент, о чем говорит преобладающее значение акций на вторичном рынке. Однако в России пока преобладают акции, что в большей степени связано с неразвитостью такого рынка, как рынок облигаций.



### 2.2.2. Облигации

Значительное место среди ценных бумаг за рубежом занимают облигации, которые составляют 60 % рынка ценных бумаг. *Облигация — это обязательство эмитента выплатить в определенный срок владельцу этой ценной бумаги определенную сумму денежных средств.* Под этой определенной суммой подразумевается стоимость облигации плюс доход, который носит название процента, и он не зависит от прибыли компании.

Облигация — это долговая, срочная ценная бумага. Эмитент обязан ее погасить, причем в указанный срок, называемый датой погашения. Эта ценная бумага не предоставляет прав на управление предприятием. Благодаря своему долговому характеру облигации представляют собой более надежные вложения, чем акции. Будучи аналогом кредита, они являются «старшими» бумагами по отношению к акциям, т.е. дают преимущественное право при выплате дохода или возврате денежных средств в случае банкротства или ликвидации эмитента. Более высокая надежность облигаций и обеспечивает им популярность среди инвесторов, что привело к широкому разнообразию облигаций на рынке.

В зависимости от эмитента облигации могут быть корпоративными, государственными и иностранными.

*Корпоративные* облигации выпускаются юридическими лицами. Они наиболее разнообразны, так как дают возможность учета потребностей инвестора при их реализации. В США, например, выделяют семь наиболее важных видов корпоративных облигаций:

- **промышленные**, или индустриальные (выпускаются промышленными компаниями);
- **ипотечные** (выпускаются ссудосберегательными ассоциациями и строительными компаниями в целях привлечения средств для ипотечного кредитования под залог недвижимости или для строительства жилья);
- **экологические** (денежные средства, полученные от реализации этих облигаций, идут на защиту окружающей среды);
- **конвертируемые** (т. е. обмениваемые на другие ценные бумаги);
- **дебенчурные** (выпускаются без реального обеспечения и носят спекулятивный характер);
- **сезонные** (выпускаются, как правило, сельскохозяйственными компаниями, носят сезонный характер, т.е. выпускаются весной, когда необходимы денежные средства, и

погашаются осенью, когда реализован урожай и денежные средства имеются в наличии);

- **коммунальные** (выпускаются коммунальными предприятиями);
- **гарантийно-конвертируемые**, которые могут обмениваться на другие ценные бумаги.

Особенностью корпоративных облигаций является то, что их курс обычно не снижается в условиях ухудшения конъюнктуры, и в ряде случаев они становятся более привлекательными, чем акции и другие ценные бумаги.

*Государственные облигации* выпускаются органами государственной власти (федеральными и местными). Государственные облигации, эмитированные федеральными органами власти, считаются наиболее надежными ценными бумагами, так как теоретически обеспечены всем государственным имуществом. К тому же государство заведомо не может стать банкротом, так как для погашения долгов оно может прибегнуть к денежной эмиссии. Однако вполне возможна ситуация, когда государство не сможет на данный момент оплатить свои долги. В этом случае оно прибегает к реструктуризации долга, т.е. переносу выплат по данным облигациям на определенное время.

*Иностранные облигации*, выпускаемые иностранными эмитентами, могут быть как частными, так и государственными.

В зависимости от целей выпуска облигации могут быть целевыми и нецелевыми.

*Целевые облигации* выпускаются для привлечения денежных средств на четко определенные цели, которые становятся известными инвесторам. Как правило, целевыми облигациями бывают государственные облигации. Например, в России выпускались хлебные займы, товарные займы.

*Нецелевые облигации*, при выпуске которых не ставится четкая цель использования привлеченных денежных средств.

В зависимости от обеспечения облигации бывают обеспеченные и необеспеченные.

*Обеспеченные облигации* могут быть обеспечены активами предприятия, имущественным залогом, залогом в форме будущих поступлений от хозяйственной деятельности или определенными гарантийными обязательствами.

*Необеспеченные облигации* не имеют под собой никакого обеспечения и основаны на доверии к эмитенту.

В зависимости от срока обращения можно выделить следующие облигации.

*Краткосрочные* (со сроком погашения до 3 лет). При этом стоит отметить, что корпоративные облигации выпускаются на срок от 1 года, а государственные облигации могут выпускаться сроком менее года.

*Среднесрочные* (со сроком погашения от 3 до 10 лет).

*Долгосрочные* (от 10 до 30 лет).

*Сверхдолгосрочные* (более 30 лет).

Как показывает практика, в конце XIX в., когда в экономике большинства стран, в том числе и в России, практически отсутствовала инфляция, государство осуществляло выпуск 100-летних облигаций под 1–3 % годовых. В настоящее время в условиях хронической инфляции, невозможности предсказать конъюнктуру сверхдолгосрочные облигации прекратили свое существование.

По виду получаемого дохода бывают следующие облигации.

*Купонные облигации.* В этом случае доход выплачивается в виде процентов к ее номинальной стоимости при предъявлении эмитенту инвестором купона, вырезаемого из специального листа, представляющего либо одно целое с бланком облигации, либо прилагающегося к ней. На купоне указан тот доход, который должен получить владелец облигации. При этом число купонов равно количеству выплат дохода. Например, если облигация выпущена сроком на 5 лет, а периодичность выплат дохода 2 раза в год, то к облигации будет прикладываться 10 купонов.

*Дисконтные облигации.* По этим облигациям инвестор получает доход в виде дисконта, т. е. разницы между номиналом облигации и ценой приобретения. Эти облигации выпускаются по цене ниже номинала, а выкупаются эмитентом по номиналу. Например, облигация сроком на 1 год номиналом в 100 ден. ед. была размещена по рыночной стоимости 90 ден.ед. В этом случае доход будет равен 10 ден. ед. (100-90), или 10 % годовых ( $10/100 \cdot 100 \%$ ). Как правило, это государственные краткосрочные (до 1 года) облигации. Доходность по таким облигациям уменьшается с приближением срока погашения. В нашем примере, если до окончания срока облигации осталось 6 месяцев, эта облигация уже будет неоднократно продана, и в данный момент ее приобрели уже, например, за 95 ден. ед. В этом случае доход составит 5 ден.ед, а доходность облигации составит 5 % годовых, т. е.  $5/100 \cdot 100 \%$ .

*Выигрышные облигации.* Доход по таким облигациям выплачивается в виде выигрыша. Эмитент определяет выигрышный фонд, в зависимости от обозначенного процента по облигации и проводит розыгрыш облигаций. Владельцы выигравших облигаций получают соответствующий доход и номинал облигации,

другие же получают лишь номинал облигации. Как правило, такие облигации эмитирует государство для населения.

По виду дохода различают облигации с фиксированным и плавающим доходом.

Облигации с *фиксированным доходом*, когда процентная ставка устанавливается в момент выпуска облигации и не меняется до окончания срока облигации.

Облигации с *плавающим доходом*, когда процентная ставка изменяется в зависимости от каких-либо факторов, например ставки банковского процента или ставки по краткосрочным обязательствам. Такая ставка чаще всего характерна для среднесрочных и долгосрочных облигаций, так как трудно учесть конъюнктуру рынка, а также в условиях нестабильной экономической ситуации. В этом случае оговариваются условия изменения процента и каждый последующий купон предполагает разный доход.

Основными покупателями облигаций выступают страховые и инвестиционные компании, пенсионные фонды, которые, приобретая долгосрочные облигации, обеспечивают долгосрочные вложения привлеченных денежных средств. При этом они должны быть уверены в том, что эти ценные бумаги надежны и будут своевременно погашены. В связи с этим облигации имеют строгие критерии качества и надежности. По качеству и надежности выделяют четыре группы облигаций.

1. Облигации высшего качества. Группа обозначается буквой «А». В свою очередь, эта группа подразделяется на три группы:
  - а) максимальные — «AAA»,
  - б) высшие — «AA»,
  - в) средние наилучшие — «A».
2. Облигации среднего качества — «В»:
  - а) лучшие — «BBB»,
  - б) средние — «BB»,
  - в) наихудшего качества — «B».
3. Спекулятивного качества — «С»:
  - а) наилучшие — «ССС»,
  - б) средние — «СС»,
  - в) худшие — «С».
4. непогашаемые облигации — «Р».

Рейтингом ценных бумаг и присвоением им группы надежности занимаются известные рейтинговые компании. При этом стоит отметить, что впервые рейтинг стали рассчитывать в США в начале XX в. и только в середине века в Европе. В настоящее время наиболее известными рейтинговыми агентствами выступают «Стандарт

энд Пурс», основанное в 1860 г., и присваивающая рейтинг с 1923 г. компания «Мудиз инвесторз сервис» (табл. 1). В данной таблице отражено ранжирование облигаций в зависимости от степени кредитоспособности их эмитентов. «AAA» — Американская арбитражная ассоциация — означает очень высокую степень кредитоспособности; облигации, относящиеся к классу «BB» и ниже, носят название «бросовые облигации», а «Р» или «D» — отказ от погашения облигаций. Рейтинги от «AA» до «ССС» могут различаться путем добавления знака плюс («+») или минус («-»), чтобы показать относительное положение внутри основных категорий рейтингов.

В соответствии с признаками надежности выделяют две основные группы — бумаги, достойные инвестирования (выпуск облигаций надежным эмитентом — группы 1 и 2), и макулатурные или спекулятивные облигации с высокой степенью риска — группа 3. В связи с этим инвестировать их рекомендуется, а в некоторых странах именно разрешается только в компании, имеющие индекс «BBB». При более низком рейтинге этого делать не рекомендуется.

Таблица 1

## Рейтинг ценных бумаг

«Стандарт энд Пурс»	«Мудиз инвесторз сервис»
AAA	Aaa
AA	Aa
A	A
BBB	Bbb
BB	Bb

**Характеристика инвестиционных качеств ценных бумаг, соответствующих категории рейтинга**

*Способные к уплате*

Наивысший рейтинг — способность погасить заем и процентные ставки, основная категория надежности — высшая категория

Очень высокая вероятность погашения основного долга и процентных ставок, надежность — высококачественные

Сильная способность к платежам, но чувствительные к неблагоприятным экономическим условиям — высшие среднекачественные

Наличие необходимого капитала для покрытия долга, испытывают воздействие неблагоприятных экономических условий — низшие среди среднекачественных

*Спекулятивные*

Неопределенные и подверженные риску, платежеспособность которых может быть прервана во времени, возможность — в данный момент погашаемые, временная неплатежеспособность

Окончание табл. 1

«Стандарт энд Пурэ»	«Мудиз инвесторз сервис»	Характеристика инвестиционных качеств ценных бумаг, соответствующей категории рейтинга
<b>B</b>	"	Изначально уязвимые, но в данный момент могут погашать проценты, долг, т.е. принципиально погашаемые
CCC	Ccc	Обеспечивающие некоторую защиту инвесторов, но имеющие большой риск — ненадежные
<b>CC</b>	Cc	Высокоспекулятивные, по своей надежности следующие за рейтингом CCC
C		Задолженность менее обеспеченная, чем в предыдущем случае
<b>D</b>		Непогашаемая задолженность

При рассмотрении качества облигаций следует отметить, что по облигациям более высокого качества выплачивается более низкий процент, а облигации третьей группы самые высокодоходные, так как они наиболее рискованные.

Облигации, так же как и акции, имеют несколько видов стоимости.

1. Номинал облигации — это та сумма, которая указана на облигации, которую желает привлечь эмитент при продаже данной облигации, и, можно сказать, основа для исчисления процента по данной облигации.

2. Рыночная цена или курс облигации — это цена облигаций на рынке, которая складывается под воздействием спроса и предложения.

3. Выкупная стоимость — цена, по которой эмитент выкупает облигацию по истечении срока займа. Чаще всего такая цена характерна для дисконтных облигаций. Ее размер может соответствовать номиналу, а может и отклоняться от него в зависимости от условий займа.

Инвестор, приобретая облигацию, опирается на ее текущую и конечную доходность. Доходность — это отношение дохода к стоимости облигации. Текущая доходность облигации ( $D_t$ ) определяется только у купонных облигаций по формуле

$$D_t = \frac{K}{C} \cdot 100\%,$$

где  $K$  — ставка купона;

$C$  — курсовая стоимость облигации.

Конечная доходность облигации рассчитывается по формуле

$$D_k = D_r + \frac{H - Ц}{Ц \cdot n} \cdot 100\%,$$

где  $H$  — цена погашения облигации, равная номиналу;

$n$  — количество лет до погашения.

Приведенная формула расчета конечной доходности верна при условии равенности всех купонов. В случае с плавающей купонной ставкой удобно пользоваться следующей формулой:

$$D_{kc} = \frac{\sum_{i=1}^{n+1} S_i - Ц}{Ц} \cdot 100\%,$$

где  $S_i$  — сегодняшняя стоимость  $i$ -го денежного поступления.

В данном случае по облигации выплачивается  $n$  купонов и еще одно поступление от погашения облигации. Размер денежного поступления рассчитывается по формуле

$$S_i = \frac{C_i}{1 + R_i},$$

где  $C$  — размер денежного поступления;

$R$  — текущая рыночная процентная ставка на срок до денежного поступления.

Так же как и у акций, текущая доходность облигаций зависит от частоты выплат дохода, поэтому формула текущей доходности облигации в этом случае будет иметь вид:

$$D_{то} = \left[ \left( 1 + \frac{K_r}{Ц_0} \right)^n - 1 \right] \cdot 100\%,$$

где  $K_r$  — годовая купонная ставка,

$n$  — количество выплат в год.

Эмиссия облигаций во всех странах растет и обеспечивает основную часть привлекаемых с рынка ценных бумаг денежных средств. Широко развивается рынок корпоративных облигаций и в нашей стране. Начиная с 1995 г., когда начали появляться первые корпоративные облигации, их выпуск постоянно увеличивается, и уже к настоящему времени говорят о буме на этом рынке.

### 2.3. Государственные ценные бумаги

Государственные ценные бумаги, как отмечалось, имеют давнюю историю. На них приходится значительная часть в финансировании государственного бюджета. Известны три основных

канала финансирования бюджета — налоги, на которые в развитых странах приходится до 80—90 % всех доходов бюджета, эмиссия банкнот, которая в последние годы потеряла свое значение, так как связана с ростом инфляции, и эмиссия ценных бумаг, на которую приходится оставшаяся доля доходов бюджета. В этой связи значение и объем государственных ценных бумаг постоянно возрастают. Государство может выпускать только долговые ценные бумаги.

Государственные ценные бумаги выпускаются центральным правительством и местными органами власти в целях погашения дефицита бюджета и подразделяются на следующие виды.

1. *Рыночные ценные бумаги* — это долговые обязательства, которые свободно обращаются на рынке, т.е. могут перепродаваться на вторичном рынке после их размещения на первичном рынке. Это наиболее представительная часть государственных ценных бумаг, и к ним относятся краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные.

а) *Краткосрочные* ценные бумаги (облигации и казначейские векселя) имеют срок обращения от нескольких недель до 1 года. Они, как правило, дисконтные, т.е. реализуются со скидкой от номинала, а выкупаются по номиналу. Поэтому чем ближе срок погашения, тем выше их курс и ниже доходность. Они высоколиквидные, надежные и, следовательно, низкодоходные. На краткосрочные ценные бумаги во многих странах приходится основной объем рынка государственных ценных бумаг. В США выпускаются дисконтные казначейские векселя со сроком погашения 3, 6, 9 и 12 месяцев, они размещаются на аукционе, при этом аукционы по векселям со сроком погашения 3 и 6 месяцев осуществляются еженедельно по понедельникам, а погашаются каждый четверг. Казначейские векселя со сроком погашения 9 и 12 месяцев размещаются ежемесячно в результате прямых и открытых торгов. В дальнейшем после размещения их на первичном рынке они свободно обращаются на вторичном рынке. В Германии выпускаются дисконтные казначейские сертификаты со сроком погашения от 3 месяцев до 2 лет и казначейские обязательства со сроком погашения 2 года. Последние имеют фиксированную ставку и котируются на бирже. С 1996 г. государство ежеквартально проводит эмиссию данных ценных бумаг. В России выпускаются бескупонные государственные краткосрочные облигации (ГКО) со сроком обращения 3, 6 и 12 месяцев. Эти ценные бумаги бездокументарные, существуют лишь в



виде записей на специальных счетах «депо», не имеют купонов и продаются на аукционах со скидкой к номиналу.

Б) *Среднесрочные* ценные бумаги имеют срок погашения от 1 года до 5 лет (ноты). Эти облигации купонные. Процент, как правило, платится два раза в год. В США к ним относятся казначейские ноты, которые представляют собой купонные облигации со сроками погашения от 2 до 10 лет. Они выпускаются в настоящее время только в электронной форме в виде записей на счетах и размещаются Казначейством на аукционной основе за одну неделю до окончания месяца. В Германии к таким ценным бумагам относят федеральные облигации (5 лет), федеральные кассовые облигации (3—7 лет), долговые сертификаты и сберегательные облигации (6—7лет). Федеральные облигации — это обязательства государства, которые выпускаются с 1979 г. сроком на 5 лет номиналом 100 марок преимущественно для населения. Они существуют также в безбумажной форме, т. е. в форме записей в Федеральном долговом регистре. 90 % всех облигаций выпускаются на предъявителя. Они котируются на фондовых биржах и достаточно интенсивно обращаются во внебиржевом обороте на международном фондовом рынке, прежде всего в Великобритании. Именные облигации обращаются только на внебиржевом рынке. Федеральные облигации выпускаются федеральным консорциумом, состоящим примерно из 100 немецких и иностранных банков, активно осуществляющих операции на фондовом рынке. Немецкий Федеральный банк играет в консорциуме ведущую роль, покупая около 20 % облигаций каждого выпуска в целях осуществления интервенции на фондовых биржах. Размещение облигаций осуществляется тендерным способом по американскому методу, т.е. без посредника. Федеральные кассовые облигации являются среднесрочными долговыми инструментами, выпускаются на срок от 3 до 7 лет в безбумажной форме и существуют в форме записей в Федеральной долговой книге.. Биржевой оборот этих ценных бумаг незначителен, в то время как внебиржевая торговля ими ведется достаточно активно. Долговые сертификаты выпускаются государственными федеральными органами, местными органами власти, правительствами земель, почтовыми и железнодорожными службами и относятся к среднесрочным и долгосрочным ценным бумагам. По форме и условиям реализации они схожи с контрактами на получение кредита, но имеют самостоятельную стоимость и могут с определенными ограничениями обращаться на фондовом рынке, что позволяет относить их к ценным бумагам. Долговые сер-

тификуты продаются только банкам, которые хранят их в сейфах, а на их основе выдают кредиты эмитентам, причем сами банки, как правило, денег не дают, а ищут кредитора на стороне, выступая в роли посредника между кредитором и заемщиком. В России среднесрочными государственными ценными бумагами выступают облигации федерального займа с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД) и облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом (ОФЗ-ФД). Они обращаются сроком от 1 года до 5 лет, имеют купонный доход, определяемый в процентах от номинала, выпускаются Министерством финансов в безбумажной форме и размещаются на аукционе через уполномоченных дилеров, а вторичное их обращение осуществляется на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ).

с) *Долгосрочные* ценные бумаги (бонды) погашаются в срок от 5 до 25 лет. Они купонные. В настоящее время по этим облигациям проценты платятся один раз в полгода. В США к таким ценным бумагам относят облигации министерства финансов со сроком обращения от 10 до 30 лет. Они также выпускаются в бездокументарной форме и чаще всего носят оговорку о досрочном выкупе. Все эти облигации купонные. В Германии к долгосрочным государственным ценным бумагам относятся облигации **ФРГ** со сроком погашения от 5 до 40 лет, являющиеся наиболее ликвидными и качественными среди всех долговых инструментов государства. Первый выпуск таких ценных бумаг был осуществлен в 1952 г. С 1972 г. они эмитируются только в безбумажной форме, их движение отражается в Федеральном долговом регистре, с номиналом, выраженным в марках. Выпускаются облигации несколько раз в год. Выплачиваемый по ним процентный доход фиксированный и не облагается налогом, что делает их привлекательными для многих инвесторов: немецких и зарубежных банков, страховых компаний, инвестиционных фондов, частных лиц, иностранных правительств и учреждений. В России на данный момент остались только облигации внешнего государственного валютного займа (ОВГВЗ), которые были выпущены в 1992 г. для оформления долгов Внешэкономбанка СССР определенными траншами, зависящими от срока погашения конкретного выпуска (с мая 1994 г. по май 2008 г.). По этим облигациям был установлен фиксированный купонный доход, равный 3 % годовых.

2. *Нерыночные ценные бумаги* — это долговые обязательства, которые не обращаются на рынке. Они покупаются и погашаются, а

перепродавать их нельзя. Этот вид ценных бумаг не нашел широкого распространения. Однако они выпускаются правительствами разных стран. Примером таких облигаций являлись облигации, которые существовали в нашей стране в советское время. Они распространены как в США, так и в Германии. В Германии они выпускаются в основном для населения (казначейские финансовые обязательства на 1–2 года и сберегательные облигации на 6–7 лет) и для крупных инвесторов (беспроцентные казначейские сертификаты или дисконтные ценные бумаги, срок действия которых от 6 месяцев до 2 лет), в США выпускаются и для населения (сберегательные ноты и боны), и для предприятий (налоговые сертификаты, сертификаты задолженности). При этом стоит отметить, что налоговые сертификаты пользуются спросом. Предприятия, имеющие на данный момент времени свободные денежные средства, приобретая такие налоговые сертификаты, по сути, платят налоги вперед (авансом), так как погашение их происходит путем зачисления налогов данного предприятия в бюджет, при этом они получают соответствующий доход по этим ценным бумагам. Интерес населения к таким бумагам проявляется из-за более высокого дохода и удобных условий их погашения по сравнению с рыночными бумагами.

3. *Облигации специальных займов* выпускаются только для страховых компаний и пенсионных фондов. Осуществляется специальный целевой заем, деньги направляются на содержание государственного пенсионного фонда или фонда социального страхования. Эти облигации долгосрочные.

В целом покупателями государственных ценных бумаг выступают кредитно-финансовые учреждения (коммерческие банки, сберегательные, ипотечные), а также население, промышленно-торговые корпорации, а с конца 60-х годов — иностранные инвесторы.

Первичное размещение государственных ценных бумаг может осуществляться путем аукциона, открытой продажи либо индивидуально (подробнее см. гл. 3).

В мировой практике известно несколько способов выплаты доходов по государственным ценным бумагам.

1. Установление фиксированного процента, не зависящего от конъюнктуры рынка.

2. Применение ступенчатой процентной ставки (как правило, используется в долгосрочных ценных бумагах). Процентная ставка привязана к сроку: чем ближе к сроку погашения, тем выше процент. Такая процентная ставка дает возможность ниве-

лирывать инфляционные последствия и получать в дальнейшем более высокие проценты.

3. Использование плавающей процентной ставки. Выплата дохода в таком виде практикуется при нестабильной экономической ситуации в стране, инфляции и позволяет инвестору и эмитенту в каждый данный момент иметь тот доход, который сложился на рынке с учетом настоящей экономической конъюнктуры. Иначе говоря, при возрастании инфляции и соответственно увеличении процентных ставок на рынке проценты по данной облигации также будут повышены, и наоборот, при снижении краткосрочных процентных ставок процент по данной облигации также будет снижен. Такая асимметрия дает возможность снижения риска как для инвестора, так и для эмитента. Как правило, размер процента по таким облигациям ориентируется на ставку предложения лондонского рынка Л И БОР либо на ставку процента на данный момент в данной стране.

4. Проведение индексирования номинальной стоимости ценной бумаги. Происходит выплата купонного дохода по более высокой ставке, учитывающей уровень инфляции, что приводит к сохранению реальной стоимости вложенных в облигацию денежных средств.

5. Реализация долговых обязательств со скидкой (дисконтом) против их номинальной стоимости, т.е. облигация размещается по цене ниже номинала, а выкупается по номиналу.

6. Выплата дохода в виде выигрыша. Государство реализует облигации выигрышного займа, в соответствии с которым обязуется проводить регулярный розыгрыш выпущенных облигаций — те, кто выиграл в данном розыгрыше, получают доход по облигации и ее номинальную стоимость, те же, кто не выиграл, получают лишь номинальную стоимость облигации. Выигрышный фонд образуется за счет формирования суммы, эквивалентной процентному доходу по всему займу. Однако для заинтересованности населения (а именно для них государство выпускает такой заем) доход по выигрышам бывает разным.

Как правило, государственные ценные бумаги не облагаются налогом либо имеют льготное налогообложение, что делает их более конкурентоспособными по отношению к корпоративным ценным бумагам.

Государственные ценные бумаги выпускаются министерством финансов, казначейством, государственными органами, а также учреждениями, получающими правительственную поддержку,

агентствами и международными институтами. Такие ценные бумаги имеют правительственную гарантию: полную или частичную.

Особое место на рынке государственных ценных бумаг занимают ценные бумаги муниципальных образований. *Муниципальные ценные бумаги* — это ценные бумаги, выпускаемые местными органами власти и управления и другими местными административными единицами. Они выпускаются как средне- и долгосрочные, но с правом досрочного выкупа. Целью выпуска таких облигаций является снижение дефицита местного бюджета. Они также не облагаются налогом, что делает их привлекательными для инвесторов. Однако их надежность ниже государственных ценных бумаг, что делает их более дорогими, т.е. процент по ним более высокий. Основными инвесторами муниципальных облигаций выступают коммерческие банки, инвестиционные фонды, страховые компании и частные инвесторы. Такие ценные бумаги существуют практически во всех странах, и рынок этих облигаций динамично развивается.

## 2.4. Полуценные бумаги

Полуценные бумаги получили широкое распространение в 60-е годы XX в. и были названы так из-за того, что имели определенные ограничения по функционированию в качестве ценной бумаги, т. е. они либо не приносили доход, либо имели ограниченную сферу обращения. В этом плане принято подразделять их на две большие группы. К первой относят производные ценные бумаги, которые являются вторичными по отношению к классическим ценным бумагам — они не приносят дохода, но предполагают обмен на классическую ценную бумагу (акции или облигации), которая сможет приносить доход. В последнее время они получили название *деривативы*. Вторая группа включает финансовые инструменты, которые отличаются ограниченностью обращения (не могут обращаться на фондовой бирже) либо эмитентом, так как их могут выпускать только финансовые учреждения (банки).

### 2.4.1. Производные ценные бумаги

**Деривативы** — это производные ценные бумаги, сделки с которыми не связаны напрямую с куплей-продажей материальных или финансовых активов и которые используются для страхования рисков и извлечения дополнительной спекулятив-

ной прибыли. К таким бумагам относят конвертируемые акции и облигации, варранты, опционы, фьючерсы, депозитарные расписки.

Конвертируемые акции и облигации входят в разряд вторичных ценных бумаг. Они выпускаются с целью обмена на настоящие акции и облигации. Они не приносят текущего дохода. От них можно получить только курсовую разницу. Они дают право на обмен впоследствии на акции или облигации, если в данный момент свободных акций в продаже нет. Выпускаются для инвесторов, которые не определились, какие виды акций или облигаций им нужны. При этом они наделяются определенными условиями: например, облигация может быть обменена только на акцию и только за дополнительную плату; держатель облигации не может продать право на приобретение акции отдельно от облигации. Их роль на рынке ценных бумаг в последние десятилетия возрастает, что связано с трудностью приобретения классических акций и облигаций на первичном рынке, с изменением конъюнктуры рынка, с изменением мотивов приобретения той или иной ценной бумаги. Для эмитента выпуск конвертируемых акций и облигаций дает возможность изучения рынка в целях последующего выпуска и гарантированного размещения собственных ценных бумаг. В нашей стране такие ценные бумаги пока не используются.

**Варранты** — это обязательства, оформляемые в виде ценной бумаги, дающей право на покупку другой ценной бумаги (акции или облигации) *при их первичном размещении* по определенной цене и продаваемые эмитентом этих ценных бумаг. Варранты дают возможность эмитенту сделать выпускаемые акции и облигации более привлекательными для инвестора, так как предоставляют право последнему купить их в будущем по более низкой цене. Срок действия варрантов чаще всего составляет от 10 до 20 лет. В России в качестве варранта выступал ваучер. Он давал право при первичном размещении акций обменивать ваучер на определенное количество акций. В силу того, что в стране осуществлялась бесплатная приватизация, ваучер мог быть обменен на акции, в противном случае он мог дать право на приобретение акций по оговоренной цене. Доход варранта, как и ваучера, представляет собой курсовую маржу; так как варрант, как и ваучер, имеет цену, она может вырасти (либо упасть), эта разница и будет составлять доход. Варрант в определенной степени является разновидностью опциона, однако эмитент варранта и эмитент ценной бумаги одно и то же лицо, в то время

как при опционе они могут различаться: варрант дает право на покупку ценных бумаг при их первичном размещении, в то время как опцион — на приобретение ценных бумаг на вторичном рынке; варрант дает всегда право только на покупку, в то время как опцион — как на покупку, так и на продажу.

**Опцион** — это обязательства, оформленные в виде ценной бумаги, передающие право на покупку или продажу на вторичном рынке другой ценной бумаги по определенной стоимости на определенную будущую дату. Он имеет цену (опционную премию), которая может изменяться в зависимости от спроса и предложения на опцион. В то же время в силу того, что от приобретения ценных бумаг можно отказаться и не предъявлять при этом опцион (если цена на ценную бумагу по опциону выше, чем на данный момент на рынке), он выступает как максимально возможная величина потерь для покупателя опциона. Цена опциона, фиксируемая в контракте, называется *страйковой ценой* (ценой реализации). Опционы могут обращаться как на биржевом, так и внебиржевом рынке. Опционы, обращающиеся на бирже, носят название *котируемых* опционов и реализуются путем двойного аукциона, во внебиржевом обороте — на основе переговоров. Опционы являются распространенным явлением на рынке ценных бумаг и в большинстве своем выступают не столько как вторичная ценная бумага, а как биржевая срочная сделка, позволяющая, с одной стороны, хеджировать риск, а с другой — проводить спекулятивные операции.

**Фьючерс** — это контракт на покупку или продажу ценной бумаги в будущем по заранее оговоренной цене. Иначе говоря, фьючерс означает, что покупатель и продавец договариваются о приобретении ценной бумаги, например, через месяц, но цену, по которой будет приобретена эта ценная бумага, оговаривают в момент заключения сделки. В этом случае покупатель фьючерса уверен, что он сможет приобрести нужную ему бумагу в нужный срок. Фьючерс — это не право, а обязательство, и отказаться от этого обязательства нельзя, т.е. если цена на данную ценную бумагу будет ниже оговоренной в контракте, то покупатель все равно должен будет ее приобрести. Фьючерсы существуют только на биржевом рынке и являются спекулятивной биржевой сделкой в большей степени, нежели вторичная ценная бумага, так как чаще всего фьючерсные контракты до поставки не доводятся.

Существуют серьезные различия между этими тремя, казалось бы, одинаковыми ценными бумагами. Попробуем выразить их в виде таблицы (см. табл. 2).

Таблица 2

*Различия опциона, варранта и фьючерса*

Признаки	Варрант	Опцион	Фьючерс
Место функционирования	Первичный рынок	Вторичный рынок	Вторичный биржевой рынок
Эмитент	Эмитент ценной бумаги, под которую выпускается	Инвестор, имеющий данную ценную бумагу	Инвестор, имеющий данную ценную бумагу
Предмет продажи	Право на приобретение ценной бумаги	Право на приобретение ценной бумаги	Обязательство на приобретение ценной бумаги
Виды	Выпускаются только на покупку	Выпускаются на покупку и продажу ценной бумаги	Выпускаются на покупку и продажу ценной бумаги

*Депозитарные расписки* представляют собой ценные бумаги, выпускаемые банками или трастовыми компаниями (депозитариями), подтверждающие права собственности на ценные бумаги иностранных корпораций, задепонированных (находящихся) в дочерних компаниях депозитария или у его агентов в иностранных государствах (кастодианах) с определенным коэффициентом к депонированным ценным бумагам. Величина такого коэффициента зависит от рыночной стоимости ценной бумаги на национальном рынке и определяется в депозитарном договоре, заключаемом между эмитентом базовых ценных бумаг и депозитарием, выпускающим расписку. Иначе говоря, депозитарные расписки — это переводные свидетельства о владении акциями иностранной компании. Обычно акции хранятся в банке компании-эмитента, а корреспондентский банк в США (или другой стране) создает депозитарные расписки, которые котируются на открытом рынке вместо акций; каждая расписка соответствует определенному количеству акций; инвесторы уже ознакомлены (по крайней мере, должны быть ознакомлены, прежде чем инвестировать в них) с условиями эмиссии. Депозитарные расписки выпускаются в виде предъявительских сертификатов, если того требует инвестор. Однако для инвестора это влечет дополнительные расходы, и поэтому в большинстве случаев депозитарные расписки остаются в электронной форме.



Депозитарная расписка — это вторичная ценная бумага, она наделена теми же правами, что и базовая ценная бумага, но имеет хождение на зарубежных рынках. При выпуске такой ценной бумаги участвуют несколько субъектов — инвестор, готовый приобрести депозитарную расписку, брокер, осуществляющий покупку и продажу от имени инвестора депозитарной расписки, депозитарий или депозитарный банк, где хранятся ценные бумаги и который занимается выпуском депозитарных расписок, кастодиальный банк — филиал или дочерняя компания депозитарного банка в другой стране, где может быть выпущена расписка. На кастодиальный банк возлагается достаточно большое количество функций, что определяет его ведущую роль в выпуске депозитарных расписок. В частности, он ведет учет, хранение и перерегистрацию акций, под которые выпускаются депозитарные расписки, в реестре на имя депозитарного банка как номинального держателя (по его указанию); уведомляет депозитарный банк о предстоящих и осуществленных корпоративных действиях эмитента акций; производит конвертацию и перевод депозитарному банку доходов по ценным бумагам (дивиденды, проценты); осуществляет удержание налогов по выплатам по ценным бумагам; участвует в голосовании на собраниях акционеров по поручению депозитарного банка; обеспечивает депозитарный банк информацией об эмитентах ценных бумаг, под которые выпущены депозитарные расписки.

Механизм создания и функционирования такой расписки достаточно прост. Эмитент базовой ценной бумаги (акции), который выступает инициатором выпуска депозитарной расписки, депонирует ее в местном кастодиальном банке, имеющем договорные отношения с депозитарным банком, выпускающим депозитарные расписки. Если же инициатором выпуска депозитарной расписки выступает инвестор, который дал заказ брокеру на приобретение депозитарной расписки, то в этом случае брокер покупает акции компании в стране эмитента и депонирует их в местном кастодиальном банке. Кастодиальный банк представляет депозитарному банку подтверждение о том, что задепонированные акции компании перерегистрированы на имя номинального держателя, который определяется по соглашению сторон (обычно в качестве номинального держателя выступает сам депозитарный банк или специально учрежденная им организация). Кастодиальный банк направляет сообщение о наличии акций на счете, их перерегистрации на номинального держателя и поручение на выпуск депозитарных расписок депозитарному банку.

В сообщении указываются количество задепонированных акций, наименование эмитента, наименование брокера и получателя депозитарной расписки. Депозитарный банк выпускает депозитарные расписки (как правило, на каждый сохраняемый в банке пай создается по одной депозитарной расписке, но это не обязательно) и осуществляет их перевод на счет получателя в другом депозитарии, получая за это комиссионные от брокера (при выпуске американских депозитарных расписок от 3 до 5 центов за каждые 100 депозитарных расписок). Депозитарный банк может под свою ответственность и за дополнительную плату осуществить поставку депозитарных расписок до фактической перерегистрации акций на номинального держателя только на основании уведомления о совершении соответствующей покупки. Такая операция носит название **пререлиз**. Банк-депозитарий действует в соответствии с депозитным договором, сторонами которого являются депозитарий, эмитент и все лица, в то или иное время являвшиеся собственниками депозитарных расписок. Владелец может в любое время обменять АДР на депонированные ценные бумаги иностранного эмитента. Для дополнительного выпуска депозитарных расписок может быть депонирована новая порция ценных бумаг иностранного эмитента.

Для погашения депозитарных расписок инвестор поручает брокеру продать их. Брокер посылает поручение другому брокеру на рынке эмитента на продажу акций, задепонированных под депозитарные расписки. Когда покупатель найден, брокер уведомляет об этом депозитарный банк, который погашает депозитарную расписку и посылает кастодиальному банку сообщение о погашении депозитарной расписки. Кастодиальный банк перерегистрирует акции на нового владельца. Депозитарный банк взимает комиссионные с брокера за погашение депозитарной расписки. Необходимо отметить, что в обычном порядке депозитарные расписки выпускаются после перерегистрации акций на депозитарный банк как номинального держателя и погашаются до перерегистрации акций на нового владельца, т.е. депозитарные расписки выпускаются под обеспечение акций.

Таким образом, депозитарным распискам присущи основные характерные черты:

- расписки представляют собой ценные бумаги неамериканских компаний;
- американские депозитарные расписки деноминированы в долларах США;

- на фондовом рынке расписки обращаются наравне с американскими/международными ценными бумагами;
- расписки свободно обращаются в США (и в Европе);
- расписки проходят процедуру листинга на крупнейших фондовых биржах и используются для привлечения капитала на американском или международном рынке капитала;
- расписки могут изменять свое название в зависимости от территории распространения (американские, европейские или глобальные депозитарные расписки).

Депозитарные расписки дают возможность эмитенту привлечь дополнительные денежные средства и подготовить почву для размещения своих акций за рубежом. Кроме того, ликвидность таких ценных бумаг возрастает на внутреннем рынке.

Наиболее распространены американские депозитарные расписки (АДР), которые существуют с 1927 г. и выпускаются американскими депозитарными банками. Первые современные АДР были изданы в 1983 г. и не регистрировались в Комиссии по ценным бумагам и биржам США. Около двух третей выпусков американских депозитарных расписок (АДР) зарегистрированы в Национальной ассоциации дилеров ценных бумаг США (НАСД), а большинство остальных — на Нью-Йоркской фондовой бирже. В 1990 г. в США появилась новая разновидность АДР — ограниченные депозитарные расписки (RADR — Restricted American Depository Receipts). Они могут обращаться только среди квалифицированных институциональных покупателей, и требования к ним со стороны Комиссии минимальны.

АДР бывают спонсированные и неспонсированные. Суть спонсированных в том, что вся цепочка выпуска АДР идет на основе договора. Инициатором может быть как банк, так и эмитент. Различают пять типов спонсируемых проектов депозитарных расписок. Два из них проводятся с целью увеличения количества акционеров без эмиссии новых ценных бумаг, а остальные приводят к увеличению капитала компании, потому что иностранный эмитент выпускает новые ценные бумаги. Неспонсированные — когда банк выпускает АДР на акции, которые уже имеются в депозитарии, и банк ставит в известность эмитента акций после того, как выпускает АДР. Их доля очень невелика. Существуют три случая выпуска неспонсируемых АДР: 1) когда депозитарию представляется целесообразным выпустить АДР на акции зарубежного эмитента; 2) когда владелец крупного пакета акций иностранного эмитента или американский брокер ожидает прибыль, он поручает депозитарию выпустить депозитарные

расписки; 3) по договоренности с иностранным эмитентом, желающим после проведения неспонсируемого проекта приступить к реализации спонсируемого проекта у того же депозитария, банк-депозитарий может выпускать неспонсируемые АДР (этот метод эмиссии является наиболее распространенным). В проекте могут принимать участие несколько депозитариев. Все расходы по проекту ложатся на держателя неспонсируемых АДР, включая оплату конвертации дивидендов. Торговля неспонсируемыми АДР осуществляется только на внебиржевом рынке. Сделки заключаются по телефону на основе обмена информацией.

Существуют также глобальные депозитарные расписки (ГДР), которые выпускаются всеми банками, а обращаются на европейском рынке, и европейские депозитарные расписки — ЕДР, разработанные Ситибанком и Парижской фондовой биржей в 1999 г. ЕДР предоставляют возможность использования рынка акций Европы, денонмированных в новой денежной единице — евро. Программа их выпуска направлена на полную заменимость обыкновенных акций, АДР и ГДР и использование более сильного спроса на финансовые инструменты на национальном рынке, в США или в Европе для увеличения акционерного капитала компании. Таким образом, ЕДР предоставляют возможность размещения финансовых инструментов на трех главных рынках. Поэтому первые эмитенты были активно представлены развивающимися странами, в том числе латиноамериканскими голубыми фишками, а не государствами с переходной экономикой.

Первой российской компанией, эмитировавшей свои ценные бумаги за рубежом, стало предприятие связи «Вымпелком» (оператор московской сотовой сети «Билайн»). Давно обращающиеся на вторичном рынке американские депозитарные расписки третьего уровня надежности на акции «Вымпелкома» (что является достаточно высоким достижением для страны с переходной экономикой) появились на Нью-Йоркской фондовой бирже в 1995 г. Крупная компания российского энергетического сектора — РАО «Газпром» в октябре 1996 г. выставила на продажу на международном рынке через андеррайтера (агента по размещению) «Морган Стэнли» 9 % своих акций, что стало примером широкомасштабного выхода российских ценных бумаг на мировую арену после распада СССР. Однако доля российских корпоративных заемщиков среди заемщиков из других стран все еще очень мала — Россия входит в число «прочих» стран, осуществляющих эмиссии депозитарных расписок.

### *2.4.2. Финансовые инструменты*

Финансовые инструменты представляют собой ценные бумаги, выпускаемые исключительно банками. Они относятся к разряду полуценных бумаг. Это долговые ценные бумаги, которые приносят доход их владельцу, но имеют ограниченную сферу обращения — они не обращаются на фондовой бирже. К ним относятся депозитные и сберегательные сертификаты, инвестиционные сертификаты, векселя, ценные бумаги по реализации долгов.

Депозитные и сберегательные сертификаты, инвестиционные сертификаты — это свидетельства банков о внесении средств, дающие право на получение вклада и процента по нему, который зависит от срока и от суммы депозитного сертификата. Депозитные сертификаты появились не так давно и стали как бы симбиозом срочного вклада и ценной бумаги. Они более выгодны для банка, чем срочные вклады, так как их погашение не может быть раньше указанного срока (в отличие от срочного вклада, когда изъятие возможно с пониженной ставкой процента), что дает возможность для банка более полного использования этих средств без определенного резерва. Чтобы они были выгодны для клиента, банк не только устанавливает более высокую процентную ставку, но и возможность их передачи (продажи) в другие руки, что делает их схожими с ценными бумагами. Депозитные сертификаты могут быть приобретены в любое время в течение периода их действия, а проценты начисляются со дня покупки. Существует множество депозитных сертификатов: с плавающей и фиксированной стоимостью, с плавающим и фиксированным сроком, с разными сроками — от 30 дней до 8 лет. Большинство сертификатов не подлежат передаче другому лицу, а следовательно, могут быть превращены в наличные деньги только путем возврата их данному банку. Средства можно снять и до истечения срока, но уплатить штраф, который предполагает удержание причитающихся процентов за 3 месяца и снижение ставки за оставшееся время до уровня, предусмотренного для обычного сберегательного вклада. Новые типы, появившиеся в последние годы на Западе, — передаваемые депозитные сертификаты для крупных держателей. Дилеры организуют вторичное обращение этих сертификатов, что позволяет банку мобилизовать ресурсы крупных инвесторов, которые в противном случае помещали бы свои средства в казначейские векселя или другие денежные документы. Обычно продаются пенсионным фондам, корпорациям, правительственным учреждениям. Они носят краткосрочный характер (менее года), и процент по ним на

30—40 базовых пунктов выше, чем по векселям. Мелкие инвесторы предпочитают краткосрочные сертификаты денежного рынка. На Западе они выпускаются на предъявителя и обращаются на вторичном внебиржевом рынке. Инвестиционные сертификаты предполагают достаточно большой номинал, что привлекает крупных инвесторов, а также длительный срок обращения — 5 лет, сберегательные сертификаты выпускаются для привлечения средств населения сроком до 5 лет. В РФ депозитные сертификаты подразделяются на депозитные сертификаты — для юридических лиц и сберегательные сертификаты — для физических лиц. Однако рынок депозитных сертификатов не сформировался в большей степени из-за того, что основная часть сертификатов выпускается как именные ценные бумаги, которые можно предъявить в банк раньше указанного срока.

К финансовым инструментам относится и вексель. Это долговое обязательство, составленное по установленной законом форме, дающее право его владельцу требовать оговоренную сумму по истечении указанного срока. Финансовые векселя выпускаются банками на короткие сроки и служат средством привлечения краткосрочных ресурсов. Выпуск финансовых векселей в некоторых странах запрещен либо ограничен. Это связано с тем, что векселя не являются эмиссионной ценной бумагой и поэтому их выпуск производится без согласования с государственными органами (в данном случае с центральным банком). Однако вексель выступает платежным средством, что увеличивает денежную массу в стране и без контроля за этим со стороны центрального банка может привести к увеличению инфляции. В России в последние годы существует ограничение на выпуск векселей, их можно выпустить только на сумму собственного капитала банка. Помимо финансовых векселей существуют еще и коммерческие векселя, которые выпускаются предприятиями под покупку товаров в кредит. Они являются своеобразным инструментом коммерческого кредита. Такие векселя имеют хождение на внебиржевом вторичном рынке. Кроме этого, существуют и казначейские векселя, которые эмитируются казначейством страны и относятся, как мы уже отмечали, к государственным ценным бумагам. В целом стоит отметить, что на Западе объемы рынка векселей имеют тенденцию к снижению, что связано с падением роли коммерческого кредита, орудием которого и является вексель. В то же время, как отмечалось, запрет или ограничения на финансовые векселя также сокращают объемы рынка векселей.

Следующий вид финансового инструмента — реализация долгов (секьюритизация). Это оформление долга в виде ценной бумаги и

продажа на рынке. При реализации долгов ценные бумаги оформляются в виде предъявительского сертификата, американские банки могут выпускать и облигации. Реализацией долгов занимаются коммерческие и ипотечные банки, которые имеют задолженность по кредиту предприятий (достаточно редко), по потребительскому кредиту, ипотечному кредитованию. Суть таких бумаг заключается в том, что, выпуская дисконтные сертификаты номиналом, равным сумме задолженности, банки продают их по цене ниже номинала тому, кто может реально получить долг. Покупатели такого сертификата получают полную сумму долга и в результате имеют прибыль в виде дисконта, как разницу между ценой покупки сертификата и долгом, полученным от должника. Банк-эмитент в этом случае несет убыток, так как получает меньшую сумму. Однако реально он получает выгоду, так как полученные деньги он направляет на кредитование, что приносит ему процент, который и погашает убыток. Конечно, банк мог бы реализовать договор обеспечения, например залог недвижимости при ипотечном кредите или товар, который был передан в залог при потребительском кредите. Но все это требует времени, что приведет к дополнительным убыткам банка. Поэтому банк старается как можно скорее реализовать такие долги. Покупателями таких сертификатов выступают как банки, имеющие возможность воздействовать на должника, так и сами должники по кредиту. Долги, оформленные в виде ценной бумаги, могут многократно перепродаваться. Реализацией долгов занимаются крупнейшие коммерческие банки.

С 80-х годов XX в. начинает практиковаться секьюритизация активов. Она означает, что банки теперь продают не только просроченные долги, но и любые активы (т. е. текущие долги в тот момент, когда кредит только выдан), получая при этом разницу между процентами по кредиту и процентами по ценным бумагам. Доход, который они при этом получают, значительно меньше, но таким образом перекладывается риск потерь и появляется возможность увеличения оборачиваемости денежных средств, что приносит дополнительную прибыль. Основные направления развития — автомобильные ссуды, ипотека, платежи по кредитным карточкам, лизинг. В России секьюритизация возникла в середине 1990-х годов, связана она была с ипотекой, но пока развития не получила.

Процесс продажи государственных долгов появился в 1970-е годы и относился к продаже долгов развивающихся стран. Ценные бумаги были дисконтные. В результате многие страны выкупили свои долги.

## 2.5. Международные ценные бумаги

Международные ценные бумаги — это ценные бумаги, выпускаемые внутри какой-либо страны в иностранной валюте и продаваемые за рубежом. Эмитентами таких ценных бумаг являются правительство страны, муниципальные органы власти, крупные корпорации и банки.

Возникновение международных ценных бумаг обусловлено интернационализацией рынка ценных бумаг. Они начали появляться после Второй мировой войны и имели приставку «евро» (от термина «евродоллары»). Образовавшийся рынок евродолларов привел к тому, что займы стали выпускаться в иностранной валюте — евродолларах. Однако широкое распространение они получили с 1970-х годов. Именно с этого момента и начали функционировать следующие ценные бумаги.

*Евроноты*, рынок которых стал развиваться с 1970 г., выпускаются в иностранной валюте внутри какой-либо страны и продаются в других странах. Они выпускаются на срок от 1 до 6 месяцев с изменяющейся процентной ставкой, ориентирующейся на ставку Л И БОР — ставку предложения Лондонской биржи. По окончании срока банк выкупает эту ноту и держит ее у себя сроком от 1 года до 5 лет, а затем предъявляет к погашению эмитенту. По сути евронота представляет собой одновременно банковский кредит и облигационный заем.

*Еврооблигации*, рынок которых сформировался во второй половине 70-х годов XX в. На них приходится до 80 % всех иностранных займов. Еврооблигации выпускаются в иностранной валюте, могут размещаться одновременно в нескольких странах, являются долгосрочными (на срок от 7 до 15 лет) и сверхдолгосрочными (имеющими ступенчатую градацию 20, 30 и 40 лет). Основными эмитентами выступают правительства стран, международные организации, транснациональные корпорации, местные органы власти. Среди еврооблигаций выделяют:

- обычные или прямые, которые не отличаются от обычных облигаций с плавающей или фиксированной ставкой процента;
- с нулевым купоном (дисконтные), т.е. облигации, по которым доход получают один раз при погашении (реализации) облигаций (при этом курс выпуска ниже номинала и может достигать 30—40 % от номинала);
- с индексируемыми процентами, когда процентная ставка привязана к индексу цен на такие товары, как золото, платина, нефть, газ;



- конвертируемые, которые могут быть обменены на другие ценные бумаги с меньшим доходом;
- облигации с опционом, дающие возможность в будущем быть замененными на акции или другие ценные бумаги;
- гибридные, представляющие собой свойства названных видов.

*Евроакции*, т. е. акции, которые выпускают международные организации для пополнения своего капитала. Примером является Международный валютный фонд. Объемы евроакций значительно ниже, чем еврооблигаций, так как инвесторы больше тяготеют к акциям известных национальных компаний. Евроакции, как правило, продаются на фондовых биржах развитых стран.

*Евродепозитные сертификаты* — это долговые обязательства, которые предназначены для крупных институциональных инвесторов. Основными эмитентами таких сертификатов выступают отделения ведущих американских, канадских, японских и европейских банков. Они выпускаются на срок от 3 до 6 месяцев с фиксированной ставкой процента и на более длительные сроки с плавающей процентной ставкой.

Чаще всего эмиссия международных ценных бумаг осуществляется посредниками — инвестиционными банками или банковскими консорциумами, в которые входит от 10 банков. В консорциумах выделяется группа гарантов и группа продаж. В группу гарантов входят страховые и инвестиционные компании, пенсионные фонды, которые гарантируют погашение ценных бумаг. Таких гарантов по одному займу может быть от 100 и выше. Члены группы продаж занимаются организацией выпуска и реализацией ценных бумаг. В основном это сами банки. Все они получают комиссионные вознаграждения. Общая сумма вознаграждения колеблется от 2 до 2,5 % займа. За организацию выпуска предполагается комиссионное вознаграждение в размере 0,4—0,5 % от суммы займа, за гарантию — 0,4—0,5 %, за реализацию ценных бумаг — 1,25—1,5 %. К выпуску международных ценных бумаг достаточно часто прибегают как правительства стран, так и муниципальные органы власти. В нашей стране такая практика особенно характерна для крупных муниципальных образований.

### **Контрольные вопросы**

1. Что такое акции и каковы их виды?
2. Что представляют собой облигации и каковы их виды?
3. Каковы виды государственных ценных бумаг?
4. Что относится к международным ценным бумагам?
5. Каковы виды производных ценных бумаг?

# Глава 3. Участники рынка ценных бумаг

## 3.1. Субъекты рынка ценных бумаг

Участниками рынка ценных бумаг являются эмитенты, инвесторы и посредники.

**I. Эмитенты** — это те, которые выпускают ценные бумаги с целью привлечения денежных средств. К ним относятся:

1. Государство (министерство финансов, казначейство).
2. Муниципальные органы власти.
3. Юридические лица— промышленные корпорации, банки, финансово-кредитные организации.
4. Физические лица.

**II. Инвесторы**— те, кто приобретает ценные бумаги. Они подразделяются на институциональных и индивидуальных инвесторов.

**I. К институциональным инвесторам** относятся финансово-кредитные институты, совершающие операции с ценными бумагами.

*Коммерческие банки* — это универсальные банки, которые среди прочих операций выполняют операции с ценными бумагами. С одной стороны, коммерческие банки размещают собственные ценные бумаги, с другой стороны, занимаются инвестированием в ценные бумаги, а также перепродажей ценных бумаг. В странах же, где нет инвестиционных банков, например в Германии, они берут на себя функции инвестиционных банков. Коммерческие банки, как правило, осуществляют на рынке ценных бумаг достаточно стабильные операции и редко выполняют спекулятивные операции. Они в первую очередь формируют портфель ликвидных ценных бумаг, к которым относятся государственные ценные бумаги, прежде всего краткосрочные, голубые фишки. Такие вложения необходимы коммерческому банку для создания резерва по вкладам населения. Долгосрочные же средства коммерческие банки размещают в долгосрочные государственные ценные бумаги, корпоративные ценные бумаги — акции и облигации. Для осуществления операций по покупке, продаже ценных бумаг, т. е. для получения дохода в виде маржи, банки могут приобретать краткосрочные ценные бумаги — векселя, сертификаты, дисконтные облигации, а также акции.

*Инвестиционные банки* — это специализированные банки, основная деятельность которых связана с рынком ценных бумаг.

К функциям такого банка относятся: привлечение денежных средств путем выпуска собственных ценных бумаг, вторичное распределение акций и облигаций, посредничество при размещении международных ценных бумаг, консультирование корпораций по инвестиционным вопросам. Инвестиционные банки бывают двух типов.

- Банки первого типа, которые занимаются исключительно операциями с ценными бумагами. Этим банкам запрещено принимать вклады населения, и капитал они формируют только за счет размещения акций и облигаций. Размещают свои средства они в ценные бумаги корпораций, реже в государственные ценные бумаги. Помимо этого они осуществляют широкую деятельность на первичном рынке ценных бумаг, именно с ними заключают корпорации договор андеррайтинга, т.е. они помогают корпорациям размещать ценные бумаги. Они же занимаются и консультированием клиентов. Такие банки характерны для США, Канады.
- Банки второго типа привлекают денежные средства путем приема вкладов населения и выпуска собственных ценных бумаг. При этом стоит отметить, что они привлекают долгосрочные вклады, что позволяет им осуществлять инвестиции в долгосрочные ценные бумаги, а также предоставлять долгосрочные кредиты. Эти банки должны в первую очередь сформировать резервы из высоколиквидных ценных бумаг (краткосрочные государственные ценные бумаги) в целях обеспечения своей платежеспособности, так как клиенты могут изымать денежные средства с вклада до момента истечения его срока. Однако основная часть денежных средств размещается в долгосрочные ценные бумаги. Эти банки также осуществляют свою деятельность на первичном рынке ценных бумаг, оказывая помощь в размещении ценных бумаг, осуществляют консалтинговые услуги, представлены они и на вторичном рынке. Такие банки в большей степени существуют в странах, где рынок ценных бумаг не нашел широкого развития, например в Италии, в последующем они будут в России.

*Страховые компании* — это компании, основной деятельностью которых является страхование. При этом они в основном привлекают долгосрочные денежные средства, которые размещают на рынке ценных бумаг, выступая крупным институциональным инвестором. Свой инвестиционный портфель они формируют, во-первых, из государственных ценных бумаг, которые обеспечивают надежность вложений и ликвидность, т. е. воз-

возможность в любой момент продать с минимальными потерями, во-вторых, из голубых фишек, преследуя те же цели, что и в первом случае, — надежность и ликвидность, в-третьих, из корпоративных акций и облигаций, на которые приходится основная доля вложений и которые приносят основную часть дохода от размещения средств.

*Пенсионные фонды* — это организации, занимающиеся привлечением денежных средств населения в виде взносов с целью их последующего возврата в виде накопленной пенсии. Для накопления денежных средств пенсионные фонды размещают привлеченные средства прежде всего на рынке ценных бумаг, что и позволяет их относить к участникам (инвесторам) рынка ценных бумаг. Пенсионные фонды в силу своей специфики привлекают долгосрочные денежные средства, что дает им возможность вкладывать деньги, покупая ценные бумаги на длительные сроки. Объектами таких вложений, как правило, выступают акции и облигации. Существует два вида фондов: фондируемые, которые предполагают накопительную пенсионную систему, и нефондируемые, осуществляющие перераспределение денежных средств от работающих к пенсионерам. Фондируемые пенсионные фонды формируют долгосрочные инвестиционные портфели, состоящие из правительственных и частных ценных бумаг, при этом почти 80 % активов пенсионных фондов составляют ценные бумаги корпораций, а свыше 30 % активов приходится на обыкновенные акции. Нефондируемые — предпочитают краткосрочные вложения в государственные ценные бумаги, так как срок между поступлениями и выплатами весьма невелик. В условиях, когда поступления нефондируемого пенсионного фонда больше, чем выплаты (а такое с каждым годом встречается все реже), они вкладываются также в долгосрочные ценные бумаги. Пенсионные фонды бывают государственные и негосударственные. Если фонд государственный, то основная часть денежных средств направляется на приобретение государственных ценных бумаг. Частные пенсионные фонды формируются при каком-либо предприятии, и в этом случае основная часть ценных бумаг, формирующих портфель ценных бумаг, — это ценные бумаги данного предприятия.

*Инвестиционные компании* — это компании, которые формируют свои средства за счет выпуска акций. Как правило, они редко выпускают облигации. Размещают деньги тоже в акциях других компаний. В качестве прибыли они имеют маржу между той суммой, которую они заплатили за привлечение денежных

средств, и той суммой, которую они получили в виде дивидендов. Сфера деятельности инвестиционных компаний на рынке весьма обширна. Помимо инвестирования в ценные бумаги они занимаются формированием дочерних предприятий, финансированием инвестиционных проектов, оказывают помощь в организации размещения ценных бумаг, выдают гарантии при размещении ценных бумаг, осуществляют дилерскую деятельность. Все это приносит дополнительный доход, который и получают в виде дивидендов акционеры данных компаний. В настоящее время инвестиционные компании существуют в двух формах: открытого и закрытого типа. Инвестиционные компании открытого типа, которые носят название «взаимные фонды», выпускают свои акции постепенно, определенными траншами, в основном для новых покупателей, постепенно формируя таким образом собственный капитал и расширяя свою деятельность. Эти акции могут продаваться и перепродаваться на рынке. Инвестиционные компании закрытого типа осуществляют выпуск акций сразу в определенном количестве. Новый покупатель может приобрести их только на рынке у прежнего владельца по рыночной цене. Наиболее успешно такие компании функционируют в США, Канаде, Японии, Англии, в последние годы стала расширяться их деятельность и в Германии. В России пока широкого распространения такие компании не получили.

*Управляющие компании фондов* — это организации, занимающиеся управлением активами инвестиционных, негосударственных пенсионных или паевых фондов. Управление инвестиционными и пенсионными фондами обычно осуществляют инвестиционные компании, получившие соответствующие лицензии, дающие право на управление активами фондов. Управление паевым фондом — это исключительный вид деятельности, который может быть совмещен только с управлением другими фондами.

*Инвестиционные фонды* — это организации, формируемые в форме акционерного общества открытого типа, основным видом деятельности которых выступает инвестирование. Инвестиционные фонды в своей деятельности опираются на коллективные формы инвестирования. Они привлекают денежные средства мелких и средних инвесторов и формируют на рынке ценных бумаг соответствующие портфели ценных бумаг, которые приносят доход. При этом стоит отметить, что коллективные формы инвестирования имеют ряд преимуществ: во-первых, инвестиционный фонд может разместить средства не в одну или две ценные бумаги, а в достаточно большое количество ценных бумаг, формируя тем самым

портфель ценных бумаг (совокупность ценных бумаг, приобретенных инвестором), и при этом обеспечить больший доход, так как ценные бумаги будут включены с разной доходностью. Не всегда то же самое может себе позволить мелкий инвестор. Во-вторых, обеспечивается диверсификация (распыление) вложения в ценные бумаги, что приводит к снижению риска, так как если даже несколько ценных бумаг из инвестиционного портфеля не принесут доход, то эти убытки покроются за счет доходов от других ценных бумаг. В-третьих, инвестиционный фонд экономит на издержках в связи с увеличением масштаба операций, что связано с тем, что затраты на отслеживание информации для управления небольшим портфелем и ведение операций (прежде всего оплата комиссионных) в пересчете на единицу вложений значительно выше, чем у профессионального инвестора с большим инвестиционным портфелем. В-четвертых, профессионализм инвестиционных фондов приводит к улучшению качества портфеля и соответственно не только уменьшает риск вложений, но и увеличивает его доходность. Все это привело к тому, что роль инвестиционных фондов на развитых рынках ценных бумаг становится все значительнее. В России первые инвестиционные фонды появились как чековые инвестиционные фонды, и их деятельность была связана с проведением ваучеризации, т.е. они приобретали ваучеры, вкладывали денежные средства и владельцам выплачивали доход. Однако из-за многих причин, прежде всего из-за низкого профессионализма, большинство чековых инвестиционных фондов перестало существовать, другие же, немного свернув свою деятельность в конце 1990-х годов, в настоящее время серьезно расширили ее. В настоящее время на российском рынке достаточно много инвестиционных фондов, которые успешно работают, принося своим клиентам достаточно стабильный высокий доход.

2. **Индивидуальные инвесторы**, в задачи которых входит приобретение ценных бумаг с целью вложения денежных средств и получения дохода. К ним относятся физические лица и предприниматели.

**III. Профессиональные участники рынка ценных бумаг.** Они постоянно находятся на рынке, отлично знают рынок, являются посредниками на рынке ценных бумаг или организуют его.

1. *Посредники.* К ним относятся: *брокеры*— посредники, выступающие за счет клиента и от имени клиента, *дилеры*, выступающие на рынке ценных бумаг от своего имени и за свой счет как посредники между покупателями и продавцами. *Маклеры* — это посредники между покупателями и продавцами ценных бу-

маг, которые постоянно заняты посредничеством при покупке-продаже ценных бумаг. Они входят в состав персонала биржи, ведут торги в товарных секциях и регистрируют устное согласие брокеров продавца и покупателя на заключение сделки. Маклер тесно сотрудничает с брокером и получает вознаграждение от каждой из сторон, участвующих в сделке, в размере, зависящем от суммы сделки. Различают зарегистрированного маклера, члена биржи, покупающего/продающего ценные бумаги за свой счет, курсового маклера, ведающего котировкой курсов ценных бумаг, операционного маклера, осуществляющего операции по поручению брокеров за их счет. В Германии, в частности, выделяют *свободных маклеров*, которые являются аналогами дилеров, т.е. исполняют роль посредников между кредитными учреждениями, а также между банками, которые не располагают достаточным количеством собственных сотрудников на бирже, работают за свой счет и определяют курс в регулируемой и свободной торговле, и *официальных курсовых маклеров*, выступающих профессиональными посредниками, аналогами брокеров, назначаемых Наблюдательным Советом фондовых бирж, выполняющих функции принятия заявок на совершение операций с ценными бумагами и определение их курса, получающих комиссионное вознаграждение, место их деятельности — паркет или паркетная торговля. *Джобберы* — это консультанты по проблемам конъюнктуры рынка ценных бумаг и наиболее высокооплачиваемая часть посредников. Их деятельность необходима на рынке в связи с постоянным расширением масштаба и структуры рынка ценных бумаг, усложнением операций на этом рынке. Джобберы необходимы не только для того, чтобы правильно оценить достоинство уже выпущенных ценных бумаг, но и для того, чтобы помочь эмитентам осуществлять их новые выпуски. К ним обращаются дилеры, инвесторы, и они дают разовые консультации, решают сложные проблемы рынка, определяют перспективы изменений в курсах ценных бумаг и т. д. За это они получают комиссионное вознаграждение. Им разрешено функционировать на рынке только в качестве дилеров, в качестве брокеров — запрещено.

2. *Регистраторы* — организации, осуществляющие ведение реестров владельцев именных ценных бумаг.

Такие организации существуют не во всех странах. Например, в Германии обязанности по сбору реестров и передаче их эмитентам берет на себя депозитарная система, в частности созданный в соответствии с рекомендациями «группы тридцати» центральный депозитарий, который называется DKV («Немецкий

Кассовый Союз»). «Немецкий Кассовый Союз» осуществляет функции клирингового центра и депозитария, в то время как денежные расчеты по итогам сделок на фондовом рынке проводятся через Дойче Бундесбанк. В то же время в России регистрационная деятельность является исключительной и не может совмещаться ни с какой другой.

3. *Депозитарий* — организация, оказывающая услуги по хранению ценных бумаг и /или учету прав на них. Как правило, депозитарий существует при бирже.
4. *Клиринговая организация* осуществляет *клиринг*, т.е. деятельность по определению взаимных обязательств участников операций с ценными бумагами (как денежных, так и расчетов ценными бумагами), взаимозачет этих обязательств и расчеты по нетто-обязательствам. На практике на бирже такую функцию берет на себя расчетная палата.
5. *Консультанты по инвестированию* — это лица или фирмы, дающие своим клиентам советы по поводу помещения денег за вознаграждение.

Они предлагают разнообразные услуги — от рекомендаций по выбору ценных бумаг и стратегии до полного управления денежными операциями клиента, в том числе финансовым планированием, подготовкой налоговых деклараций и т. д. Самая обобщенная форма совета — это информационный бюллетень, который публикуется консультантом и дается клиентам. В таких бюллетенях содержатся общие советы по поводу состояния экономики, текущих событий, конъюнктуры рынка и отдельных ценных бумаг. Кроме того, консультанты по инвестированию предлагают полную оценку вложений, рекомендации и управленческие услуги. За соответствующее вознаграждение они могут сделать оценку целей, выбранных инвестором, его финансовых возможностей, текущего портфеля вложений, а также предложить ту или иную последовательность действий. В некоторых случаях консультанту предоставляется право полного распоряжения портфелем клиента. Консультантами по инвестированию выступают специалисты по финансовому планированию, биржевые брокеры, работники банков, работники агентств, публикующих подписную финансовую информацию, а также лица, работающие консультантами в индивидуальном порядке и в штате консалтинговых фирм. *Специалист по финансовому планированию* работает с индивидуальным клиентом над финансовым планом или стратегией. Личное финансовое планирование — это такая организация всех личных активов, обязательств и источников дохода, которая позволяет в



максимальной степени решить финансовые задачи инвестора. Специалист по финансовому планированию определяет финансовые цели клиента, среди которых могут быть — обеспечение защиты сбережений от обесценения, получение высокого текущего дохода, выгодное размещение средств с расчетом на будущую перспективу, максимальный прирост вложений за короткий срок, мотивы вложений, зависящие от возраста, характера, социального статуса клиента; риски вложений, такие как полная или частичная потеря вложенных средств, обесценение средств при сохранении их номинального размера, невыплата полностью или частично ожидаемого дохода, задержка в получении дохода. После того как консультант выяснил цели клиента, познакомил клиента с рисками, узнал его финансовые возможности, он начинает изучать рынок, оценивать всю связанную с этим информацию, выбирает соответствующую стратегию по покупке-продаже ценных бумаг, составляет письменный план, помогает его исполнить и время от времени пересматривает этот план в соответствии с реальными условиями. Как правило, консультант предлагает несколько вариантов и обосновывает их. Окончательное решение принимает клиент. Консультант получает плату за оказанные услуги (заключение страховых договоров, инвестирование в финансовые активы, юридические услуги) или комиссионное вознаграждение, зависящее от полученных результатов.

Для оказания услуг финансовый консультант в России, например, должен иметь лицензию на осуществление брокерской или дилерской деятельности, обеспечить соответствующий размер собственных средств в рамках норматива достаточности собственных средств, иметь в штате не менее трех специалистов и отдельное структурное подразделение, представить в Федеральную службу по финансовым рынкам уведомление о соответствии профессионального участника требованиям с приложением расчета собственных средств, бухгалтерского баланса, отчета о прибылях и убытках, список сотрудников, копии квалификационных аттестатов, перечень мероприятий, направленных на предотвращение конфликта интересов, использование служебной информации. После этого ему будет разрешено заниматься консультированием.

Главная функция *биржевых брокеров* — совершение купли-продажи по поручениям клиентов, за что они и получают комиссионное вознаграждение. Кроме того, они могут предоставлять своим клиентам информацию и советы. Многие брокеры могут сделать анализ портфеля клиента и дать ему рекомендации о том, какие изменения можно внести в портфель, чтобы он

лучше подходил для решения задач клиента. Информация клиентам, как правило, предоставляется бесплатно, а анализ портфеля, рекомендации по управлению осуществляются платно. Консультационные услуги, предлагаемые брокерами, достаточно разнообразны. Так, например, в США у биржевого брокера можно открыть счет-пакет, что позволит переложить ответственность за подбор акций на профессионала по управлению денежными потоками. Такая услуга оказывается крупным инвесторам, так как для открытия такого счета требуется, чтобы портфель стоил не менее 100 тыс. долл. За управление им взимается плата, равная 2—3 % стоимости активов, входящих в портфель. Такая плата включает в себя комиссионное вознаграждение за проводимые сделки по покупке или продаже ценных бумаг, а также вознаграждение за профессиональное управление счетом.

Как и биржевые брокеры, *банковские служащие* также предоставляют своим клиентам консультационные услуги по поводу инвестирования денег. Обычно это входит в функции трастового отдела. Услуги банка могут ограничиваться ведением счета клиента, когда банк просто принимает ценные бумаги на хранение, либо банк может взять на себя еще и управление инвестициями клиента. Обычно клиентами банка становятся мелкие и средние инвесторы. Поскольку банки стараются рекомендовать только высококлассные ценные бумаги, стиль их рекомендаций и управления инвестициями несколько консервативен. В последние годы все большее количество банков создает у себя подразделения инвестиционного консультирования, которые за определенную плату берут в управление портфели мелких инвесторов.

*Агентства подписной финансовой информации* предоставляют своим подписчикам помощь консультациями всех видов — от общих советов по поводу состояния экономики, рынков и отдельных видов ценных бумаг до периодического пересмотра портфелей и даже активного управления портфелями подписчиков. За активное управление берется дополнительное вознаграждение. При подписке обычно оговаривается, какие личные советы входят в стоимость подписки, а какие предоставляются за отдельную плату.

*Индивидуальные консультанты* осуществляют управление инвестиционными портфелями своих клиентов за вознаграждение. Этим людям платят за то, что они знают все тонкости налогового законодательства, следят за рыночной конъюнктурой и могут применить свои знания для помощи клиентам в достижении их целей. Как правило, индивидуальные консультанты обслуживают немногих клиентов и проявляют разборчивость. Иногда они

соглашаются управлять портфелем клиента на непрерывной основе, что означает предоставление им полного контроля над портфелем. Однако чаще всего они дают рекомендации непосредственно клиентам по мере развития ситуации или при появлении новых инвестиционных возможностей.

Более крупные масштабы имеет деятельность компаний, консультирующих в этой сфере. Для этого у них в штате есть исследователи и консультанты, в основном, как например, в США, присяжные финансовые аналитики, специализирующиеся по определенным типам портфелей. Одни занимаются только крупными портфелями ценных бумаг, подобранными с расчетом на рост курсовой стоимости; другие могут заниматься более консервативными портфелями, составленными с расчетом на текущий доход, но каждого клиента обслуживает один менеджер. В этих компаниях принято пользоваться математическими моделями для расчетов на компьютерах и другими сложными аналитическими приемами. Компании предпочитают иметь достаточную свободу для управления портфелями клиентов, но по настоянию клиентов последнее слово в принятии решения может сохраняться за ними. Как фирмы-консультанты, так и профессионалы, работающие в индивидуальном порядке, предпочитают клиентов, инвестирующих 100 тыс. долл. и более, и в отличие от специалистов по финансовому планированию стараются ограничиваться вопросами инвестирования.

Как показывает опыт США, многие инвесторы, особенно не самые богатые, в поисках консультаций и опыта в формировании и управлении портфелем вступают в клубы инвесторов. По юридической форме *клуб инвесторов* — это товарищество с определенной организационной структурой, процедурными нормами и общей задачей, объединяющее группу инвесторов. Целью большинства таких клубов являются вложения средств в ценные бумаги с умеренным уровнем риска для получения стабильных долгосрочных доходов. Очень редко клубы инвесторов создаются ради финансовых спекуляций.

Обычно клубы инвесторов образуются группой лиц, имеющих одинаковые цели и стремящихся к объединению как своего опыта в деле инвестирования, так и капитала для формирования портфеля инвестиций, находящегося в совместной собственности. Клубы строятся таким образом, чтобы за получение информации о тех или иных ценных бумагах или стратегиях и за анализ этой информации отвечали определенные лица. Члены клуба на своих собраниях обмениваются полученными выводами и реко-

мендациями, обсуждают их и сообща решают, принять или отклонить предложенный инструмент или стратегию. Большинство клубов обязывает своих членов делать регулярные взносы в общую кассу, тем самым увеличивая совместный капитал для дальнейших вложений. Чаще всего клубы занимаются инвестициями в акции и облигации, но иногда они образуются для инвестиций в опционы, операции с реальными активами и недвижимостью.

Для начинающих инвесторов, рассчитывающих на стабильные доходы, членство в клубе — это самый лучший способ изучения основных вопросов формирования портфелей и управления ими. Ряд полезных материалов публикует объединяющая около 7 тыс. таких клубов Национальная ассоциация объединенных инвесторов, которая проводит встречи членов клубов для обмена информацией о новейших приемах и стратегиях инвестирования. Желающие вступить в такой клуб могут получить нужную информацию и помощь от биржевых брокеров. Кроме того, все больше инвесторов принимают решения, пользуясь персональными компьютерами, и клубы могут оказать им неоценимую помощь в этом деле, беря на себя расходы на программное обеспечение.

*6. Саморегулируемые организации профессиональных участников рынка ценных бумаг* — это добровольные объединения участников рынка, устанавливающие для своих членов правила поведения на рынке и функционирующие на принципах некоммерческой организации.

Все доходы саморегулируемых организаций используются исключительно для выполнения уставных задач и не распределяются среди ее членов. Саморегулируемые организации учреждаются профессиональными участниками рынка ценных бумаг с целью создания более благоприятного климата для ведения бизнеса внутри организации, для обеспечения условий профессиональной деятельности участников рынка ценных бумаг, соблюдения стандартов профессиональной этики на рынке ценных бумаг, защиты интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся членами саморегулируемой организации, в их взаимоотношениях с государственными органами, другими участниками рынка, нечленами организации, установления правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами, обеспечивающих эффективную деятельность на рынке ценных бумаг, оказания консультационной помощи в подготовке нормативных документов регулирующим органам с целью распространения опыта, накопленного внутри организации, на весь рынок. Саморегулируемые организации вправе: получать информацию по

результатам проверок деятельности своих членов, проводимых в порядке, установленном Федеральной службой (региональным отделением Федеральной службы); разрабатывать в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» правила и стандарты осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами своими членами и контролировать их соблюдение; в соответствии с квалификационными требованиями Федеральной службы разрабатывать учебные программы и планы, заниматься подготовкой должностных лиц и персонала организаций, осуществляющих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, определять квалификацию указанных лиц и выдавать им квалификационные аттестаты; создавать компенсационные и иные фонды в целях возмещения понесенного инвесторами (физическими лицами) ущерба в результате деятельности профессиональных участников (членов саморегулируемой организации).

Ведущей саморегулируемой организацией в США выступает Национальная ассоциация дилеров, которая в 1971 г. основала внебиржевой рынок НАСДАК.

По российским правовым нормам саморегулируемые организации могут принимать форму ассоциаций, профессиональных союзов, профессиональных общественных организаций и выполнять следующие функции: саморегулирование деятельности участников на рынке ценных бумаг, поддержание высоких профессиональных стандартов и подготовка персонала, развитие инфраструктуры финансового рынка, проведение совместных научных разработок, коллективное предпринимательство в своих интересах и защита интересов инвесторов. Надзор за деятельностью таких организаций и контроль за их созданием осуществляет Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР). В настоящее время в России существует пять саморегулируемых организаций:

- Национальная лига управляющих (НЛУ), основанная 26 января 2001 г. и осуществляющая саморегулирование профессиональных участников рынка ценных бумаг, занимающихся деятельностью по управлению инвестиционными и паевыми инвестиционными фондами. Данная организация не имеет филиалов и представительств.
- Национальная фондовая ассоциация (НФА), учрежденная 9 июля 1996 г. и осуществляющая саморегулирование в области брокерской, дилерской, деятельности по управлению ценными бумагами, депозитарной деятельностью. Данная организация не имеет филиалов и представительств.

- Профессиональная ассоциация регистраторов трансфер-агентов и депозитариев, созданная 14 сентября 1994 г. и являющаяся саморегулируемой организацией регистраторов и депозитариев, а с 2002 г. и клиринговых организаций. Данная организация имеет 5 региональных представительств (Северо-Западное, Волго-Вятское, Поволжское, Сибирское, Уральское) и 7 представительств в городах Саратов, Казань, Орел, Хабаровск, Ростов-на-Дону, Омск, Красноярск.
- Профессиональный институт размещения и обращения фондовых инструментов (ПРОФИ), учрежденный 29 октября 2003 г. и осуществляющий саморегулирование профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также брокерскую и/или дилерскую деятельность на рынке ценных бумаг и оказывающих услуги финансовых консультантов и/или принимающих участие в размещении и/или обращении ценных бумаг. Данная организация не имеет филиалов и представительств.
- Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР), учрежденная в ноябре 1995 г. компаниями — профессиональными участниками фондового рынка из различных регионов России, осуществляет саморегулирование профессиональных участников рынка ценных бумаг. НАУФОР имеет 14 филиалов — Западный, Уральский, Казанский, Челябинский, Ростовский, Омский, Саратовский, Новосибирский, Орловский, Красноярский, Самарский, Иркутский, Нижегородский, Приморский.

Таким образом, торговля на рынке ценных бумаг осуществляется множеством организаций, которые не только являются самостоятельными, но и находятся под контролем со стороны саморегулируемых организаций.

Все виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг законодательно закреплены и осуществляются в соответствии с лицензиями. В России, например, такие лицензии выдаются в соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» Федеральной службой по финансовым рынкам. Различаются три вида таких лицензий: лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг; лицензия на осуществление деятельности по ведению реестра; лицензия фондовой биржи. Лицензия на осуществление деятельности на рынке ценных бумаг выдается на 3 года. Также во всех странах установлены общие требования, предъявляемые к профессиональным участникам рынка ценных бумаг, в том числе по величине минимального размера собствен-

ного капитала, в частности, в России предполагается, что минимальный собственный капитал должен быть: брокерская деятельность (за исключением операций с физическими лицами) — 5000 МРОТ (минимального размера оплаты труда); брокерская деятельность, в том числе операции с физическими лицами, — 20 000 МРОТ; дилерская деятельность — 3000 МРОТ; деятельность по управлению ценными бумагами — 35 000 МРОТ; депозитарная деятельность — 75 000 МРОТ; клиринговая деятельность — 100 000 МРОТ; деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг — 200 000 МРОТ. К профессиональным участникам также предъявляются определенные квалификационные требования, такие как образование, наличие стажа, отсутствие судимости.

### 3.2. Брокерская деятельность

Наиболее распространенными участниками рынка являются брокеры. Брокеры — это посредники при заключении сделок с ценными бумагами, не участвующие своим капиталом в этих сделках и осуществляющие их от имени клиентов и за счет клиентов, за что и получают комиссионное вознаграждение.

Брокеры на рынке ценных бумаг в настоящее время представлены фирмами. Если ранее ими являлись физические лица, то в последние годы в разных странах они начинают объединяться в фирмы, так как сделки осуществляются на крупные суммы и доверять их физическому лицу опасно. Поэтому инвесторы предпочитают иметь дело с фирмой как юридическим лицом, нежели с физическим лицом. В связи с этим к брокерским фирмам предъявляются следующие требования.

1. Они должны обладать высоким размером резервного капитала, чтобы застраховать себя от риска потерь и проводить своевременно расчеты с клиентами.

2. За состоянием финансового положения брокерской фирмы должен быть установлен жесткий аудиторский контроль, прежде всего со стороны биржи.

Брокерская фирма нанимает служащих — брокеров, и они уже как физические лица (в США) выступают на рынке. Во многих странах, и в России в том числе, брокер обязан иметь соответствующее разрешение (лицензию) на осуществление своей деятельности.

Отношения между брокерской фирмой и клиентом возникают по инициативе клиента, который выбирает брокерскую фир-

му. С целью привлечения клиентов брокерские фирмы используют различные способы, среди которых основным выступает реклама. В развитых странах действуют правовые положения об ответственности брокеров за неточную информацию в рекламе. Реклама должна содержать сведения о фирме, стаже ее работы, ее связях, деятельности, местонахождении. В начале 1960-х годов был усилен контроль за брокерами. Брокерские фирмы придерживаются определенных правил для привлечения инвесторов, к которым относятся: постоянная информация потенциального инвестора о нижнем пороге сделок, доступных для большинства инвесторов; стремление избегать специальных терминов при общении с инвестором; постоянное напоминание клиентам, что все помыслы брокера направлены на интересы клиента и что все брокеры юридически находятся в равном положении на рынке ценных бумаг; брокерские фирмы должны предоставить всю информацию об инвестировании средств.

В структуре брокерских фирм существует разделение труда. С инвестором работают лица, имеющие лицензию на этот вид деятельности. Отношения между брокерской фирмой и клиентом носят конфиденциальный характер, который имеет законодательное обеспечение, так как брокер обладает информацией о своем клиенте — среднем размере дохода и сбережений инвестора и его семьи, примерных расходах клиента, наличии каких-либо обязательств, что позволяет брокеру снизить риск неоплаты сделки со стороны клиента и определить ценовые рамки проведения операций, разглашение этой информации может нанести урон клиенту. Брокер и клиент в своей деятельности достаточно тесно взаимодействуют, что осуществляется через лиц, несущих ответственность за совершение сделки, поэтому все соглашения составляются по определенной форме в письменном виде и имеют законную силу. При этом в зависимости от того, какие обязанности будет выполнять брокер, могут быть заключены несколько видов договоров. Согласно договору поручения брокер обязуется совершить от имени и за счет клиента определенные сделки, иначе говоря, брокер имеет право заключать сделки для клиента. Стороной этой сделки становится клиент, и именно у него возникает соответствующие права и обязанности по сделке. Он самостоятельно должен осуществлять расчеты по сделке со своего счета в реестре или депозитарии (при продаже ценных бумаг) или с расчетного счета в банке (при покупке ценных бумаг). В соответствии с договором комиссии одна сторона (брокер-комиссионер) обязуется по поручению другой (клиента) за вознаграждение совершить одну или



несколько сделок от своего имени, но за счет клиента. Поскольку сделку осуществляет брокер, права и обязанности по сделке возникают у него. Договор комиссии может предусматривать обязательство хранить деньги, предназначенные для покупки ценных бумаг или полученные в результате их продажи, на забалансовых счетах брокера и право их использования брокером до момента возврата клиенту в соответствии с условиями договора. Часть прибыли, полученной от использования указанных средств и остающейся в распоряжении брокера, перечисляется клиенту. Чаще всего используется агентский договор, в соответствии с которым брокер обязуется за вознаграждение совершать по поручению клиента сделки от своего имени, но за счет клиента, либо от имени клиента и за счет клиента. Брокер, заключая агентский договор со своим клиентом, предполагает, что их взаимоотношения будут носить не разовый характер. Поэтому сфера действия этого договора шире, чем у предыдущих договоров. Действуя согласно агентскому договору, брокер следит за рынком и исполняет заявки своих клиентов путем заключения сделок с ценными бумагами, выступая при этом в качестве поручителя или комиссионера; решает все вопросы с контрагентами по правильному оформлению сделки, предоставлению необходимых документов; переоформляет права собственности в реестрах и депозитариях и поддерживает связи с реестрами и депозитариями с помощью курьеров; решает вопросы, связанные с получением дивидендов и процентов по ценным бумагам; доводит до сведения своих клиентов информацию, полученную от эмитентов; представляет документы для бухгалтерского учета, а также ведет учет активов раздельно по каждому клиенту; обеспечивает правовую базу работы; осуществляет разнообразные вспомогательные сделки (сделки репо, заем, залог и др.); предоставляет консультации и аналитические обзоры.

После того как договор подписан, клиент может либо сам выбрать брокера, либо его назначает фирма и клиент начинает работать непосредственно с данным брокером. Брокеру направляется поручение от клиента и открывается счет на имя брокера. Счет открывается на имя брокера в любом случае, независимо от вида сделки. В момент совершения сделки денег на счете брокера может быть недостаточно, чтобы такого не случилось, существует общее правило проверки кредитоспособности клиента, введение фондовыми биржами принципа «знать своего клиента». Для соблюдения этого правила брокер должен потребовать от инвестора открытие банковского счета и внесение существенного депозита либо огово-

речь с клиентом гарантии, особенно если клиент выступает в качестве покупателя. Такими гарантиями могут быть: вексель на всю сумму сделки, залог в размере 25—100 % сделки, внесенный на счет брокера, текущий счет, открытый для брокера, страховой полис, предоставленный брокеру, аккредитив (форма безналичных расчетов, когда банк дает гарантию на то, что сумма будет оплачена), банковская гарантия. Брокерская фирма должна информировать своего клиента о тех гарантиях, которые дает его контрагент. Не исключено, что брокерская фирма осуществляет операции за свой счет, предоставляя клиенту кредит, и берет на себя весь риск, связанный с совершаемыми сделками. В этом случае ее доход включает не только комиссионное вознаграждение, но и процент за кредит. Впрочем, в этом случае брокерская фирма выходит за рамки чисто посреднических операций и приближается по характеру своей деятельности к дилерским фирмам. После открытия счета инвестор может покупать и продавать ценные бумаги через брокера по телефону (до 90 % сделок), по факсу или по электронной почте. Получив заказ на сделку, брокер передает заказ брокеру, который работает на бирже и совершает сделку. По совершении сделки брокер немедленно должен сообщить результат клиенту. При этом обязательно пересылается официальный документ, подтверждающий сделку (счет или отчет о сумме денег, полученных в результате сделки). После осуществления покупки ценной бумаги брокер принимает на себя ответственность по своевременной оплате, он направляет клиенту счет, а сам должен подвести итоги. Сертификаты акций могут находиться у брокера или в банке. Если у брокера более простая процедура продажи, то он несет ответственность за сохранность и страхование ценных бумаг. Брокер обязан пересылать клиенту почтой все финансовые отчеты фирм, акциями и облигациями которых он обладает. Затем брокер отправляется на биржу для совершения сделки. Брокер нанимает маклеров на бирже, передает маклеру заявку, и тот покупает или продаст ценную бумагу. После совершения сделки маклер информирует брокера, сделка документально оформляется и брокер уведомляет клиента, сначала по телефону, а затем высылает документы. О совершении сделки брокер отчитывается в письменном виде (выписка из книги о регистрации сделки).

Брокеры свои операции совершают в определенном порядке.

1. Клиент передает брокеру заявку, в которой оговариваются все виды поручений:

- вид ценной бумаги — акция или облигация, эмитент ценной бумаги, какого выпуска и т. д.;

- покупка или продажа данной ценной бумаги;
- номер договора клиента с брокерской компанией;
- код брокера — при заключении договора с компанией клиент выбирает себе брокера, который имеет собственный код;
- количество ценных бумаг — может быть указан лот, состоящий из 100 акций, неполный лот, партия, состоящая из нескольких лотов. Если указан неполный лот или партия, то в этом случае брокер формирует несколько поручений в одно таким образом, чтобы сформировать лот, так как на бирже ценные бумаги в процессе аукционной торговли продаются лотами;
- срок исполнения, в качестве которого может быть распоряжение (1 день), заявка на неделю (т.е. в течение недели брокер должен приобрести или продать ценную бумагу), приказ до истечения срока (указывается максимальный срок, до которого необходимо осуществить сделку), по открытию или закрытию биржи;
- уровень цены — при этом различают рыночный приказ, когда клиент поручает брокеру приобрести или продать ценную бумагу по усмотрению брокера по рыночной цене, приказ, ограниченный условиями, как правило, при этом оговаривается минимальная и максимальная цена, либо только минимальная, либо только максимальная, стоп-заказ, когда оговаривается конкретная цена;
- по конкретным распоряжениям или реквизитам — например, чаще всего встречаются такие распоряжения, как приказ на собственный выбор, когда брокер сам выбирает ценные бумаги, цены, связанный заказ, предполагающий купить и продать, купить одну при условии продажи другой, купить все сразу; лучший приказ, предполагающий, что брокер должен выбрать лучшие условия покупки или продажи ценной бумаги; не понижать и не повышать; или — или (или купить, или продать); все или ничего и ряд других.

В договоре также оговаривается комиссионное вознаграждение брокера, которое выражено в процентах от сделки или от прибыли клиента.

2. Брокер действует в пределах определенной ему клиентом суммы, сохраняя за собой право выбора ценной бумаги в соответствии с полученной им установкой.

3. Выполнив поручение, брокер обязан в оговоренный в договоре срок известить об этом клиента и перечислить ему деньги

за вычетом комиссионного вознаграждения или предоставить ему купленные ценные бумаги.

4. Сделка должна быть зарегистрирована брокером в особой книге, и клиент вправе потребовать из нее выписку.

5. Клиент может дать приказ брокеру прекратить все порученные ему сделки. Это называется отзывом поручения.

В настоящее время брокер одновременно может обслуживать до 100 клиентов.

Доход брокерской фирмы включает в себя комиссионные вознаграждения (то, что получают брокеры, и доходы от аналитического отдела), проценты за кредит, плату за риск. В структуре брокерских фирм существуют аналитические отделы, где для своих же брокеров готовят заключения и издают по определенному кругу вопросов отчеты, которые продаются клиентам. Это дает дополнительные возможности для притока денежных средств.

### 3.3. Дилеры

Еще одним посредником на рынке ценных бумаг выступают дилеры — те посредники, которые работают на бирже от своего имени и за свой счет. Они могут быть объединены в дилерскую фирму либо существовать отдельно, как физические лица. Доход дилера представляет собой курсовую разницу, или маржу. Покупая ценные бумаги по более низкой цене, а продавая их по более высокой, дилеры выполняют на рынке следующие функции:

- обеспечивают информацию о выпусках ценных бумаг, их курсах и качестве;
- действуют как агенты, выполняющие поручения клиентов, которые иногда могут передаваться через брокеров (дилер, как правило, не связывается с маклером, он может дать заявку брокеру); часто бывает обратная ситуация, когда брокер обращается к дилеру;
- следят за состоянием рынка ценных бумаг — дилеры не заинтересованы в резких колебаниях курса ценной бумаги: так как они получают разницу между ценой покупки (которая ниже) и ценой продажи (которая выше), то всегда имеют доход, но при резких колебаниях курсов ценных бумаг цена покупки может оказаться выше, и в этом случае дилеры проиграют (поэтому считается, что дилеры являются организаторами рынка ценных бумаг — если спрос на

ценные бумаги растут, дилеры тут же начинают продавать свои бумаги, курс выравнивается и т.д.);

- \* дают импульс развитию рынка ценных бумаг, сводя покупателей и продавцов, т.е. выступают как катализаторы рынка, выполняя при этом брокерские операции.

Действия дилеров на рынке ценных бумаг отличаются большей масштабностью, чем действия брокеров, поэтому дилерские фирмы обладают более значительным капиталом, чем брокерские компании. Этот капитал они увеличивают за счет прибыли и комиссионных. Дилерские операции осуществляются на основе котировок<sup>1</sup> ценных бумаг, которые могут быть объявлены только дилером. Дилер берет на себя обязательство по поддержанию минимального количества котировок по каждой котируемой бумаге. А все остальные участники торговли (брокеры) при выполнении клиентских заказов должны обращаться к дилерам соответствующих ценных бумаг. Основная роль дилера, таким образом, состоит в том, чтобы назвать двустороннюю котировку рыночным посредникам для обеспечения ликвидности ценных бумаг, обращающихся на рынке.

В дилерских фирмах также существует специализация: если дилер занимается только операциями с ценными бумагами, его называют дилером с ограниченной ответственностью. Их риск в процессе купли-продажи ценных бумаг значительно ниже, чем у эмитентов и инвесторов, в силу того, что он существует в течение меньшего периода времени.

### **Контрольные вопросы**

1. Назовите основных участников рынка ценных бумаг.
2. Кого относят к эмитентам и инвесторам?
3. В чем отличие брокера от дилера?
4. Каковы виды брокерских договоров?

<sup>1</sup> Под котировкой понимается предложение на покупку-продажу, содержащее наименование ценной бумаги, ее эмитента и существенные условия сделки (количество акций, валюта расчета, сроки исполнения обязательств).

## Глава 4. Структура рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг неоднороден и в зависимости от эмиссии ценных бумаг подразделяется на *первичный*, где происходит реализация новых видов ценных бумаг, и *вторичный* рынок, на котором осуществляется перепродажа ценных бумаг. В зависимости от места проведения сделок с ценными бумагами различают *биржевой*, где торговля ценными бумагами происходит на фондовых биржах, и *внебиржевой* рынок, который не имеет определенного места торговли ценными бумагами и подразделяется на *организованный* и *неорганизованный* рынки. Все эти разновидности рынка ценных бумаг представляют собой весьма необходимый и важный элемент рыночной экономики, и особенно ее кредитно-финансовой надстройки (рис. 1).

Указанные рынки, составляющие структуру рынка ценных бумаг, противостоя друг другу, взаимно дополняют друг друга. Данное противоречие обусловлено тем, что, выполняя общую функцию по торговле и обращению ценных бумаг и мобилизации капитала, они руководствуются специфическими методами отбора и реализации ценных бумаг. Так, первичный рынок представлен преимущественно облигациями, в то время как на бирже основным объектом торгов выступают акции. Если на первичном рынке осуществляется непосредственное инвестирование экономики путем мобилизации капитала, то посредством вторичного рынка происходит лишь перераспределение собственности и проведение спекулятивных операций. На протяжении всего послевоенного периода как в практическом, так и в



Рис. 1. Структура рынка ценных бумаг

теоретическом плане довольно остро стоял вопрос о соотношении внебиржевого и биржевого оборота. Если основная часть ценных бумаг раньше обращалась на биржевом рынке, то сегодня, особенно с развитием электронных систем торговли, основная их часть обращается на внебиржевом рынке, на который приходится до 90 % продаж ценных бумаг. При этом особую роль в настоящее время играет вторичный организованный внебиржевой, или уличный, рынок, появившийся в 70-е годы XX в. сначала в США, а затем и в других странах, ставший реальным конкурентом фондовых бирж, что позволило говорить о наметившейся тенденции вытеснения биржевой торговли.

#### 4.1. Первичный рынок

Исходным звеном функционирования рынка ценных бумаг в определенной степени является первичный рынок. На нем основные эмитенты (государство, муниципалитеты, промышленные компании и кредитные институты) осуществляют эмиссию и первоначальное размещение ценных бумаг, которые впоследствии либо «осядут» у инвесторов, либо перейдут на вторичный рынок. Основную роль на этом рынке играют инвестиционные (как, например, в США, Канаде) или коммерческие банки (как, например, в ФРГ), банкирские дома, крупные брокерские компании. Однако для эффективной реализации ценных бумаг и снижения риска потерь создаются специальные эмиссионные консорциумы или синдикаты, объединяющие разные институты фондового рынка и различных инвесторов. Как правило, при помощи эмиссионных консорциумов размещаются крупные партии ценных бумаг. Если новый выпуск ценных бумаг оказывается слишком большим для инвестиционного банка, он обращается к другим банкам с целью сформировать эмиссионный синдикат или консорциум и объединить усилия по размещению выпуска. Эмиссионные консорциумы могут действовать по принципу «раздельного счета», когда его участники несут ответственность в пределах своего участия и выделенной им доли выпуска. Действуя согласно данному принципу, участники консорциума несут коллективную, совместную ответственность за размещение всего выпуска пропорционально размеру своего участия, однако договор о размещении ценных бумаг заключается между эмитентом и инвестиционным банком, который и формирует консорциум. При этом основная ответственность перед эмитентом лежит на данном банке. Например, в ФРГ на первичном рынке государственных ценных

бумаг 25—40 % общего объема эмиссии размещает Федеральный консорциум, получая за это консорциальное вознаграждение в размере 0,875 %, остальная часть реализуется путем тендерного размещения, осуществляемого федеральными земельными банками при содействии Бундесбанка. Федеральный консорциум был образован в 1952 г. при содействии Центрального банка ФРГ—Бундесбанка. В него входят Бундесбанк, государство, Управление федеральными долгами, важнейшие банки.

Таким образом, *первичный рынок* — это рынок первых и повторных эмиссий ценных бумаг, на котором осуществляется их первоначальное размещение среди инвесторов. На первичный рынок приходят все ценные бумаги, которые в дальнейшем частично остаются в руках инвесторов, но большей частью уходят на вторичный рынок, где передаются из рук в руки. Первичный рынок имеет свои особенности.

1. Он внебиржевой, т.е. торговля ценными бумагами идет вне биржи. Исключение составляют первичные рынки Германии, Франции и России, где первичное размещение ценных бумаг осуществляется на бирже. В частности, в Германии все виды ценных бумаг, за исключением еврооблигаций, первично размещаются на официальном биржевом рынке (*amtlicher Handel*), а обыкновенные акции реализуются на регулируемом рынке.

2. На первичном рынке представлена наиболее полная информация об эмитенте, позволяющая сделать обоснованный выбор вида ценной бумаги для вложения денежных средств. Открытости информации подчинено все, что происходит на первичном рынке: подготовка проспекта эмиссии, его регистрация и контроль государственными органами с позиций полноты представленных данных, публикация проспекта и итогов подписки и т. д.

3. Это оптовый рынок, ценные бумаги продаются на нем только крупными партиями.

4. На этом рынке могут присутствовать только крупные инвесторы — инвестиционные банки и компании, коммерческие банки и ряд других.

5. Это, как правило, рынок без посредников (брокеров и дилеров), а если они есть — то это только банки.

6. На этом рынке в настоящее время в основном преобладают облигации. Это связано с тем, что в связи со снижением объема контрольного пакета акций предприятия не заинтересованы в увеличении эмиссии акций и предпочитают привлекать денежные средства за счет привлечения заемных средств.



7. Имеет собственные методы размещения, среди которых наиболее известными являются следующие.

*Андеррайтинг.* Это среднесрочный договор между эмитентом и инвестиционным банком о размещении ценных бумаг. Наибольшее распространение получил в США, Англии, Канаде (где есть инвестиционные банки, осуществляющие свою деятельность на рынке ценных бумаг). В России он также нашел свое применение. Существуют три вида договора андеррайтинга. Согласно первому эмитент ценной бумаги заключает договор с инвестиционным банком, на основании которого банк консультирует эмитента по вопросам эмиссии (о сроках эмиссии, размере, проспекте, рекламе и т.д.) и размещения ценных бумаг. Эмитент оставляет за собой право самому распределить ценные бумаги в течение определенного срока, а затем по истечении срока инвестиционный банк приобретает не размещенные эмитентом ценные бумаги и размещает их на вторичном рынке. За это банк имеет комиссионное вознаграждение. Такой метод размещения выгоден как для эмитента, так как он, с одной стороны, может сам разместить пакет ценных бумаг по курсовой цене, а с другой стороны, он уверен в реализации всего эмитированного пакета ценных бумаг и привлечения соответствующей, необходимой суммы денежных средств. Банку это также выгодно, так как он имеет вознаграждение от эмитента, а за последующую реализацию ценной бумаги получает курсовую маржу как разницу между приобретением ценных бумаг у эмитента и их реализацией на рынке. Как правило, такой вид андеррайтинга используется, когда акции компании уже востребованы инвесторами и нет особых проблем с их реализацией.

Согласно второму виду договора инвестиционный банк берет на себя обязательство либо выкупить ценные бумаги, либо предоставить равноценный кредит эмитенту (равный номинальной стоимости выпущенных ценных бумаг). В данном случае эмитент сразу получает всю необходимую сумму денежных средств и направляет ее в производство, что не приводит к перерыву в производственном цикле и соответственно увеличивает оборачиваемость капитала. Банк за это получает комиссионное вознаграждение. Однако если в первом случае эмитент не занимается реализацией ценных бумаг, то во втором случае, получив кредит, эмитент направляет эти деньги в производство, а сам продолжает заниматься реализацией собственных ценных бумаг. Он реализует их по курсовой стоимости, за что получает учредительскую прибыль (разницу между курсовой стоимостью и номиналом) и из

нее выплачивает проценты по кредиту. При таком договоре обязательство по консультированию и помощи в эмиссии ценных бумаг также берет на себя банк, за что и получает комиссионное вознаграждение. Такой вид договора подписывают, как правило, эмитенты, не уверенные в быстрой реализации ценных бумаг и предпочитающие сразу получить деньги и возместить расходы, связанные с эмиссией, за счет возрастания прибыли предприятия.

В соответствии с условиями третьего договора инвестиционный банк не берет на себя обязательств по выкупу ценных бумаг у эмитента, а обязуется помогать в размещении ценных бумаг, чтобы они были проданы в кратчайшие сроки. В этом случае банк проводит активную рекламную кампанию, более ответственно подходит к срокам и условиям эмиссии ценных бумаг, получая за это комиссионное вознаграждение. Такой договор заключается, если у эмитента нет жесткой необходимости в привлечении денежных средств в сжатые сроки, так как в этом случае он получает не только номинальную, необходимую сумму денежных средств, но и учредительскую прибыль за минусом комиссионного вознаграждения.

*Публичный метод.* При этом методе банк помогает эмитенту размещать ценные бумаги, ставя всех в известность о предстоящем размещении ценных бумаг, занимается организаторской работой. За это он получает комиссионное вознаграждение. Эмитент сам размещает ценные бумаги, поэтому курсовая разница достается ему в виде учредительской прибыли. Публичное размещение ценных бумаг — это процесс размещения ценных бумаг на рынке с целью привлечения внешнего капитала для реализации намеченных компанией планов собственного развития. Оно бывает первичным, когда размещается первый выпуск ценных бумаг, когда происходит либо появление новой компании, либо превращение закрытого акционерного общества в открытое; вторичным — когда осуществляются последующие эмиссии ценных бумаг, и второстепенное вторичное, в процессе которого происходит продажа собственных ценных бумаг при закрытии компании. В свою очередь, публичное размещение осуществляется в форме подписки, свободной продажи и тендера, частное размещение предполагает свободную продажу ценных бумаг. Размещение в форме подписки осуществляется путем твердого установления цен и методом «Bookbiling»<sup>1</sup>. В первом случае

<sup>1</sup> *Rippel IV., DM-Bonds. Strukturen und Usancen, Kleinwort Benson Research, Aug/1996.*

цена продаж устанавливается перед началом подписки и действует в течение всего ее срока, инвесторам остается лишь определить количество и стоимость покупаемых ценных бумаг. Если в ходе подписки эмиссия будет исчерпана, подписка может быть досрочно прекращена. Во втором случае в процесс установления цен вовлекаются инвесторы. В эмиссионном проспекте обозначаются 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 получают долгосрочно ориентированные инвесторы. Свободная продажа связана с обязательным опубликованием эмиссионного проспекта, но курс ценной бумаги остается свободным и устанавливается соотношением спроса и предложения. Тендерный метод предполагает публичное размещение с помощью проведения аукционов. Данный метод получил распространение во всех странах.

*Аукцион.* Способ продажи ценных бумаг в виде публичного торга, проводимого в заранее установленном месте и в заранее обозначенное время с правом предварительного ознакомления с ценными бумагами (предоставляется информация как об эмитенте, так и о проспекте данной эмиссии). Ценные бумаги на аукционе продаются лотами тому инвестору, который предложит самую высокую цену. В процессе аукциона аукционист (лицо, проводящее аукцион) объявляет потенциальным покупателям о начальной, стартовой цене (номинале ценной бумаги). Затем инвесторы предлагают свои цены, по которым они готовы купить данную ценную бумагу. Торг продолжается до тех пор, пока не будет названа максимальная цена. Такой аукцион является повышающим и носит название «английский аукцион». Помимо этого встречается и понижающий аукцион, так называемый «голландский», на котором торги начинаются с максимальной цены и ведутся с ее понижением (ценная бумага будет продана по первой предложенной цене). При падении цены ниже номинала аукцион считается несостоявшимся и лот снимается с продажи. Различают количественный аукцион, когда инвестору требуется указать только сумму, на которую он собирается приобретать ценные бумаги, и процентный аукцион, на котором инвесторы должны указать ставку процента, на условиях получения которых они согласны инвестировать свой капитал. Инвестор вправе подать несколько заявок, а эмитент уста-

навливает минимальный курс или минимальный процент. Однако окончательно курс и процент определяются в ходе аукциона. При аукционной продаже роль банка состоит в том, что он помогает организовать и провести аукцион.

*Частный метод* (прямой). Это непосредственное размещение новых выпусков ценных бумаг среди ограниченного круга инвесторов, которые заранее известны без предварительной подписки. Такое размещение осуществляется в форме свободных продаж. Банк используется как помощник, но эмитент сам выбирает инвесторов, сам их оповещает. Банк помогает организовать эмиссию, может представить кандидатуры инвесторов. Широко используется в США, Канаде, Японии, России, в Европе используется реже.

*Новая технология.* Данный метод предполагает самостоятельную эмиссию и размещение ценных бумаг без привлечения банков. Корпорации создают в своей структуре фондовый отдел, который занимается выпуском и размещением ценных бумаг на первичном рынке. К этому методу прибегают только крупнейшие корпорации, ценные бумаги которых не нуждаются в рекламе и быстро размещаются. В этом случае расходы на содержание фондового отдела значительно ниже комиссионного вознаграждения, которое было бы заплачено банку, прежде всего потому, что объемы выпусков достаточно значительны, а комиссионное вознаграждение представляет собой определенный процент от выпуска, следовательно, комиссионное вознаграждение очень высоко, но при этом отдача достаточно низка. Данный метод получил распространение пока только среди корпораций США.

Процедура реализации ценных бумаг на первичном рынке включает в себя несколько этапов. На первом этапе ведутся переговоры банка с эмитентом относительно вида, объема и условий эмиссии, заключается эмиссионный договор, разрабатывается реклама. Особое значение на этом этапе имеет разработка проспекта эмиссии, учет в нем всех необходимых данных, отражение правильной и полной информации о ценных бумагах и эмитенте, так как если в проспекте эмиссии указаны неправильные данные об эмитируемых бумагах, ответственность за это несут издатели проспекта и лицо, давшее поручение на его издание. На втором этапе происходит так называемое «перенятие» ценных бумаг, когда конкретный институт рынка, чаще всего консорциум или банк, «перенимает» на себя ответственность по сбыту ценных бумаг и соответствующие риски, которые опреде-

ляются эмиссионным договором. Для первичного рынка характерны три вида «перенятая» эмиссии:

- *полное*, когда банк покупает у эмитентов все выпущенные ценные бумаги и становится их собственником, при этом эмитент получает полный стоимостной эквивалент эмиссии ценных бумаг;
- *комиссионное*, когда банк за определенное комиссионное вознаграждение получает от эмитента ценные бумаги на реализацию, а эмитент — деньги после полной реализации ценных бумаг;
- *представительское*, когда банк берет на себя организацию эмиссии и продажу ценных бумаг, осуществляя эти операции от имени эмитента и за его счет, эмитент при этом получает выручку от продажи ценных бумаг.

Первичный рынок всегда был и остается достаточно неопределенным и капризным. Акции и облигации могут распространяться не так активно, как хотелось бы. Возможно возникновение осложнения в эффективности предприятия-эмитента, курсы ценных бумаг могут начать снижаться. А поэтому риск гарантов может стать очень большим. Устойчивость первичного рынка во многом будет зависеть от брокеров и дилеров на вторичном рынке, их способности «фиксировать цену», т.е. придать ей стабильность, не допускать ее резких колебаний, чтобы был стабильный спрос на ценные бумаги на первичном рынке. Первичный рынок при всей его организованности всегда сохраняет потенциальную угрозу потери равновесия и стабильности. В то же время именно на первичном рынке осуществляется мобилизация денежного капитала и инвестирование его в экономику. Первичный рынок не только обеспечивает увеличение накопления в масштабе национальной экономики, но и распределяет свободные денежные средства по отраслям и сферам экономики. Критерием такого размещения в условиях рыночной экономики служит доход, т. е. свободные денежные средства направляются в те сферы хозяйства, которые обеспечивают максимальный доход. Первичный рынок выступает средством создания эффективной с точки зрения рыночных критериев структуры национальной экономики, поддерживает пропорциональное развитие хозяйства при сложившейся в данный момент норме прибыли по отдельным предприятиям и отраслям, будучи фактическим регулятором движения долгосрочного ссудного капитала. В значительной степени он определяет размеры накопления и инвести-

ций в стране, а также темпы, масштабы и эффективность национальной экономики.

Основой рынка ценных бумаг служит первичный рынок, так как именно он определяет его совокупные масштабы и темпы развития. Однако объемы первичных рынков в развитых странах в настоящее время существенно различаются. Несомненно, первое место по объемам выпуска и по обороту занимает первичный рынок США, несколько отстает от него сравнительно молодой рынок Японии, а вот Германия в последние годы прочно удерживает третье место, серьезно конкурируя с другими странами, такими как Франция и Великобритания. В последние годы активно идет процесс интернационализации рынков ценных бумаг, в том числе и первичного, что обязательно скажется и на развитии экономики стран в целом, так как перераспределение капитала между странами будет вестись значительно активнее.

В России первичный рынок, как, собственно, и рынок в целом, сформировался в 1992 г. При этом образовался он как внебиржевой рынок, связанный с приватизацией экономики и выпуском приватизационного чека (ваучера), и к середине 90-х годов XX в. был представлен преимущественно акциями, размещающимися путем открытой или закрытой подписки, посредством фондовых магазинов, отделений связи, банков и других каналов. В настоящее время первичное размещение ценных бумаг в России осуществляется либо непосредственно эмитентом, либо с помощью фирмы-посредника — профессионального участника рынка ценных бумаг. При этом основная часть выпусков размещается именно самим эмитентом, что связано с недостаточностью средств для привлечения посредника, опыта организации внебиржевой торговли у профессиональных участников. Помимо этого в России организовано и осуществляется биржевое первичное размещение ценных бумаг. Однако это в большей степени касается государственных ценных бумаг. Их размещение осуществляется на аукционах при посредничестве Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ).

## 4.2. Вторичный рынок

Вторичный рынок — это рынок, на котором обращаются ранее эмитированные ценные бумаги. Основная часть ценных бумаг, приобретенных на первичном рынке, возвращается на рынок, так как была приобретена не в целях инвестирования, а для

получения курсовой разницы. Эти ценные бумаги продаются уже на вторичном рынке. Дальнейшая жизнь этих ценных бумаг непосредственно связана с функционированием вторичного рынка, где происходит постоянная смена собственников ценных бумаг. В силу этого вторичный рынок поглощает большие объемы ценных бумаг, и оборот вторичного рынка значительно преобладает над первичным, так как одна и та же бумага может покупаться и продаваться много раз. Участниками вторичного рынка являются инвесторы и посредники. Основными посредниками являются брокеры и дилеры. На этом рынке уже нет эмитентов, они вновь могут появиться только как покупатели собственных ценных бумаг. Для вторичного рынка характерны ликвидность, т. е. возможность успешной и обширной торговли, способность поглощать значительные объемы ценных бумаг в короткое время при небольших колебаниях курсов ценных бумаг и низких издержках. К основным функциям вторичного рынка относятся перераспределение собственности, страхование рисков и спекулятивные операции. В силу этого на вторичном рынке преобладающее значение имеет покупка-продажа акций.

Вторичный рынок подразделяется на биржевой (фондовый) рынок и внебиржевой рынок.

#### ***4.2.1. Биржевой рынок***

Биржевой вторичный рынок представлен фондовыми биржами, которые имеются в любой стране. В настоящее время в мире насчитывается около 200 фондовых бирж, объединенных в Международную федерацию фондовых бирж. Наиболее крупные биржи — Нью-Йоркская, Лондонская, Франкфуртская, Токийская. В каждой стране существует несколько бирж, на которых происходит покупка-продажа ценных бумаг. Так, например, в США насчитывается 12 фондовых бирж, из них крупнейшей является Нью-Йоркская фондовая биржа, на которую приходится до 84 % оборота всех бирж. Второе место по значимости занимает Американская фондовая биржа, находящаяся в Нью-Йорке. Эта биржа, как и другие региональные биржи, ориентируется на Нью-Йоркскую фондовую биржу по основной массе движения стоимости акций. Оставшиеся биржи небольшие по размеру и носят региональный характер. Региональные фондовые биржи осуществляют в основном котировку акций местных компаний небольших размеров. Особенностью сети фондовых бирж США является то, что здесь в основном ведутся операции с ценными бумагами старых выпусков (акциями, частными и государствен-

ными облигациями). При этом доля операций с государственными ценными бумагами весьма незначительна. На биржах существуют ограничения по котировке ценных бумаг.

В Англии имеется одна фондовая биржа — Лондонская фондовая биржа, появившаяся из слияния 22 фондовых бирж, которые превратились в отдельные торговые площадки. Эта биржа считается одной из старейших бирж (образовалась в 1773 г.), она акционерная, и в основном на ней осуществляются срочные сделки и сделки с иностранными ценными бумагами (более 40 %), в частности с акциями зарубежных эмитентов и еврооблигациями, а также кассовые сделки с корпоративными и государственными облигациями. Членами биржи могут быть банки и другие финансовые учреждения, в том числе и иностранные.

В Германии биржевой рынок представлен 8 фондовыми биржами, находящимися в Берлине, Бремене, Франкфурте-на-Майне, Дюссельдорфе, Гамбурге, Ганновере, Мюнхене, Штутгарте. Основной оборот ценных бумаг приходится на Франкфуртскую биржу. Вплоть до последнего времени она находилась примерно на одном уровне с Лондонской биржей после Нью-Йоркской и Токийской бирж. Второе место занимает Штутгартская биржа, на которой осуществляются сделки с ценными бумагами как крупных, так и мелких эмитентов. На долю Дюссельдорфской биржи приходится 20 % всего биржевого оборота. В 1990 г. (значительно позже, чем в других развитых странах) начала свою деятельность Немецкая фьючерсная биржа (ДТБ), носящая с 1998 г. название Ойрекс. Это полностью компьютеризированная торговая система, на которой осуществляются срочные сделки на долгосрочный период от 8 до 10 лет. Все фондовые биржи в Германии, кроме Франкфуртской биржи, которая в 1992 г. стала первым открытым акционерным обществом, объединив в себе Франкфуртскую биржу, Немецкую фьючерсную биржу, Объединения ссудных касс и Центрального банка данных по ценным бумагам, Немецкий биржевой клиринговый центр и Немецкий центральный депозитарий, — государственные. Они созданы местными органами власти и управляются торговыми палатами или торговыми ассоциациями. Биржевой рынок ФРГ представлен двумя рынками — официальным и регулируемым. *Официальный рынок* представляет собой рыночный сегмент с наиболее высоким уровнем безопасности инвесторов и в соответствии с этим предъявляет к эмитентам и ценным бумагам самые высокие требования. На нем обращаются ценные бумаги, которые прошли процедуру листинга, при этом достаточно эмитенту важнейших



ценных бумаг (национальных) пройти процедуру листинга хотя бы в одной из бирж, и его акции могут котироваться и на остальных семи. На *регулируемый рынок*, находящийся под контролем коммерческих банков, приходится 90 % общей торговли долговыми обязательствами федеральных долговых обязательств и 80—100 % банковских облигаций, евробондов. Для него характерна торговля «за стойкой» — система организованного рынка, когда торговля осуществляется в определенные часы и в определенном месте. Здесь действует порядок регулярных торгов. Основными участниками рынка выступают как коммерческие банки, так и другие институциональные инвесторы. Это — рынок акций средних и мелких предприятий. Торговля производится только допущенными к котировке ценными бумагами, правила допуска и обязанность публикации котировки осуществляются аналогично официальному рынку. Однако этот рынок отличает большая свобода при допуске ценных бумаг к торгам, условия допуска на регулируемый рынок несколько иные, критерии более лояльные.

Во Франции существуют 8 государственных бирж — в Париже, Лионе, Бордо, Лилле, Марселе, Нанси, Нанте, Тулузе. Крупнейшая — Парижская биржа, на которую приходится до 95 % оборота ценных бумаг. Она также государственная, во главе ее стоит биржевой комитет, который избирается брокерами, а утверждается правительством. Парижская биржа выступает как первичный и вторичный рынок и подразделяется на три основных сегмента — официальный («паркет»), неофициальный («кулиса») и свободный рынок. На официальном рынке сделки заключают и оформляют брокеры под залог в определенном размере. Неофициальный рынок действует как объединение банкиров и носит название банковского рынка. Свободный рынок базируется на ценных бумагах, которые не допускаются на первые два рынка, сделки на нем совершают любые физические и юридические лица. На фондовых биржах Франции обращаются в основном акции частных компаний и облигации государственных займов и осуществляются как кассовые, так и срочные сделки.

В Японии имеются 8 фондовых бирж, расположенных в городах Токио, Осака, Саппоро, Нагоя, Киото, Хиросима, Фукуока, Ниигата. Крупнейшая из них — Токийская биржа (на ее долю приходится до 80 % совокупного биржевого оборота), которая является самой молодой биржей, появившейся после Второй мировой войны. Она акционерная, в ее обороте преобладают акции частных компаний при небольшой доле долговых обязательств с фиксиро-

ванным доходом, а с 1974 г. на нее были допущены иностранные инвесторы, и в настоящее время она занимает второе место в мире по обороту ценных бумаг. В основном на ней осуществляются касковые сделки, а количество срочных сделок ограничено. На Токійской фондовой бирже выделяются две секции основного рынка — первая осуществляет котировку акций крупнейших корпораций, а на второй котируются акции менее известных компаний. Для акций, не котирующихся на основном рынке, на бирже существуют специальные альтернативные рынки.

Россия относится к странам с полицентрической системой фондовых бирж. В стране насчитывается 10 бирж и 49 фондовых площадок. Крупнейшей фондовой биржей является Российская торговая система (РТС), которая была создана в 1995 г. как главный вторичный внебиржевой рынок страны с целью объединения разрозненных региональных рынков в единый организованный рынок ценных бумаг России. Изначально в рамках РТС функционировал лишь рынок акций с расчетами в валюте. В настоящее время группа РТС объединяет рынки, различающиеся как по обращающимся инструментам, так и по системе организации торговли и расчетов. В их числе:

- \* Классический рынок РТС — торги в неанонимном режиме без депонирования активов.
- Рынок акций ОАО «Газпром» — рынок, организатором торговли на котором является некоммерческое предприятие «Фондовая биржа "Санкт-Петербург"», а некоммерческое предприятие «Фондовая биржа "РТС"» осуществляет функции клирингового центра.
- Биржевой рынок ОАО «Фондовая биржа "РТС"» — торги в анонимном режиме по технологии «поставка против платежа» со 100 %-ным предварительным депонированием активов (ОАО «Фондовая биржа "РТС"» — организатор торговли, НП «Фондовая биржа "РТС" — клиринговый центр»).
- # FORTS — фьючерсы и опционы в РТС с расчетами в рублях.
- RTS Board — система индикативного котирования акций, не допущенных к обращению в РТС.
- \* НК-Векселя — система индикативного котирования векселей российских компаний.

К торговле в РТС допущено около 270 ценных бумаг, в том числе около 43 облигаций. На срочном рынке обращаются 9 фьючерсных и 5 опционных контрактов. В информационных системах представлена информация об индикативных котировках порядка 750 акций и 500 векселей российских компаний. РТС стре-

мится предоставить всем участникам финансового рынка, включая частных российских инвесторов, широкий спектр возможностей для реализации самых разных инвестиционных стратегий и получения оперативной информации о состоянии рынка. Инвесторы, работающие в РТС, заключают сделки с акциями, облигациями, фьючерсами и опционами в режиме реального времени с расчетами в рублях РФ и в иностранной валюте, в том числе с использованием систем интернет-трейдинга. В РТС разработана уникальная для России система электронного документооборота, способствующая снижению рисков и стоимости операций с финансовыми инструментами. Информация о торгах в РТС — важнейший источник данных о состоянии российского рынка ценных бумаг, поскольку именно эта площадка обслуживает значительную долю иностранных и российских портфельных инвестиций в акции российских компаний. РТС — общепризнанный центр ценообразования по ценным бумагам широкого круга эмитентов. Информация о котировках и сделках в РТС транслируется по всему миру через крупнейшие системы финансовой информации REUTERS, Bloomberg и другие.

Затем по значимости идут Московская и Санкт-Петербургская фондовые биржи. Московская фондовая биржа (МФБ) была учреждена в 1997 г. в качестве некоммерческого партнерства и осуществляет проведение аукционов по первичному размещению ценных бумаг, проводит организацию и вторичные торги ценными бумагами и срочными контрактами. С 2001 г. к ней присоединился ряд региональных бирж, в частности Сибирская, Владивостокская, Екатеринбургская, Казанская. Особое место на биржевом рынке занимают фондовые площадки при валютных биржах.

Ведущей фондовой площадкой является Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ), на долю которой приходится до 80 % оборота акций. Она выполняет ряд основополагающих функций: разрабатывает правила приема в члены секции и исключения из нее; определяет порядок допуска членов секции к совершению сделок в секции; определяет правила допуска к торгам и снятия с торгов ценных бумаг; разрабатывает правила проведения торгов в секции, расчетно-клирингового и депозитарного обслуживания; информирует членов секции и средства массовой информации о результатах своей деятельности; проводит аналитические исследования фондового рынка; содействует поддержанию высокого уровня профессионализма членов секции и их уполномоченных представителей; выполняет иные функции, со-

ответствующие цели деятельности секции; противодействует недобросовестной конкуренции. На ММВБ проходят торги как по государственному ценным бумагам, так и по акциям и облигациям российских эмитентов, включая голубые фишки. Торги организованы в Секции фондового рынка. В основу механизма торговли на ММВБ в рамках основного режима торгов заложен принцип «рынок конкурирующих между собой заявок», при котором сделка заключается автоматически при пересечении условий во встречных заявках. Выставление заявок и заключение сделок с Секцией фондового рынка производится в течение торгового дня, который делится на следующие периоды: предторговый (определяется цена открытия), торговая сессия, послеторговый (сделки совершаются по средневзвешенной цене, устанавливаемой в течение последних 30 мин торговой сессии). Параллельно с основным режимом торгов реализуется механизм торговли крупными пакетами ценных бумаг. В рамках этого режима участники приходят к соглашению со своим контрагентом путем выставления так называемых «адресных» (адресованных конкретному участнику торгов) и «безадресных» (выставленных без указания конкретного участника) заявок. В данном режиме участники могут оговаривать срок исполнения сделки от текущего торгового дня до 30 дней после заключения сделки. Данный режим торгов позволяет, во-первых, заключать сделки «без покрытия», т. е. без достаточного количества денег или бумаг, с последующим пополнением резервов; во-вторых, не ограничивать пакет ценных бумаг размером стандартного лота и не опасаться «распыления» крупного пакета. Важно отметить, что контроль «поставки против платежа» страхует участников и их клиентов от риска потери денежных средств и ценных бумаг. В день исполнения сделки ценные бумаги и денежные средства блокируются в расчетной палате и национальном депозитарном центре, и окончательная поставка и платеж происходят только после соответствующей команды от ММВБ при выполнении контрагентом своих обязательств.

Устройство биржевой торговли в странах в целом идентично и опирается на основные закономерности функционирования, несмотря на имеющиеся различия.

Фондовая биржа — это научно, информационно и технически организованный рынок ценных бумаг, имеющий определенное место и время торгов и работающий на основе определенных принципов, среди которых:

- 1) проверка качества и надежности продаваемых ценных бумаг (листинг) — не любая ценная бумага может продаваться на

бирже, а только та, которая отвечает установленным на бирже критериям;

2) установление на основе аукционной торговли единого курса на одинаковые ценные бумаги одного эмитента;

3) осуществление гласности при проведении торговли — торги проходят в едином зале, все участники знают цены акций, объем проданных акций и брокера, которому проданы акции (в современных условиях все биржи снабжены электронными таблицами, на которых отражаются итоги торгов).

Биржевой рынок имеет важное значение, что предопределило те задачи и функции, которые он выполняет. Основными задачами биржи выступают мобилизация финансовых ресурсов, обеспечение ликвидности финансовых вложений, регулирование рынка ценных бумаг. Основными функциями биржи являются:

1) организация процесса купли-продажи ценных бумаг, заключающаяся в предоставлении места торгов (на бирже в течение рабочего дня члены биржи или посредники от лица покупателей и продавцов осуществляют сделки по покупке-продаже ценных бумаг);

2) гарантированное исполнение биржевых сделок, за которыми следит расчетная палата биржи;

3) контроль за спекуляцией, осуществляемый путем соблюдения принципа максимальной открытости биржевой информации и установления лимита ценовых колебаний на торговых сессиях;

4) страхование посредством торговли срочными инструментами (такими, как фьючерсы, опционы), представляющее собой определенную корректировку цен, что обеспечивает взаимное погашение риска;

5) котировка (установление) цен, основанная на рыночном спросе и предложении и осуществляемая в процессе торгов;

6) установление стандартов на биржевые товары (если говорить о фондовой бирже, то на аукцион выставляется определенная ценная бумага эмитента в определенном количестве в виде лота, который, как правило, равен 100 акциям);

7) разработка, подготовка и реализация типовых контрактов для членов биржи, помогающих в заключении сделок;

8) определение правил торгов и фиксация торговых обычаев, приводящие к более разумному и эффективному функционированию торгов;

9) упрощенная процедура расчетов членами биржи, позволяющая экономить время и снижать издержки обращения (члены биржи расплачиваются по каждой совершенной сделке, вместо

этого расчетные палаты бирж осуществляют клиринг взаимных обязательств и требований, т. е. определяют объем нетто-обязательств или нетто-требований каждого участника торгов, которые он вносит на счет или получает на свой счет);

10) выпуск информационных бюллетеней с котировками ценных бумаг и других материалов, освещающих ход торгов на бирже, что позволяет участникам торгов разработать определенную стратегию поведения в будущем — покупать или продавать ценные бумаги, какие именно ценные бумаги продавать или покупать;

11) оказание клиентам различных услуг, спектр которых постоянно расширяется.

Таким образом, необходимость и роль биржи заключается в том, что она способствует накоплению капитала, его распределению и перераспределению, а также контролю за инвестициями.

По признаку той роли, которую играют отдельные биржи в стране, можно выделить страны с моноцентрической системой бирж, когда существует одна биржа, которая аккумулирует основную часть сделок с ценными бумагами (Англия, США, Франция), и страны с полицентрической системой (Германия, где на крупнейшую биржу приходится только 40 % рынка, Россия).

По организационному устройству фондовые биржи могут быть государственными, акционерными и смешанными.

*Государственные* (или публично-правовые). Примером могут выступать биржи в Германии, Парижская фондовая биржа, которые создаются либо местными органами власти, либо находятся в собственности государства. Стоит отметить, что в последние годы роль государственных бирж снижается и многие из них меняют форму собственности, в частности Франкфуртская биржа.

*Акционерные* (или частные). К ним относятся фондовые биржи в Англии, США. Эта форма собственности считается наиболее распространенной, однако, как правило, это акционерные общества закрытого типа, т.е. акции таких бирж не подлежат свободной продаже, что дает возможность руководителям бирж отбирать желающих стать акционерами бирж по своему усмотрению и не допускать нежелательных лиц в собрание акционеров. Такой подход оправдывается тем, что биржа оперирует многомиллионными суммами, отчего риск проникновения незнакомых, случайных людей с неизвестной репутацией желательнее свести к минимуму.

*Смешанные*. Имеют статус акционерной биржи, но определенный пакет акций принадлежит государству.

В России фондовые биржи являются некоммерческими организациями (некоммерческое партнерство), равноправными чле-

нами которых могут быть только профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Торговля на бирже осуществляется только членами биржи. В США и Англии ими могут быть только физические лица. В Японии — только юридические. В Германии и Италии — и физические, и юридические. В России членами биржи могут быть юридические лица и государственные исполнительные органы, в основные функции которых входит осуществление операций с ценными бумагами. Однако не любое физическое или юридическое лицо может стать членом биржи. Для этого необходимо соответствовать требованиям устава биржи, иметь достаточный стартовый капитал, чтобы заплатить вступительный взнос или купить брокерское место на бирже, платить членские взносы, а на некоторых биржах еще иметь три рекомендации от действующих членов биржи. Руководство биржи может также потребовать, чтобы не менее 40 % директоров и партнеров брокерской фирмы активно участвовали в инвестиционном бизнесе, а лица, не имеющие к нему отношения, владели не более 10 % акций фирмы<sup>1</sup>. Решение о приеме в члены биржи принимается на заседании биржевого совета. Членство на многих биржах является пожизненным, что приводит к монополизму на бирже, результатом чего является высокая стоимость ее услуг. В такой ситуации многие банки на Западе в последние годы покинули биржу и предпочитают при покупке и продаже ценных бумаг обращаться к брокерам и дилерам, но не участвовать самим в работе биржи. На каждой бирже существует свой довольно дифференцированный круг членов. В частности, в США различаются:

- специалисты по операциям с определенной ценной бумагой (с одной или несколькими), они пользуются монопольным правом на сделки с ней и в их обязанности как дилеров входит поддержание на рынке той ценной бумаги, которая закреплена за ними;
- брокеры торгового зала (биржевые брокеры), являющиеся членами биржи, но не обладающие правом вести операции за свой счет;
- биржевые (зарегистрированные) маклеры, осуществляющие операции в торговом зале за свой счет или действующие по поручению;
- ассоциированные члены биржи, имеющие допуск в операционный зал, но не обладающие правом совершать сделки.

Члены биржи обязаны: соблюдать положения устава биржи, правила приема в члены биржи, правила проведения и порядка расчетов на бирже; выполнять решения дирекции биржи и биржевого совета, регламентирующие деятельность участников торгов биржи; своевременно выполнять обязательства по сделкам, заключенным на бирже.

Организационная структура фондовых бирж отражает осуществляемые биржами функции. При этом управление биржей, структура и функции органов управления соответствуют структуре акционерного общества. Высшим органом управления выступает общее собрание членов биржи, проводимое, как правило, один раз в год. Оно является своего рода законодательным органом биржи, в функции которого входит принятие устава и других учредительских документов, внесение в них изменений, избрание биржевого совета, создание и закрытие филиалов, рассмотрение и утверждение годовых отчетов, определение цели и стратегии развития биржи. Возглавляет биржу совет управляющих, или биржевой комитет, состоящий из служащих биржи и опытных брокеров. Численность совета определяется общим собранием бирж. Он может как избираться, так и назначаться. В функции биржевого совета входят подготовка материалов к проведению общего собрания, руководство работой исполнительной дирекции, регулирование финансовых дел, установление временного режима работы биржи, проведение торгов, наблюдение за котировкой цен, организация отбора и регистрация брокеров. Для оперативного руководства повседневной деятельностью биржи совет назначает правление или исполнительную дирекцию, в функции которой входят организация выполнения решений биржевого совета, решение текущих проблем, налаживание взаимодействия между подразделениями, регулирование биржевых процессов. Для организации работы биржи создаются определенные подразделения или комитеты. Среди подразделений выделяют подразделения, занимающиеся:

- *текущим управлением*, в задачи которого входит организация текущей работы рынка (биржевого трейдинга), организация текущей работы и администрирование учетно-операционных, клиринговых и депозитарных систем, сбор, анализ и распространение текущей биржевой информации, организация текущей работы и администрирование рынков отдельных видов ценных бумаг (фьючерсных и опционных секций);
- \* *внешними связями и предоставлением услуг публике* — осуществление международных связей, связей с обществен-

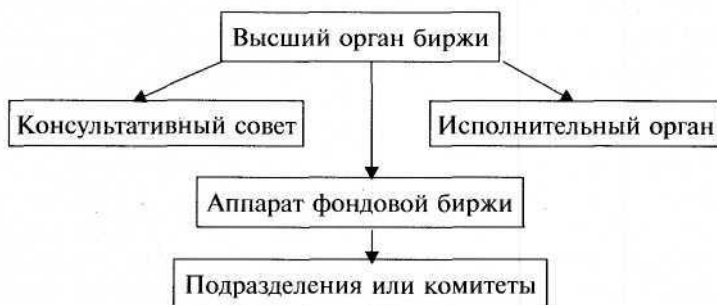


ностью, предоставление услуг, надзор за состоянием рынка, включающий контроль состояния и тенденций развития биржевого рынка, внешнее наблюдение и оценку финансово-хозяйственного положения компаний — членов биржи, внешнее наблюдение и оценку финансово-хозяйственного положения эмитентов, ценные бумаги которых котируются на бирже, арбитраж споров и разногласий между членами биржи, а также ее членами и клиентами, дисциплинарное наблюдение и административные расследования, санкции;

- *развитием*, предполагающим маркетинг и управление стратегическим развитием, разработку новых технологических и информационных систем для торговой, учетно-административной и информационной деятельности фондовой биржи;
- *учетно-административными и операционными работами*, включающими в себя клиринг и расчеты, депозитарий, учетно-операционные работы, внутреннее финансовое планирование и контроль, внутренний аудит, административное управление фондовой биржей как предприятием;
- *организацией рынка* — установлением правил торговли и организации деятельности рынка, допуском новых членов на фондовую биржу, исключением членов, допуском на рынок ценных бумаг (листинг).

Ведущими являются листинговый отдел, котировальный комитет (следит за курсом ценных бумаг), расчетная палата, депозитарий (хранение ценных бумаг, перерегистрация), бухгалтерия, хозяйственные отделы и т.д. В обобщенном виде организационная структура может быть изображена на схеме, представленной на рис. 2.

Центром фондовой биржи является операционный, торговый зал, поделенный на секции, занимающиеся торговлей опреде-



**Рис. 2. Организационная структура биржи**

ленным видом ценных бумаг или определенным видом сделок (например, опционная секция). Окончательное соединение предложения о покупке и продаже ценных бумаг происходит в так называемом биржевом кольце, или биржевой яме, где размещено электронное табло, на котором отражается котировка ценных бумаг. Оно дает возможность проследить работу биржи. Как правило, крупные биржи располагают пятиколоночным табло, на котором на одну и ту же ценную бумагу отражаются курс открытия (на момент открытия биржи равен предыдущему курсу закрытия), минимальный курс и максимальный курс в течение дня, текущий курс, средний курс. Для фиксации и регистрации сделок в структуре биржи выделяется регистрационная палата (комитет), занимающаяся документальным закреплением текущей биржевой цены, на которую согласились обе стороны, участвующие в сделке. Для обеспечения денежных операций требующиеся расчеты проводит расчетная палата.

Во многих странах закон наделяет биржи значительными полномочиями, что превращает их в эффективный механизм саморегулирования инвестиционного процесса. Биржевой рынок в настоящее время выступает как оптовый рынок, на котором осуществляется торговля аукционным способом, где минимальный лот — 100 акций.

Стоит отметить, что в последние годы роль биржи начинает снижаться из-за ряда причин. В частности, основную конкуренцию биржам составляют мощные кредитно-финансовые институты, и прежде всего банки, которые занимаются торговлей ценными бумагами, при этом как на первичном рынке, покупая основную часть ценных бумаг, а затем без привлечения посредников продавая их инвесторам, так и на вторичном рынке, особенно на рынке государственных ценных бумаг, где они выступают основными покупателями и продавцами этих ценных бумаг. Монополизация членства на бирже, увеличение мелких пакетов продаваемых ценных бумаг привели к вытеснению с нее мелких инвесторов и к широкому развитию уличного рынка. Появление организованного уличного рынка, основанного на электронной торговле, еще более усугубило положение и привело к дальнейшему уменьшению роли бирж, так как на данном рынке совершается значительное количество сделок по более низким ценам. Однако ослабление роли биржи все-таки не уменьшает ее роли в торговле ценными бумагами, поскольку меняется и сама биржа: централизация и концентрация капитала приводят к дальнейшей компьютеризации биржевых операций; совершен-

ствуются формы и методы сбора, доставки и обработки информации, что позволяет инвесторам принимать оптимальные решения; осуществляется достаточно жесткое регулирование биржевых операций; все в большей степени проявляются тенденции интернационализации биржевых сделок; появление и развитие деривативов, прежде всего фьючерсов и опционов, носящих исключительно спекулятивный характер, также способствуют не только расширению фондовых секций и площадок для их торговли на существующих биржах, но и появлению специальных бирж, таких как, например, Чикагская биржа срочных контрактов, Немецкая фьючерсная биржа.

#### ***4.2.2. Внебиржевой (уличный) рынок***

Вторая значительная часть вторичного рынка ценных бумаг представлена внебиржевым (уличным) рынком, охватывающим операции с ценными бумагами, совершаемые вне фондовой биржи.

Появление уличного рынка было обусловлено несколькими обстоятельствами.

1. *Ограниченность по приему к котировке ценных бумаг* на фондовой бирже. Для того чтобы попасть на биржу, ценные бумаги должны пройти листинг — так называемый доступ к торгам, при этом допускаются на биржу только те ценные бумаги, эмитенты которых отвечают определенным, достаточно строгим критериям. В результате основная масса ценных бумаг мелких и средних инвесторов не может быть допущена к торговле на бирже, что приводит к необходимости поиска других мест торговли, которым и стал для них уличный рынок.

2. *Относительно высокие проценты комиссионного вознаграждения за услуги биржи*, что не всегда доступно для мелких инвесторов, и они также предпочитают осуществлять сделки на внебиржевом рынке.

3. *Монополизация членства на бирже* в настоящее время из-за того, что на бирже могут осуществлять сделки только члены биржи, а стать ими достаточно сложно, так как существует ряд серьезных требований к ним (о которых говорилось выше) и из-за высоких взносов, не дающих возможности мелким инвесторам самостоятельно торговать на бирже, а осуществлять сделки посредством обращения к членам биржи достаточно дорого, мелкие инвесторы постарались найти другое, более выгодное и удобное для них место торговли, чем и стал вторичный рынок.

Вторичный внебиржевой рынок в настоящее время подразделяется на две большие части:

- 1) организованный рынок;
- 2) неорганизованный рынок.

**Организованный рынок** представляет собой вторичный внебиржевой рынок, находящийся под контролем со стороны профессиональных участников рынка ценных бумаг, прежде всего дилеров и брокеров. В настоящее время торговля на организованном рынке осуществляется через электронные терминалы. В последние годы все большую популярность приобретает торговля акциями через электронные коммуникационные сети. Самые популярные из них— ISLAND, INSTINET, REDI, ARCHIPELAGO, BLOOBERG, BRUT. Как правило, на этом рынке осуществляется оптовая торговля, но минимальная партия меньше, чем на бирже. Оборот на этом рынке очень большой, что связано с высокой скоростью осуществления сделок и с низкими комиссионными, и превышает оборот на бирже в несколько раз. В настоящее время в ряде стран внебиржевые рынки по объему своих операций иногда близки к фондовым биржам. В США, например, в ряде случаев сделки по системе НАСДАК превышали обороты Нью-Йоркской биржи, но по объему капитализации первая уступает второй. Во внебиржевой схеме торговая система ни в коей мере не является участником сделки, а служит лишь местом, где фиксируется по определенным правилам факт совершения сделки между двумя участниками, и торговая система выступает не как участник, а в определенном смысле как независимый арбитр при совершении этой сделки. Центральную роль в структуре организации внебиржевого рынка играют система правил торговли, контроля за их выполнением и меры дисциплинарного воздействия, осуществляемые организатором внебиржевой торговли.

В качестве примера организованных компьютерных рынков внебиржевой торговли служат: система автоматической котировки национальной ассоциации инвестиционных дилеров НАСДАК, Канадская система внебиржевой автоматической торговли (Коатк), Система автоматической котировки и дилинга при Сингапурской фондовой бирже.

Наибольшее развитие внебиржевой рынок получил в США, где преобладающее большинство сделок с государственными ценными бумагами производится через компьютерные экраны или с помощью телефонов, телексов и без биржевых посредников. Вторичный внебиржевой рынок США представлен двумя котировочными

системами: Автоматической системой котировок Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (НАСДАК) — единой американской компьютерной сетью, объединяющей маркет-мейкеров внебиржевого рынка, и «Розовыми листами» — ежедневными публикациями с указанием цен покупок и продажи в бюллетенях Национального бюро котировок. В «Розовых листах» публикуются котировки ценных бумаг, не вошедших в систему НАСДАК.

Впервые организация, официально занимающаяся проблемами рынка через прилавок, в США была зарегистрирована в 1933 г. как Кодекс банкиров-инвесторов и сертифицирована Национальной администрацией по восстановлению. После того, как в 1935 г. Акт о восстановлении национальной промышленности был отменен, большинство фирм столкнулись с необходимостью в существовании некоего общего закона и добровольно согласились следовать положениям кодекса. В 1971 г. национальной ассоциацией дилеров по ценным бумагам в США было принято решение об организации внебиржевого рынка, и появился организованный рынок, носящий название НАСДАК. Тогда эта система просто называла котировки более чем 25 000 низколиквидных ценных бумаг, не нашедших пристанища на Нью-Йоркской и Американской фондовых биржах, которые установили серьезные требования допуска компаний в листинг. Маркет-мейкеры с НАСДАК зарабатывали огромные состояния на спреде (разнице между ценой покупки и продажи), мотивируя его астрономический размах высоким риском. Затем электронная биржа НАСДАК стала стремительно развиваться. С 1980 г. на дисплеях стали отображаться так называемые внутренние котировки ценных бумаг — лучшие цены спроса и предложения, что привело к весьма ощутимому снижению спреда. В 1982 г. компании, входящие в первые строчки листинга, отделились и основали Национальный рынок НАСДАК с более строгими требованиями по включению компаний в листинг. В настоящее время НАСДАК — это компьютеризированная коммуникационная система, собирающая и хранящая котировки, получая их от национальной сети дилеров, ведущих свою деятельность на биржах, удовлетворяющих условиям работы в системе. Котировки электронным способом передаются из компьютерного центра на специально сконструированные телевизионные экраны, расположенные в брокерских фирмах по всей стране.

Система НАСДАК имеет три уровня:

- для зарегистрированных официальных представителей и их клиентов;

- \* терминалы второго уровня соединяют маркет-мейкеров с брокерско-дилерскими компаниями, перепродающими ценные бумаги населению и институциональным торговцам;
- \* исключительно для маркет-мейкеров, отличаясь от оборудования второго уровня наличием дополнительных ключей на клавиатуре, с помощью которых возможно вводить, изменять или обновлять котировки в системе НАСДАК.

Главная задача этой ассоциации — обслуживание оборота ценных бумаг (в основном акций), которые не попадают на фондовые биржи США. Как правило, сделки в этой системе организуются и осуществляются между крупными инвесторами и ведутся на оптовой основе. Особенности этого рынка заключаются в том, что сделки производятся через электронные терминалы, скорость которых выше, чем на фондовых биржах. Многие крупные корпорации США, несмотря на участие в котировке фондовых бирж, широко используют и этот внебиржевой рынок. Ассоциация поддерживает тесные отношения с Нью-Йоркской фондовой биржей, Американской фондовой биржей, Ассоциацией промышленных ценных бумаг, Институтом компаний-инвесторов и прочими группами фирм.

Внебиржевой рынок Германии представлен *свободным рынком*. Этот рынок не регулируется биржевым законодательством, но подлежит надзору со стороны Немецкого биржевого совета, который устанавливает несколько обязательных требований допуска ценных бумаг к торгам. На нем осуществляется торговля следующими видами ценных бумаг:

- \* не допущенными к торговле на биржевом рынке;
  - регионального значения;
  - эмитенты которых не выполнили предписаний официальной и регулируемой торговли;
  - бумагами недавно основанных компаний;
- \* иностранными ценными бумагами.

Иначе говоря, торговля осуществляется акциями и облигациями всех компаний, как крупных, так и средних и мелких, но не прошедших листинг на бирже. Торговля происходит либо при заключении конкретного договора между покупателем и продавцом ценной бумаги, либо через свободных маклеров. Курсы ценных бумаг устанавливаются в ходе переговоров между торговцами и свободными маклерами и публикуются в официальной прессе. Однако в настоящее время внебиржевой рынок представляет собой автоматические торговые системы. В ФРГ это система ИБИС/КСЕТРА (IBIS/XETRA), являющаяся анало-

гом американской системы НАСДАК. ИБИС отличается от других сегментов рынка ценных бумаг тем, что ее действие не зависит от местонахождения клиентов, в то время как официальная и регулируемая торговля происходит на биржевом «паркете». Система ИБИС (интегрированная информационная система биржевой торговли) была создана в 1989 г. первоначально как межбанковская информационная система, а с 1991 г. она функционировала как электронная торговая система, посредством которой осуществлялась котировка избранных акций, облигаций и опционных бумаг. К торговле в системе ИБИС допускались все институты и частные лица, являющиеся членами Немецкой биржи. Торговля в системе ИБИС и на биржевом паркетe происходит одновременно, но имеет ряд преимуществ, что привело к возрастанию ее доли операций в биржевом обороте. С 1998 г. начала существовать разработанная а/о «Немецкая биржа» система КСЕТРА (Exchange Electronic Trading), хотя первые сделки стали проводиться с ноября 1997 г. Через нее могут заключаться до 60 сделок в секунду по 40 000 различных видов ценных бумаг.

Современные электронные системы призваны устранить разницу между биржевой и внебиржевой торговлей, и на них возлагается надежда завершения паркетной торговли. Уже в 1990-е годы в ФРГ была введена в действие биржевая ордерно-сервисная система БОСС' (BOSS), в которой были идеально увязаны преимущества «паркетной» торговли с эффективностью электронных торговых систем, а КСЕТРА явилась логическим завершением данной программы.

В Японии такая автоматизированная система внебиржевого оборота начала действовать в 1984 г., в Канаде — в 1985, в Сингапуре — в 1987 г. Аналогичные процессы по развитию и совершенствованию внебиржевого оборота, т.е. рынка через прилавок, происходили также в 1980-е годы в ряде стран Западной Европы. Особое место здесь принадлежит созданию единого внебиржевого рынка в рамках общей интеграции рынков ценных бумаг в ЕЭС в связи с дальнейшим объединением в области

В целом организацию торгов в этой системе можно представить следующим образом. Поручения банков передаются в сконтри (список всех биржевых поручений) маклера электронным путем, кредитные институты автоматически получают подтверждение о выполнении поручений и тотчас же информируют своих клиентов. Одновременно система BOSS/CUBE переносит данные в систему BOGA для дальнейшей обработки. BOGA является связующим звеном между торговой и клиринговой системами, она же рассчитывает комиссию маклеров и обеспечивает контроль за проведением торговых операций, при этом не зависит, где они проводятся — на бирже или нет.

кредита, валюты, финансовой системы. НАСДАК планирует создать глобальный, основанный на Интернете, электронный рынок, который обеспечит круглосуточную, свободную глобальную торговлю наиболее ликвидными акциями между европейскими, азиатскими и американскими инвесторами. Для реализации этой цели НАСДАК открыла свой сегмент в Японии 19 июня 2000 г. Акции, котирующиеся на НАСДАКе, начали также котироваться в конце мая 2000 г. в Гонконге. Совместно с правительством Квебека готовится также создание биржи в Канаде и в Корее.

В России тоже существует система электронных торгов (на территории ММВБ). Основная часть торгов также происходит через уличный рынок.

**Неорганизованный рынок** — это рынок, который не предполагает оптовой продажи, на нем может продаваться любое количество ценных бумаг, так как он рассчитан на мелких инвесторов. Посредников на этом рынке, как правило, не существует. Такие рынки на данный момент существуют во всех странах, однако их роль с развитием организованного рынка все в большей степени снижается. Неорганизованный рынок в ФРГ предполагает такую форму торгов, как торговля «по телефону» (в США такой рынок носит название «рынок через прилавок»). На этом рынке присутствуют мелкие инвесторы, которые стремятся приобрести небольшие партии. Это может происходить в фондовых магазинах, банках, на почте и т.д. На этот же рынок могут попадать все ценные бумаги как мелких и средних, так и крупных компаний.

Российский неорганизованный внебиржевой рынок представлен так называемыми «брокерскими площадками». Этот своеобразный вариант «телефонного» внебиржевого рынка представляет собой следующую систему: институциональные брокеры, официально работающие на бирже, получая заказы от своего клиента, не выставляют котировку в соответствующую систему, а обращаются к «телефонному» маклеру с тем, чтобы он подыскал приемлемого контрагента на сделку. Брокеры прибегают к такому варианту в случае, когда приходят крупные заказы, а они хотят максимально скрыть настроения инвесторов и не показать ни в какой системе проходящие через данного брокера заказы. Особенно оживляется торговля через «площадки» в периоды биржевых кризисов, когда из-за обвалов фондовых рынков и резкого падения значения фондовых индексов официально действующие биржевые и внебиржевые площадки



закрываются, торговля полностью уходит из-под контроля органов государственной власти и организаторов торговли и перетекает на «телефонный» рынок. Маклеры «брокерских площадок» ищут сами или предлагают заказчику уже имеющиеся заявки, сводят контрагентов между собой, а за подобного рода услуги берут комиссионные. Такого типа брокерских «телефонных» рынков достаточно много, они известны, и объемы торговли, проходящие через них, гораздо меньше, чем в РТС, однако сопоставимы с объемами торгов на Московской фондовой бирже.

Таким образом, уличный рынок существует во всех странах и дополняет биржевой рынок. Рассматривая развитие внебиржевой торговли в западных странах, следует отметить, что идет процесс дальнейшей либерализации рынка ценных бумаг в целом. Выделение внебиржевого рынка означает создание нового канала финансирования средних и мелких предприятий через рынок ценных бумаг. Действительно, многие компании на Западе, в основном средние и мелкие, нуждаются в денежных фондах для развития своей деятельности, но биржевой рынок не позволяет им реализовывать свои бумаги. Поэтому уличный рынок служит своеобразным спасательным средством как источник финансирования таких компаний. Кроме того, он служит дополнительным источником получения средств для крупных компаний, которые, не сумев перепродать свои акции на бирже, сбрасывают и продают их на уличном рынке.

#### ^ **Контрольные вопросы**

1. В чем особенности первичного рынка ценных бумаг?
2. Каковы основные методы размещения ценных бумаг на первичном рынке?
3. В чем особенности биржевого рынка?
4. Что представляет собой биржа?
5. Каковы виды уличного рынка и в чем их особенности?

## Глава 5.

# Механизм функционирования биржи

### 5.1. Листинг на фондовой бирже

Фондовая биржа, как вторичный рынок, предполагает покупку-продажу ценных бумаг, пришедших с первичного рынка. На этом рынке обращаются, однако, не все ценные бумаги, находящиеся в обращении, а лишь те, которые соответствуют определенным требованиям, выдвигаемым биржей. Поэтому для того, чтобы ценные бумаги стали биржевым товаром, они проходят процедуру допуска, которая в США, Англии и России получила название «листинг». Во Франции это называется «интродукция», в Германии — «допуск». Листинг ценных бумаг — это совокупность определенных процедур, проводимых биржей при содействии эмитента (управляющей компанией) или их официальных представителей с целью включения ценных бумаг в котировальные листы биржи и осуществления контроля за соответствием ценных бумаг (а также эмитентов ценных бумаг) требованиям, предъявляемым к ним согласно правилам биржи.

Требования бирж достаточно серьезны. Каждая биржа разрабатывает свои собственные критерии, на основании которых принимается решение о допуске ценных бумаг. Среди таких критериев можно назвать величину активов, величину прибыли компании, количество выпущенных акций, рыночную стоимость ценных бумаг. В частности, к таким требованиям на Нью-Йоркской фондовой бирже относятся:

- прибыль до выплаты налогов за последний год, которая должна составлять минимум 2,5 млн долл.;
- прибыль за два предыдущих года (2 млн долл.);
- чистая стоимость материальных активов (18 млн долл.);
- количество акций в публичном владении (1,1 млн шт.);
- курсовая стоимость акций (18 млн. долл.);
- минимальное число акционеров, имеющих более 100 акций (не менее 2000);
- среднемесячный объем торговли акциями (более 100 тыс. долл.);
- требования по раскрытию информации (полное раскрытие всей информации).

В европейских странах биржевой рынок делится на несколько рынков, для каждого из которых разработаны собственные критерии. В частности, Законом о фондовой бирже в Германии предусмотрены следующие критерии допуска ценных бумаг к торгам на официальном рынке:

- предприятие-эмитент должно просуществовать не менее 3 лет, прежде чем оно сможет подать ходатайство;
- собственный капитал компании должен составлять не менее 3,5 млн евро;
- эмиссия должна достигать предположительной курсовой стоимости в размере 2,5 млн евро;
- для обеспечения достаточного уровня спроса на акции, допуск которых предусматривается, необходимо разместить на рынке не менее 25 % уставного капитала;
- ценные бумаги должны свободно обращаться на рынке, в связи с чем при их делении по достоинству следует учитывать потребности биржевой торговли;
- наряду с годовыми отчетами должны публиковаться промежуточные отчеты (при этом акция каждого номинала и каждого вида, эмитируемая данной компанией, должна быть допущена на биржу).

Регулируемый рынок Германии отличается большой свободой при допуске ценных бумаг к торгам (критерии более лояльные). Для допуска ценных бумаг на рынок срок существования акционерного общества не имеет значения, в то же время, если отсутствует финансовый отчет эмитента, банк не станет подвергать себя риску и осуществлять торговлю такими ценными бумагами. Собственный капитал акционерного общества не должен составлять менее 500 тыс. евро, а процент распыления акций (т. е. распространения их среди акционеров) — не менее 4 тыс. евро. Минимальная стоимость эмитируемых акций устанавливается в размере, превышающем 0,5 млн евро.

В Великобритании требования для официального рынка по сравнению с альтернативным также более серьезные. В частности, выделяются три основных критерия:

- доля акций у публики для официального рынка — 25 %, для альтернативного — 10 %;
- рыночная стоимость ценных бумаг соответственно для официального рынка — 700 тыс. ф. ст. акции и 200 ф. ст. облигации, а для альтернативного рынка формальных ограничений нет;

- по критерию предоставляемой информации обо всех изменениях компании различий между рынками нет.

При этом считается, что если на крупнейшей бирже страны бумаги прошли листинг, они могут котироваться и на региональных биржах.

В России биржи также определили основные критерии допуска ценных бумаг к котировке. В частности, на фондовой площадке Московской межбанковской валютной биржи Правила листинга структурируют ценные бумаги, торгующиеся на ней, на **размещаемые ценные бумаги** (продажа эмитентом собственных ценных бумаг их первому владельцу), и **ценные бумаги, торгующиеся на вторичном рынке**. В свою очередь, ценные бумаги, торгующиеся на вторичном рынке ФБ ММВБ, делятся на ценные бумаги, прошедшие процедуру листинга и допущенные к обращению на бирже, и внесписочные ценные бумаги, которые могут быть объектом сделок, без включения в котировальные списки. На ММВБ действует двухуровневая система листинга: ценные бумаги, прошедшие процедуру листинга, включаются в котировальные листы первого уровня или котировальные листы второго уровня. К ценным бумагам, включаемым в котировальные листы разных уровней, применяются различные требования, причем отдельно сформулированы требования к акциям и облигациям. ММВБ устанавливает следующие критерии: размер собственного капитала, количество акционеров, срок существования (безубыточной работы), минимальный среднемесячный объем торговли, доля акций у населения, раскрытие информации, наличие маркет-мейкеров.

На бирже РТС Положением о листинге устанавливаются три уровня листинга: котировальный список «А» 1-го уровня, котировальный список «А» 2-го уровня и котировальный список «Б». Котировальный список — часть общего списка ценных бумаг, допущенных к торгам в РТС, включение ценной бумаги в который осуществляется после прохождения процедуры листинга. Основными критериями для включения в котировальный список ценных бумаг (отдельно по акциям и облигациям) являются: максимальная доля обыкновенных акций, находящихся во владении одного лица и его аффилированных лиц, отсутствие убытков по итогам двух лет из последних трех лет, минимальная капитализация, минимальный ежемесячный объем сделок, рассчитанный по итогам последних трех месяцев, наличие годовой финансовой отчетности вместе с аудиторским заключением в отношении указанной отчетности на русском языке, минимальный срок существования эмитента, соблюдение эмитентом норм корпоративного поведения, предусмотр-

ренных Правилами листинга РТС для соответствующего котировального списка, обязательство по предоставлению списка аффилированных лиц и его регулярному обновлению.

Требования к эмитентам для прохождения листинга различны как для каждого типа котировальных списков (табл. 3), так и для акций и облигаций. Наиболее серьезные требования предъявляются к акциям, которые входят в котировальный список первого уровня (A1), и более низкие — к акциям котировального списка «Б».

**Таблица 3**

*Требования к акциям для Котировальных списков на РТС*

Требования	A1	A2	Б
Максимальная доля обыкновенных акций, находящихся во владении одного лица и его аффилированных лиц (для включения в котировальный список обыкновенных акций), %	75	75	90
Отсутствие убытков по итогам двух лет из последних трех	Требуется	Требуется	Не требуется
Минимальная капитализация обыкновенных акций, млрд руб.	10	3	1,5
привилегированных акций, млрд руб.	3	1	0,5
Минимальный ежемесячный объем сделок, рассчитанный по итогам последних 3 месяцев, млн руб.	25	2,5	1,5
Наличие годовой финансовой отчетности по стандартам IAS или US GAAP вместе с аудиторским заключением в отношении указанной отчетности на русском языке	Требуется	Требуется	Не требуется
Минимальный срок существования эмитента, лет	3	3	1

## Окончание таблицы 3

Требования	А1	А2	Б
Соблюдение эмитентом норм корпоративного поведения, предусмотренных Правилами листинга РТС для соответствующего котировального списка.	На момент подачи заявления	На момент подачи заявления	На момент подачи заявления либо обязательства по соблюдению по истечении 1 года со дня включения ценных бумаг в котировальный список
Обязательство по предоставлению списка аффилированных лиц и его регулярному обновлению	Требуется	Требуется	Требуется

Листинг конкретных видов ценных бумаг, т. е. фактическое их появление в биржевых списках, по существу означает разрешение на участие их в торгах и дает им все те привилегии, которыми наделяется любая ценная бумага, уже задействованная в биржевой торговле. К преимуществам листинга могут быть отнесены: высокая маркетабельность (пригодность для реализации на рынке) ценной бумаги, повышенный уровень ликвидности ценной бумаги, относительная стабильность цен на них (спекулятивные ценные бумаги, как правило, на биржу не попадают), процесс обращения ценных бумаг происходит под постоянным контролем биржи, т.е. инвестор защищен от злоупотребления и мошенничества, инвестор, приобретающий ценную бумагу, включенную в котировальный лист, может быть уверен, что сможет получить достоверную и своевременную информацию о компании-эмитенте и рынке ее бумаг, так как он должен иметь возможность оценивать перспективы экономического развития эмитента и качество его ценной бумаги. Таким образом, всякий инвестор, решивший вложить деньги в ценные бумаги, прошедшие листинг, приобретает полный набор преимуществ, которые дает ему фондовая биржа.

В то же время листинг выгоден и эмитенту ценной бумаги. Во-первых, это касается будущего выпуска ценных бумаг, так как торговля на бирже уже находящихся в обращении ценных бумаг обеспечивает им рекламу, а соответственно, будущий спрос на них, что помогает эмитентам быстро разместить ценные бумаги нового выпуска и привлечь необходимую сумму денег. Во-вторых, эмитент может надеяться на возможность быст-

рого получения кредита в коммерческом банке. Известно, что, для того чтобы получить кредит, банки изучают кредитоспособность клиента по определенным критериям, поэтому если ценные бумаги прошли листинг, значит, финансовое положение эмитента не вызывает особых опасений, а следовательно, можно быстро и без проволочек оформить выдачу кредита. Кроме того, во многих странах эмитенты ценных бумаг, прошедших листинг на бирже, имеют льготное налогообложение.

Процедура листинга начинается с подачи заявки эмитентом или официальным представителем эмитента (например, банком) в отдел листинга. К ней прикладываются учредительские документы, бухгалтерский баланс, отчет о распределении прибыли. Решение о внесении в биржевой список принимают последовательно три инстанции — отдел листинга, комиссия по допуску ценных бумаг, биржевой совет. Как правило, срок рассмотрения заявки — в течение месяца.

Поэтому основная проблема для эмитента, желающего пройти процедуру листинга, — найти банк или управляющую компанию (в зависимости от страны), которые возьмут на себя ответственность ввести его ценные бумаги на биржу. При этом банк занимается подготовкой документов на допуск, среди которых ходатайство эмитента о допуске своих ценных бумаг к официальной котировке на бирже, официально заверенная выписка из торгового реестра эмитента, последняя регистрация устава, а также годовые балансы и платежи за три года деятельности предприятия. После этого банк принимает на себя руководство по осуществлению процедуры листинга. Окончательное решение о допуске ценных бумаг к биржевой торговле выносит Комиссия по допуску ценных бумаг к котировке на бирже.

Иногда фондовые биржи не только не допускают к торговле на ней не прошедшие листинг ценные бумаги, но под угрозой самых суровых санкций категорически запрещают членам биржи осуществлять какие-либо операции с такими ценными бумагами даже по инициативе клиентов. Листинг поэтому проходит постоянно и касается также тех бумаг, которые уже включены в лист. В случае изменения положения дел в компании-эмитенте биржа может принять решение о приостановке котировки ценных бумаг в виде отсрочки начала торгов, перерыва в торговле или приостановке торгов на одну сессию и более. При значительных нарушениях может последовать делистинг. Делистинг ценных бумаг — это совокупность определенных процедур, проводимых с целью исключения ценных бумаг из котировальных листов

биржи как не соответствующих условиям и требованиям правил биржи, с прекращением обращения (торгов) данной ценной бумаги либо переводом данной ценной бумаги в категорию внебиржевых ценных бумаг. Делистинг может последовать, если:

- эмитент объявлен банкротом;
- финансовое состояние эмитента неудовлетворительное;
- нарушены требования по критериям листинга;
- компания-эмитент в письменном виде подает заявление о делистинге;
- ценные бумаги отозваны эмитентом для погашения или обмена;
- нарушается соглашение о листинге;
- не представлен ежегодный отчет в указанные сроки или была предоставлена неполная информация об эмитенте.

Стоит также отметить, что те акции, которые были исключены из списка, могут быть снова включены в него, для этого они должны пройти процедуру листинга заново.

Таким образом, листинг — это система поддержания рынка, которая создает наиболее благоприятные условия для организованного рынка, позволяет выявить наиболее надежные и качественные ценные бумаги и способствует повышению их ликвидности.

## 5.2. Механизм организации биржевой торговли

Каждой бирже присущи собственные особенности организации биржевого процесса, которые постоянно совершенствуются по мере развития биржевого дела. Биржевые операции, как уже отмечалось, вправе осуществлять только члены биржи лично или через своих уполномоченных, а также биржевые брокеры по поручению членов биржи. Поэтому клиент, который желает купить или продать ценную бумагу, должен вначале обратиться в брокерскую фирму, являющуюся членом этой биржи, или к брокеру, заполнить бланк-приказ или заявку и передать ее брокеру. Все эти предварительные операции могут осуществляться вне биржи. Лишь после того как полномочный брокер передает заявку и отдает указание брокеру — исполнителю счетов, она поступает в центральные органы биржи. Все биржевые услуги и операции платные. Клиент биржи обязан сам нести расходы. На многих биржах до начала исполнения заказа клиент должен внести на счет биржи гарантийный взнос, именуемый маржой и



составляющий до 10 % оценочной стоимости ценной бумаги. Маржа не используется биржей, а служит залогом исполнения сделки клиентом. Если клиент оплатил положенные сделкой суммы, то он вправе получить маржу обратно.

Принятая биржей заявка поступает в торговую секцию операционного зала, проходя через приемный пульт и регистратуру, и затем пересылается в биржевое кольцо. Биржей может проводиться предварительная фильтрация заказов по отсеvu не соответствующих нормативным требованиям или заведомо нереальных. Торги проходят в биржевом кольце (или биржевой яме), находящемся в операционном зале. Биржевые брокеры, члены биржи, обладающие правом заключения сделок и имеющие на то заявки от своих клиентов, передают заявки находящемуся в биржевом кольце представителю брокерской фирмы, который непосредственно участвует в торгах. Наряду с брокерами в торгах принимают участие в качестве ведущих и фиксирующих сделки биржевые маклеры, входящие в персонал биржи.

Участникам торгов принято выдавать карточки разного цвета. Так, брокеры обычно получают синие или красные карточки, а маклеры — зеленые. Помощники брокера чаще всего имеют карточки желтого цвета. Из-за того, что в биржевом зале очень шумно, в ходе торгов брокеры и маклеры общаются путем поднятия карточек или жестами (на биржах существует устоявшийся язык жестов). Обычно торг начинает ведущий маклер с сообщения о ценных бумагах, выставленных на продажу. Если это сообщение заинтересовало брокера, желающего приобрести эту ценную бумагу, он поднимает руку с карточкой. После оглашения всего списка и небольшого перерыва начинается обсуждение предложений брокеров-продавцов. В идеальном случае на предложение откликается заинтересованный брокер-покупатель, т.е. контрагент, желающий приобрести партию данных ценных бумаг. И сделка сразу фиксируется. Если такой вариант не проходит, то обсуждаются встречные предложения брокеров-покупателей об условиях, на которых они согласны приобрести данную ценную бумагу. В случае повторной неудачной попытки заключить сделку она откладывается и рассматриваются следующие предложения.

При достижении договоренности между брокером-продавцом и брокером-покупателем (в виде устного согласия о взаимоприемлемости условий) маклер фиксирует сделку записью в регистрационной карте. Такая регистрация свидетельствует о том, что сделка заключена.

Приведенное описание торгов значительно упрощено. Реальная процедура намного сложнее и разнообразней. Порядок ведения во многом зависит от вида сделок, а также от установившихся на бирже традиций, уровня оснащенности бирж площадками, средствами передачи и отображения информации, вычислительной техникой. Особое разнообразие в проведение торгов внесла возможность проведения электронных торгов.

### **5.3. Сделки на фондовой бирже и расчеты по ним**

Биржевая операция — это сделка с ценными бумагами, заключенная между членами или постоянными посетителями биржи, оформленная записью и зарегистрированная в регистрационной книге биржи. Иначе говоря, сделка — это операция по купле и продаже ценных бумаг. При заключении сторонами сделки с ценными бумагами обязательно определяются: объект сделки (т. е. те ценные бумаги, которые покупаются или продаются); объем сделки (т. е. количество ценных бумаг, которое предложено для продажи или требуется для покупки); цена, по которой заключена сделка; срок исполнения сделки, когда продавец должен представить, а покупатель принять ценные бумаги; срок расчета по сделке, когда покупатель должен оплатить купленные ценные бумаги. Существуют различные виды операций, которые классифицируются в зависимости от:

*способа заключения* сделки — утвержденные и неутвержденные. Утвержденные сделки не требуют дополнительного согласования условий или сверки параметров сделки. К ним относят сделки, совершенные в письменном виде, компьютерные сделки, имеющие взаимное согласование условий сделки. Неутвержденные сделки, совершаемые устно или по телефону, требуют дополнительного согласования условий сделки и расчетов по ним;

*порядка заключения* — напрямую или через посредника. Если сделка осуществляется без участия посредника, то взаимоотношения по сделке строятся непосредственно между продавцом и покупателем. Такие сделки, как правило, на бирже заключаются редко. Сделки с участием посредников предполагают, что в качестве посредника может выступать брокер или дилер. Если сделки осуществляются через посредника, клиент должен заключить с ним либо договор поручения, либо договор комиссии;

*статуса клиента* — оптовые сделки, которые совершаются по поручению и для институциональных инвесторов, и розничные,

выполняющиеся для физических лиц, т.е. индивидуальных инвесторов;

*организации заключения сделок* — биржевые и внебиржевые;

*размера* — крупные и мелкие сделки. Критерии отнесения таких сделок к крупным или мелким разнятся на каждой бирже и в каждой стране. Например, в России по законодательству крупная сделка — это сделка или несколько сделок, связанных с размещением обыкновенных либо привилегированных акций, конвертируемых в обыкновенные, составляющие более 25 % ранее размещенных обществом обыкновенных акций. Для совершения такой сделки необходимо решение совета директоров (наблюдательного совета), принимаемого единогласно;

*срока*, на который заключается сделка, — кассовые и срочные сделки. Кассовые сделки (их еще называют сделки спот или «кэш») — это сделки, подлежащие немедленному выполнению или осуществляемые в короткие временные сроки. Согласно рекомендациям Международной ассоциацией фондовых бирж с 1992 г. всеми биржами введена система «плавающего расчета», в соответствии с которой окончательный расчет по сделкам должен производиться на срок  $T$  (заключение сделки) + 3 дня. Но это не означает, что сделка не может быть выполнена раньше. На самом деле сделки выполняются в значительно более короткие сроки, а при электронной системе платежей могут осуществляться в режиме реального времени. Кассовые сделки бывают двух видов: покупка с частичной оплатой заемными деньгами и продажа ценных бумаг, взятых в займы. Как правило, эти сделки совершаются игроками на бирже. Покупка с частичной оплатой заемными деньгами заключается преимущественно игроками на повышение (т. е. теми, кто рассчитывает на повышение курса данной ценной бумаги; в этом случае бумага будет продана, клиент получит большую сумму и расплатится за кредит, но при этом получит прибыль). Покупка на заемные средства разрешается биржевыми правилами. В этом случае клиент оплачивает только часть стоимости ценных бумаг, а остальная покрывается кредитом, который предоставляет банк или брокер. Эти сделки носят еще и другое название — «сделки с маржой». Продажу ценных бумаг, взятых в займы, используют игроки на понижение (т. е. рассчитывают, что курс ценной бумаги понизится — они продают ценную бумагу, которую взяли в займы по настоящей цене, а затем, когда цена понизится, приобретут эту ценную бумагу и вернут ее, при этом разница составит прибыль).

**Срочные сделки** — это сделки, при которых продавец обязуется предоставить ценные бумаги к установленному сроку в будущем, а покупатель — принять их и оплатить по условиям сделки. Они заключаются на определенный срок по заранее оговоренной цене. В отношении срока исполнения срочных сделок четких рекомендаций Международная ассоциация фондовых бирж не дает, хотя в США по рекомендации Нью-Йоркской фондовой биржи они должны быть выполнены не позднее 60 дней со дня заключения. Срочные сделки имеют сложную структуру и могут классифицироваться в зависимости от способа установления цен, механизма и времени проведения расчетов за приобретаемые ценные бумаги, параметров, предусмотренных при их заключении. Существует несколько способов установления стоимости ценных бумаг, продаваемых на срок: цена фиксируется на уровне курса биржевого дня заключения срочной сделки; цена не оговаривается, а расчеты производятся по курсу, который складывается на момент исполнения сделки; в качестве цены может быть принят курс ее любого, но заранее оговоренного биржевого дня в период от первого дня заключения сделки до дня окончания расчетов; установление максимальной цены, по которой ценная бумага может быть куплена, и минимальной цены, по которой она может быть продана (стеллаж). В зависимости от времени проведения расчетов можно выделить *сделки с оплатой в середине месяца* — «пер-медью» и *сделки с оплатой в конце месяца* — «пер-ультимо». В зависимости от параметров заключения срочной сделки они делятся на:

а) **твердые (простые)**, обязательные к исполнению в оговоренные в договоре сроки и по зафиксированной в нем твердой цене — они стандартизированы по форме, но могут заключаться на различные виды и объемы фондовых ценностей, а также сроки в зависимости от реальных потребностей контрагентов;

б) **срочные сделки «на разницу»** — это сделки, по истечении срока которых один из контрагентов должен уплатить другому сумму разницы между курсами, установленными при заключении сделки, и курсами, фактически сложившимися в момент ликвидации сделки;

в) **срочные сделки с залогом**, предусматривающие гарантию обязательств поставки или покупки в виде выплаты одним контрагентом другому оговоренной договором суммы, составляющей ощутимую долю в товаре, вплоть до полной его стоимости (при залоге на покупку его вносит покупатель, а при залоге на продажу — продавец; залог возвращается, если сделка полностью завершена).

Примером срочной сделки являются фьючерсные сделки и опционы. *Фьючерсный контракт* представляет собой биржевой стандартизированный контракт на будущую поставку ценной бумаги. Гарантом исполнения данной сделки выступает расчетная палата биржи. Контракты жестко стандартизированы и очень редко доводятся до поставки. Объектом биржевой сделки являются сами контракты, т. е. зафиксированные в них права. Условием договора предусматривается участие в нем двух лиц. Лицо, обязующееся поставить соответствующую ценную бумагу, открывает короткую позицию, т. е. продает фьючерсный контракт. Лицо, приобретающее ценную бумагу, открывает длинную позицию, т. е. покупает контракт. Основным способом закрытия контракта, как правило, выступает покупка контракта с противоположными обязательствами. Покупка-продажа фьючерсного контракта связана с определенными затратами, включающими в себя биржевые сборы и внесение гарантийного взноса, возвращаемого при закрытии контракта.

*Опцион* — сделка, дающая право ее владельцу на покупку (опцион колл) или продажу (опцион пут) ценной бумаги в течение определенного срока или в определенный момент времени. Основные отличия опциона от фьючерса заключаются в том, что опцион — одностороннее обязательство продавца опциона перед его владельцем, это не обязательство, а право, которое может быть и не реализовано, если рыночная конъюнктура сложилась неблагоприятно и не имеет смысла воплощать свое право в реальное действие. Опционы исходят из того, что курс ценных бумаг в момент окончательного расчета скорее всего изменится по сравнению с существующими. Проигравшей стороне в ряде случаев выгоднее заплатить премию и получить право отказаться от приобретения или продажи ценных бумаг.

Среди опционов различают *простые сделки с премией*, при которых плательщик премии имеет право либо потребовать исполнения сделки без права выбора, либо совершенно от нее отказаться, что называется правом «отхода». Эти сделки в зависимости от того, кто является плательщиком премии — покупатель или продавец, — подразделяются на сделки с условной покупкой или с предварительной премией, когда премию платит покупатель опциона, и с условной продажей или сделки с обратной премией, когда премию уплачивает продавец. Второй вид опциона — *кратные сделки с премией*, при которых плательщик премии имеет право потребовать от своего контрагента передачи ему ценных бумаг в количестве, в несколько раз превышающем

установленное при заключении сделки по курсу, установленному при ее заключении. При третьем виде сделок с премией — *стеллаж*— плательщик премии приобретает право сам определить свое положение в сделке, т.е. при наступлении срока ее совершения объявить себя либо покупателем, либо продавцом. Причем он обязан или купить у своего контрагента (получателя премии) ценные бумаги по высшему курсу, или продать их по низшему курсу, зафиксированному в момент заключения сделки. Условия опционов также стандартны. По срокам исполнения различают американский опцион, который может быть исполнен в любой день до дня завершения опциона, и европейский опцион, который может быть исполнен только в день завершения опциона.

По *видам* сделки бывают простыми (твердыми), когда происходит реальная покупка-продажа ценной бумаги, и спекулятивными, когда не происходит реальной передачи ценных бумаг. В них объектом купли-продажи служат не сами ценные бумаги, а контракты, обязательства на их поставку. Занимаются этими сделками брокеры, и это является важной статьей их дохода. Брокеры заключают друг с другом сделку на покупку и затем на продажу ценных бумаг, угадавший изменение курса ценной бумаги получает маржу. Брокеры платят друг другу маржу, так как у них нет ни денег, ни ценных бумаг. Реального движения денег и ценных бумаг не происходит.

При этом брокеры бывают «быками» и «медведями», разрушающими рынок (увеличивают нестабильность курса). «Быки» играют на повышение курса. «Бык» покупает ценную бумагу по курсу, зафиксированному при заключении сделки, и затем ждет повышения курса либо сам стремится повлиять на курс в сторону его повышения. Для этого используется стратегия метода украшения витрины (курс будет расти, когда будет расти спрос на данную ценную бумагу) и начинается рекламирование эмитента и его ценных бумаг либо скупаются ценные бумаги, что и приводит к росту курса. В случае удачного стечения обстоятельств к моменту завершения сделки он сможет продать ценную бумагу дороже и выиграть на курсовой разнице. «Медведи» играют на понижение курса: продают акции, которых у них нет в наличии, по действующей цене с условием передать купленное покупателю через некоторый срок в надежде, что по истечении срока сделки цены снизятся. Если предположение оправдывается, то «медведь» к моменту истечения срока сделки имеет возможность закупить ценные бумаги по низкой цене, рассчитаться по всем

сделкам и получить прибыль. Такие операции получили название «продажи без покрытия». Кроме этого, «медведи» могут проводить и простые операции по продаже ценных бумаг с целью их последующей покупки по более низкой цене.

Наиболее распространенными видами спекулятивных сделок выступают *пролонгационные* срочные сделки, представляющие собой сделку с целью получения прибыли в конце срока от проводимых ранее биржевых спекуляций по договору срочной сделки. Одной стороной этой сделки выступает биржевой спекулянт, заключивший сделку на срок с целью получения курсовой разницы. Потребность в пролонгационной сделке возникает у биржевого игрока в том случае, если прогнозируемое им изменение курса не состоялось и ликвидация срочной сделки не принесет прибыли. Однако биржевой спекулянт рассчитывает, что его прогноз на изменение курса оправдается в ближайшем будущем, поэтому необходимо продлить условия сделки — ее пролонгировать. Существуют две разновидности пролонгационной сделки. *Сделка депорт*, когда клиент рассчитывает на понижение курса и заключает сделку о продаже через определенное время по зафиксированной цене. Сразу же после этого заключается сделка о покупке этой ценной бумаги по более низкой цене, вследствие чего получается маржа. Обратная сделка — репорт, рассчитанная на повышение курса, поэтому вначале заключается договор на покупку, затем — сделка на продажу по более высокому курсу.

Еще одной спекулятивной сделкой выступает *стеллажная сделка* как комбинация опционов колл и пут на одну и ту же ценную бумагу с одними и теми же сроком и датой исполнения. Покупка стеллажа имеет смысл, если инвестор предполагает значительные изменения конъюнктуры, но не может предсказать направления изменения курса ценной бумаги, а продажа — если инвестор рассчитывает на незначительные колебания курса, когда неизвестно, кто будет покупателем, а кто продавцом сделки (это решается в момент, когда должна совершиться сделка). Сделка заключается между двумя брокерами. Тот, кто заплатил взнос, решает, будет ли он покупать ценную бумагу с целью ее продажи либо будет продавать ценную бумагу. Выигрыш зависит от колебания курса — покроет разница гарантийный взнос или нет.

Спекулятивные сделки — это в основном срочные сделки, и они приводят к раскачиванию и развалу рынка и очень невыгодны для инвесторов, так как именно они формируют курс ценной бумаги. Инвестору может быть необходимо продать ценную бу-

магу, но в это время «медведи» играют на понижение курса, и инвестору придется ее продать по более низкой цене.

Как срочные, так и кассовые сделки осуществляются по определенным правилам. Простейшая рыночная сделка включает три составные части:

- заключение договора;
- вычисление по сделке, т. е. определение цены сделки;
- исполнение договора путем взаимобразной передачи товара и денег, который называют расчетами.

Расчеты и исполнение сделки — это процесс, конечным результатом которого обычно является передача объекта биржевой сделки (ценных бумаг) от продавца к покупателю и корреспондирующая передача денег от покупателя к продавцу. Как правило, вначале осуществляется процесс клиринга, а затем уже выполнение определенных в ходе клиринга обязательств.

Клиринг — это обособившаяся часть сделки, заключающаяся в вычислении взаимных обязательств ее сторон, установлении того, кто, что и кому должен в процессе торговли на рынке ценных бумаг и в какие сроки эти обязательства необходимо выполнить. Иначе говоря, клиринг — это совокупность расчетных операций по сделке, осуществляемых специализированными организациями на основе использования современных вычислительных компьютерных систем и методов. Клиринг, таким образом, предшествует денежным платежам и поставкам ценных бумаг и включает в себя несколько процедур: анализ итоговых сверточных документов на их подлинность и правильность оформления, вычисление денежных сумм, которые подлежат переводу, и количества ценных бумаг, которые должны быть поставлены по итогам сделки, оформление расчетных документов. Клиринг и расчеты выполняют определенные функции: они обеспечивают процесс регистрации сделок, осуществляют учет зарегистрированных сделок и вычисления по ним, проводят зачет взаимных обязательств и платежей, осуществляют гарантийное обеспечение сделок, обеспечивают организацию денежных расчетов и поставку актива.

Если расчеты по сделкам с ценными бумагами на внебиржевом рынке осуществляются через обычную систему расчетов, то расчеты по биржевым сделкам производятся с некоторыми особенностями, которые в первую очередь зависят от вида совершаемой сделки — расчеты по кассовым сделкам и расчеты по срочным сделкам. Расчеты по кассовым сделкам являются более



простым делом, так как сроки заключения сделки и ее оплаты практически совпадают.

Говоря о совершении клиринга и расчетов по кассовым сделкам, выделяют основные этапы расчетного процесса, приведенные на схеме (рис. 3).

На первом этапе осуществляется регистрация сделки на бирже. Брокеры, получив заявку от своих клиентов на покупку и продажу ценной бумаги, совершают сделку на бирже, которую они обязаны зарегистрировать. На втором этапе происходит подтверждение сделки, т.е. брокеры сообщают своим клиентам о совершенной сделке и о необходимости передачи денег и ценных бумаг для проведения расчетов. На третьем этапе осуществляется передача денег и ценных бумаг от клиентов к брокерам, когда клиенты на основе полученной от брокеров информации передают им соответственно: покупатель — деньги, а продавец — ценные бумаги. На четвертом этапе брокеры передают деньги и ценные бумаги в расчетную палату для окончательного проведения расчетов и осуществления клиринга. На пятом этапе из расчетной палаты ценные бумаги передаются в депозитарий для перерегистрации их владельцев, а на шестом этапе осуществляется непосредственная перерегистрация ценных бумаг, где именные ценные бумаги перерегистрируются, т.е. продавец исключается из реестра акционеров, а покупатель вводится в реестр, то же касается и ценных бумаг на предъявителя. Затем, на седьмом этапе, происходит возврат переоформленных и готовых к передаче покупателю ценных бумаг в расчетную палату. На восьмом этапе осуществляется передача денег и ценных бумаг брокерам продавца и покупателя. На заключительном этапе брокеры передают деньги и ценные бумаги их новым владельцам. В эту схему обязательно должны быть включены либо клиринговые центры, либо банки, либо центральный банк. Расчеты между участниками в первых двух случаях осуществляются по корреспондентским счетам. В случае участия центрального банка платежи осуществляются не по отдельным счетам, а по общим корреспондентским счетам банков-участников в центральном банке.

При осуществлении срочных сделок расчетно-клиринговый процесс имеет свои особенности, так как возникает ситуация, когда срок заключения сделки и срок ее реализации не совпадают. К таким особенностям можно отнести в первую очередь то, что расчетная палата становится, во-первых, стороной, своеобразным посредником каждого заключенного и зарегистрированного на бирже срочного контракта, и, во-вторых, имеет место

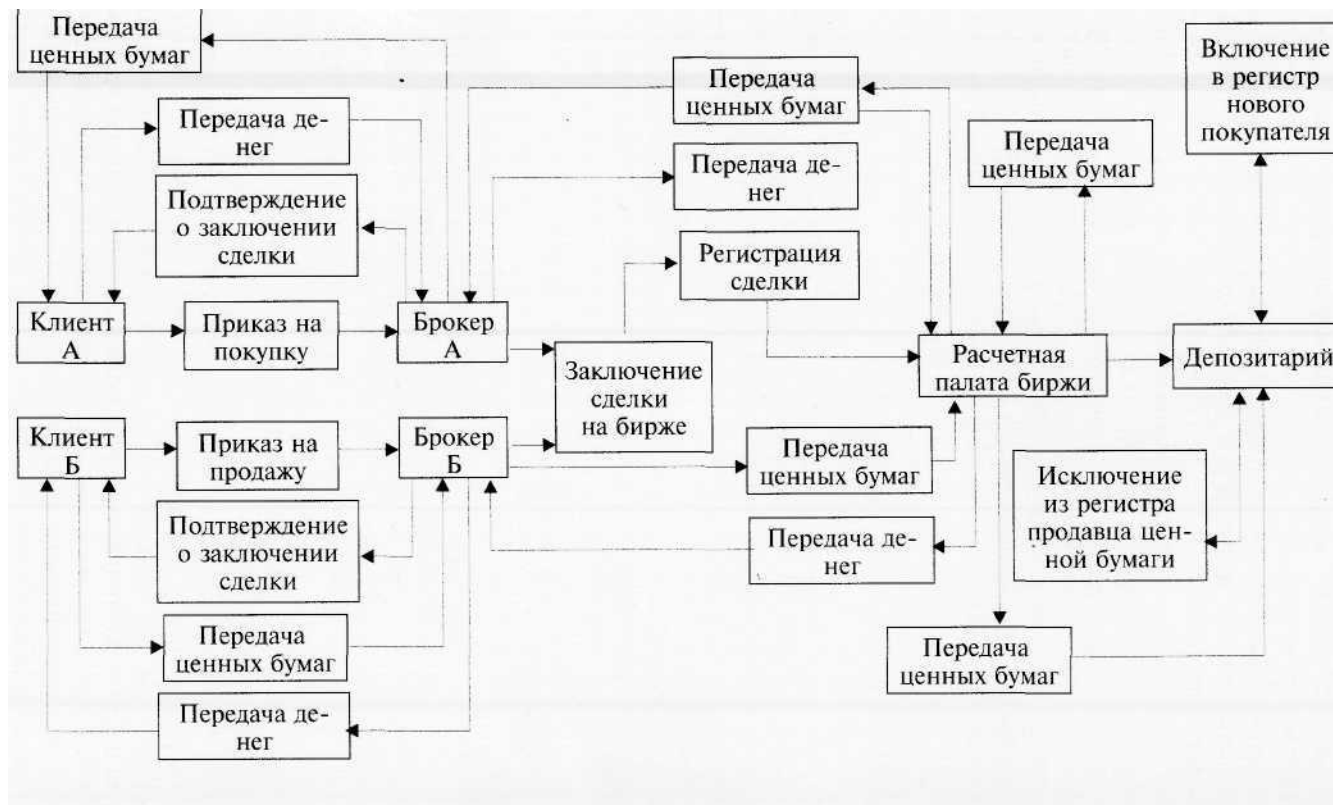


Рис. 3. Схема расчетно-клирингового процесса на бирже

иная, чем на рынке кассовых сделок, организация процесса гарантирования исполнения заключенных сделок (каждый участник сделки должен внести залог — маржу, необходимую для проведения сделок в будущем). Схематично роль расчетной палаты на рынке срочных контрактов можно представить так — между брокерами заключаются контракты на покупку и продажу ценной бумаги, которые проходят процедуру клиринга в расчетной палате. При этом расчетная палата разделяет исходный контракт на два и становится между покупателем и продавцом, выступая в роли продавца для каждого покупателя и в роли покупателя для каждого продавца, а впоследствии при наступлении срока сделки расчетная палата гарантирует и организует их выполнение (рис. 4).

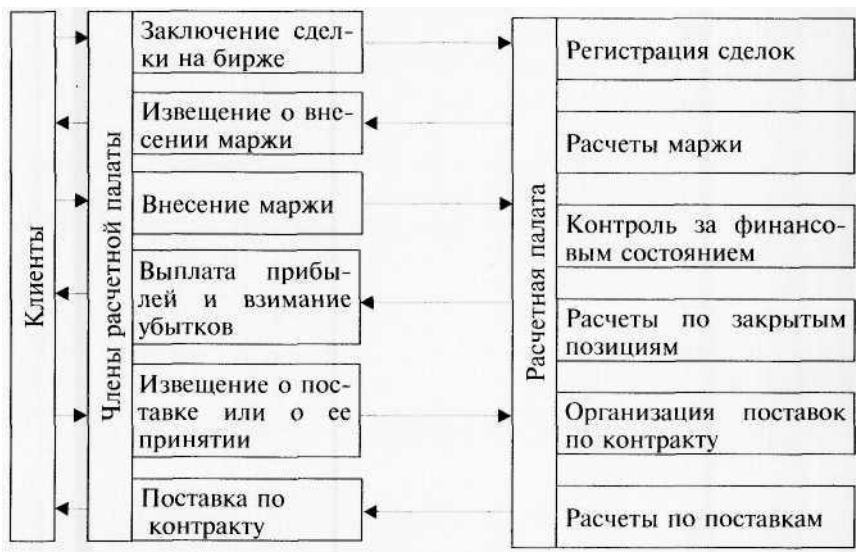


**Рис. 4. Роль расчетной палаты на рынке срочных контрактов**

В связи с этим расчетно-клиринговый процесс на рынке фьючерсных контрактов включает несколько иные этапы. В частности, на первом этапе проводятся заключение и регистрация сделки, на втором этапе расчетная палата для покрытия риска требует от своих участников внесения первоначальной маржи (называемой также залоговым депозитом) для каждого контракта. Маржа представляет собой денежный взнос, являющийся залогом честных намерений и эквивалентный однодневному движению биржевого курса. Расчетная палата осуществляет проведение всех расчетов по марже, как по первоначальной, так и переменной (вариационной), т. е. последующей, которую необходимо довести отдельным участникам сделки для покрытия потенциальных убытков в результате неблагоприятного движения цен. На третьем этапе расчетная палата извещает своих членов (а они своих клиентов) о необходимости внесения маржи. На четвертом этапе клиенты передают маржу членам расчетной палаты, а те — в рас-

четную палату. На пятом этапе расчетная палата осуществляет контроль за финансовым состоянием счетов участников торговли фьючерсными контрактами в течение биржевых торгов. На шестом этапе расчетная палата осуществляет клиринг и ликвидирует закрытые позиции, уведомляя клиентов о выплате прибылей и взимании убытков, в последующем она организует поставки по не закрытым в срок контрактам и посылает извещения о поставке товара по контракту или о ее принятии. На заключительном этапе осуществляется поставка по контракту, принятие поставки по контракту и расчеты по поставкам.

Данный процесс может быть представлен на схеме (рис. 5).



**Рис. 5.** Схема расчетно-клирингового процесса при срочных сделках

Биржевой оборот крупных бирж составляет многие десятки тысяч сделок в день, десятки миллионов ценных бумаг покупаются и продаются в течение одной биржевой сессии. Если эти сделки исполнять единичным образом, как было показано на схеме, то с таким документооборотом трудно было бы справиться, поэтому расчеты по сделкам с ценными бумагами производятся обособленно от других расчетных операций и предполагают взаимозачет встречных требований. Зачет встречных требований практикуется на большинстве современных бирж, его цель — снизить количество платежей и поставок ценных бумаг по сделкам, заключаемым членами той или иной биржи. Поэто-

му зачет применяется для того, чтобы снизить количество и упростить алгоритм осуществления платежных операций по итогам биржевых торгов. Вместе с тем зачет усложняет процедуру клиринга. Однако затраты участников на организацию и поддержание функционирования централизованной клиринговой системы оказываются меньше по сравнению с их возможными накладными расходами на единичное осуществление платежей и поставок по конкретной сделке. Расчетные палаты и клиринговые организации не просто дают команды на перевод денежных средств, но и контролируют принцип «поставки против платежа», особенно это важно при осуществлении срочных сделок, когда основную роль при проведении клиринга играет расчетная палата биржи.

Клиринг предполагает двусторонний или многосторонний зачет. Двусторонний зачет применяется достаточно редко, главным образом на внебиржевом рынке в отношениях между старыми, доверяющими друг другу деловыми партнерами, а также на небольших фондовых биржах с малым количеством участников и небольшим оборотом. При таком методе зачета производится попарное (по каждой паре контрагентов) вычитание требований одного контрагента из требований другого до тех пор, пока после включения в расчет всех сделок установленного периода не определится чистое сальдо задолженности одного контрагента другому. Такое вычисление может производиться как по денежным средствам, так и по каждому виду ценных бумаг отдельно. Следует отметить, что не всегда на одном и том же рынке метод денежного зачета может совпадать с методом зачета по ценным бумагам. Это определяется тем, каким способом и через какую систему предполагается в дальнейшем производить финальный платеж или поставку ценных бумаг. К концу всей процедуры сделки каждый из участников должен исполнить свои обязательства и удовлетворить свои требования. Если применяется зачет, то удовлетворение многих встречных требований происходит одновременно единым платежом (поставкой).

Многосторонний зачет может быть также двух типов — без участия клиринговой организации в качестве стороны в расчетах и с таким участием. При любом из указанных двух типов многостороннего зачета вычисление начинается с того, что для каждого участника клиринга производится калькуляция его собственных чистых требований или чистых обязательств по всем включаемым в расчет сделкам за установленный период. При этом из всех требований данного участника вычитаются все его

обязательства и таким образом определяется чистое сальдо. Полученное сальдо именуют позицией. Позиция «закрыта», если сальдо равно нулю, и «открыта», если сальдо не равно нулю. При положительном сальдо, т. е. когда объем требований данного участника превышает его обязательства, считается, что у участника клиринга открыта длинная позиция, при отрицательном сальдо — короткая позиция.

По итогам зачета среди участников клиринга отдельно по каждому виду ценной бумаги и по денежным средствам выделяются те, кто имеет короткие позиции (нетто-должники), и те, кто имеет длинные позиции (нетто-кредиторы). Сальдо встречных требований (позиция), определенное путем их зачета, показывает, какую сумму денежных средств или ценных бумаг по итогам клиринга каждый участник должен получить или отдать на завершающем этапе сделки. Такой окончательный платеж или поступление именуется ликвидацией позиции или урегулированием позиции. После урегулирования позиции сделки, включенные в расчет этой позиции и прошедшие процедуру листинга, считаются завершенными, а обязательства по ним — выполненными.

Применение на этапе клиринга механизма многостороннего зачета с вычислением чистых позиций участников сделок именуется **неттинг**. Два типа многостороннего зачета отличаются друг от друга в зависимости от того, каким образом предполагается урегулировать рассчитанную на этапе клиринга позицию. При одном методе после вычисления позиций всех участников клиринга производится определение пар участников «кредитор-должник» таким образом, чтобы свести к минимуму число платежей (поставок ценных бумаг) от должников к кредиторам. Сторонами в окончательных расчетах по урегулированию позиций являются те же лица, которые были участниками сделок. При этом набор пар «кредитор-должник» от одного цикла клиринга к другому может меняться. Данный метод хорош в тех биржевых и внебиржевых системах, где круг участников достаточно узок, не подвержен быстрым изменениям, где участники имеют примерно равное финансовое положение и уровень кредито- и платежеспособности.

В другом методе в качестве стороны при урегулировании позиций участников торговли выступает клиринговая организация. При этом урегулирование позиции каждого участника осуществляется против клиринговой организации, она выступает единственным кредитором для всех должников и единым должником

для всех кредиторов. То есть урегулирование позиций всех должников производится посредством платежа (поставки) в пользу клиринговой организации, а урегулирование позиций всех кредиторов — с помощью получения денежных средств (ценных бумаг) от этой клиринговой организации. Урегулирование позиций участников торговли против клиринговой организации, а не против друг друга, т. е. полная смена сторон на этапе исполнения по сравнению с этапом заключения сделок, именуется **новейшн**. Этот метод более удобен, так как у каждого участника на этапе исполнения сделок указывается только один контрагент — клиринговая организация, в пользу которой надо перечислить сумму задолженности или от которой надо получить сумму причитающихся средств (или ценных бумаг). Именно этот метод нашел применение в подавляющем большинстве клиринговых систем. Это объясняется его относительной простотой, удобством и независимостью от числа участников, а также возможностью создания надежных систем контроля за возникающими рисками.

После проведения клиринга начинается процесс непосредственных расчетов. Методы проведения расчетов также различаются на разных биржах. Одним из самых надежных является вариант, при котором участники рынка создают систему, работающую как бы параллельно с общей системой расчетов. Такая модель применяется на немногих фондовых биржах, но чаще при международных операциях с ценными бумагами. Типичными примерами из международной практики являются международные депозитарно-клиринговые центры «Euroclear» (Брюссель) и «Cedel» (Люксембург). Эти организации открывают мультивалютные (во многих валютах) корреспондентские счета банкам и другим организациям, профессионально занимающимся торговлей ценными бумагами на международном рынке. Расчеты между участниками этих систем по их взаимным сделкам могут осуществляться по корреспондентским счетам в этих депозитарно-клиринговых центрах.

Примером из российской практики является расчетная система Московской межбанковской валютной биржи, используемая с мая 1993 г. для расчетов по сделкам с ГКО. Дилеры, участники расчетной системы ММВБ производят взаимные платежи за облигации по своим корреспондентским счетам в этой системе. Преимуществом такой модели является относительно высокая скорость расчетов и осуществление контроля способности покупателей оплатить приобретаемые ими ценные бумаги. Недостаток этой модели заключается в том, что участники сие-

темы часто не могут свободно использовать остатки на своих счетах в обособленных депозитарно-клиринговых центрах для своих прочих операций. Если при этом срок перевода денежных средств из общей платежной системы в обособленную и обратно занимает ощутимый период времени, то это сказывается на финансовом положении клиента. Именно из-за этого в международной практике такая возможность почти не используется. Кроме того, наличие у участника отдельных счетов для обычных операций и для операций с ценными бумагами затрудняет управление ликвидностью. Успех по нейтрализации этого недостатка зависит от того, какой способ взаимодействия установлен между специализированной расчетной системой и национальной системой расчетов. Если речь идет о системе, которая обслуживает биржевой оборот внутри какой-либо страны, то огромное значение имеет способ расчетов, применяемый в отношениях соответствующего центрального банка и биржевой расчетной системы.

Иные модели предполагают участие центрального банка. Платежи в этом случае между участниками осуществляются не по отдельным счетам, а по общим корреспондентским счетам банков-участников в центральном банке. Таким образом, механизм осуществления расчетов выбирается каждой биржей самостоятельно, исходя из тех существующих видов, которые используются на практике. Кроме того, в современных условиях, в связи с расширением возможностей проведения электронных расчетов механизм осуществления расчетов подлежит постоянной корректировке и изменению.

#### **5.4. Фондовые (биржевые) индексы**

Развитие фондового рынка и экономики в целом отражают фондовые (биржевые) индексы, являющиеся обобщающим показателем динамики курсов ценных бумаг. Это средневзвешенная цена курсов акций определенного количества компаний, действующих в различных сферах национальной экономики. Биржевые индексы позволяют оценить общее состояние отдельных сегментов рынка ценных бумаг, фиксируя изменение котировок рынка ценных бумаг. Выделяют шесть основных задач, которые решают фондовые индексы.

1. Индексы позволяют формально описывать сложные явления, т. е. решают задачу уменьшения количества параметров, по которым оценивается та или иная совокупность ценных бумаг.



2. Индекс можно интерпретировать как некую базовую точку отсчета, например, при определении эффективности вложений в ценные бумаги.

3. Структура выборки индекса является базой для структуры портфеля ценных бумаг. Существуют два вида пассивной стратегии — «покупай и держи» и индексирование. Смысл индексирования заключается в том, что структура портфеля ценных бумаг лишь приводится в соответствие со структурой выборки фондового индекса.

4. Индекс — это показатель состояния экономики. Согласно макроэкономической теории устойчивая тенденция роста индекса означает экономический рост в стране, и наоборот, что позволяет выбрать правильную политику инвестирования в долгосрочном плане.

5. Фондовый индекс может выступать также как отдельная, независимая производная ценная бумага. По значению индекса проводятся торги, продаются опционы и фьючерсные контракты. Это позволяет более гибко управлять активами и проводить операции хеджирования (страхования) сделок с ценными бумагами эмитентов, входящих в состав торгуемого индекса.

6. Индексы позволяют решать проблему «статистической неполноты». Для российского рынка ценных бумаг эта особенность индекса имеет огромное значение. В случае несовершенства статистической обработки информации по отдельным эмитентам возникает проблема анализа этих акций с помощью объемных индикаторов технического анализа. При варианте анализа динамики совокупных объемов по эмитентам, входящим в расчет индекса и самого фондового индекса, эта проблема исчезает.

Таким образом, фондовые индексы дают возможность проанализировать состояние фондового рынка в прошлые периоды времени, выявить определенные тенденции, на основе которых могут быть сделаны прогнозы на будущее. С помощью биржевых индексов можно судить также о состоянии экономики всей страны. Инвесторам они позволяют оценить состояние собственного портфеля ценных бумаг.

Любой фондовый индекс показывает то, что в него заложили разработчики путем определения выборки составляющих и метода расчета. Чем шире выборка, тем индекс ближе к индикатору состояния экономики или определенной отрасли. Поэтому для подсчета индексов обычно выбираются наиболее крупные компании, деятельность которых связана с положением экономики в стране.

Несмотря на разнообразие фондовых индексов, в основе их расчетов лежат три метода.

1. *Среднее арифметическое движения курсов акций.* Это наиболее часто используемый метод. В соответствии с ним рассчитывается, например, индекс Доу-Джонса. Формула для вычисления такого индекса имеет вид:

$$I = \sum^n P_i / D,$$

где  $P_i$  — курс / акций,

$D$  — делитель,

$n$  — число акций, включенных в расчет.

Иначе говоря, цены акций всех эмитентов, входящих в индекс на момент закрытия торгов, складываются и эта сумма делится на количество составляющих для получения средней величины. Каждая акция имеет одинаковый вес независимо от размера компании. Положительной стороной этого метода является его простота, а отрицательной — отсутствие учета реального масштаба рынка акций конкретного эмитента.

2. *Среднее геометрическое движения курсов акций.* Этот метод используется реже, в качестве примера можно назвать расчет индекса Прайм-Тасс, FT-30. Рассчитывается этот индекс по формуле средней геометрической, т. е. корень  $n$ -й степени из произведения цен акций  $n$  компаний:

Отрицательной стороной расчета выступает то, что в нем не учитывается разный оборот торговли акциями компаний.

3. *Средняя арифметическая взвешенная движения курсов акций.* Индексы в традиционном понимании этого слова являются средневзвешенными величинами, где в качестве весов выступают показатели базисной рыночной стоимости обращающихся на рынке акций каждой включенной в его состав корпорации, поэтому этот метод считается наиболее точным и наиболее популярным в мировой практике. Он учитывает влияние тех акций, по которым капитализация выше и которые более ликвидны. Таким методом рассчитывается, например, известный индекс «Стандарт энд пурс», НАСДАК. Чаще всего в качестве веса используется рыночная капитализация компании. Формула расчета данным методом такова:

$$I = \sum^n P_i Q_i / \sum P_b Q_b,$$

где  $P_i$  — текущий курс  $i$  акций,

$n$  — число акций, включенных в расчет,  
 $P_b$  — базисный курс /акций,  
 $Q_i$  — количество акций, выпущенных в текущем периоде данной компанией,  
 $Q_b$  — количество акций, выпущенных в базисном периоде данной компанией.

За базисный период при расчете индекса берется определенный период.

Фондовые индексы измеряются в пунктах. В мировой практике выделяется два критерия, по которым оцениваются индексы: прирост индекса за определенный период времени (эта величина рассчитывается как разница между значениями индекса на конечную дату и начальную дату) и эффективность обнаружения переломов тенденции. В последнем случае речь идет о сравнительном анализе значений разных ориентированных на данный рынок индексов. Более эффективным считается индекс, тренд которого поменял направление своего движения раньше других при смене тренда на рынке.

С точки зрения базы измерения индексы также могут быть различными: одни могут представлять рынок в целом, другие — конкретную отрасль или сектор рынка.

История фондовых индексов началась с конца XIX в. Первый индекс был разработан в США в 1884 г., и его начал рассчитывать Чарльз Доу как среднеарифметическую курсов акций 11 компаний. С 1928 г. этот индекс стал рассчитываться по 30 компаниям и получил название Доу-Джонса. Методика расчета осталась прежней. В настоящее время рассчитываются четыре индекса Доу-Джонса:

1. Промышленный индекс Доу-Джонса (Dow Jones Industrial Average — DJIA), который рассчитывается на основе курсов акций 30 промышленных компаний.

2. Транспортный индекс Доу-Джонса (Dow Jones Transportation Average — DJTA), который рассчитывается на основе показателей курсов акций 20 транспортных компаний.

3. Коммунальный индекс Доу-Джонса (Dow Jones Utility Average — DJUA), рассчитываемый на основе курсов акций 15 компаний, занимающихся электро- и газоснабжением.

4. Составляющий индекс Доу-Джонса (индекс шестидесяти пяти) — Dow Jones Composite (DJC) рассчитывается на основе акций 65 компаний — 30 промышленных компаний, 20 транспортных компаний, 15 компаний, занимающихся электро- и газоснабжением.

В США помимо индекса Доу-Джонса рассчитывается большое количество индексов, в частности индекс «Стандарт энд пурс». Он рассчитывается в двух вариантах — по акциям 500 корпораций и по акциям 100 корпораций. «Стандарт энд пурс»-500 представляет собой взвешенный по рыночной стоимости индекс 500 корпораций, которые представлены в нем следующим образом: 400 промышленных корпораций, 20 транспортных, 40 финансовых и 40 коммунальных компаний. В него включены в основном акции компаний, зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже, однако присутствуют также акции некоторых корпораций, которые котируются на Американской фондовой бирже и во внебиржевом обороте. Выборка индекса представляет около 80 % в рыночной стоимости всех выпусков, котируемых на Нью-Йоркской фондовой бирже. Этот индекс более сложный по сравнению с индексом Доу-Джонса, но он считается более точным в силу того, что в нем представлены акции большого количества корпораций, и самое главное, акции каждой корпорации взвешиваются на величину стоимости всех акций, находящихся в руках акционеров. Индекс «Стандарт энд пурс»-100 рассчитывается на основе акций 100 компаний.

Основной рыночный индекс Американской фондовой биржи (AMEX) рассчитывается как простой средний показатель движения цен акций 20 ведущих промышленных компаний, причем 15 из них входят в индекс Доу-Джонса.

Индексы внебиржевого оборота представлены прежде всего индексом НАСДАК, который рассчитывается на основе курса акций 3,5 тыс. корпораций, составным индексом «Вэлью Лайн», рассчитываемым как среднеарифметическая величина цен акций 1700 корпораций, и индексом Уилшир-5000, взвешенным по рыночной стоимости акций 5000 компаний.

Первый европейский индекс появился в Англии в 1935 г. и включал в себя 30 компаний. В отличие от США, подбирались такие компании, которые отражали структуру экономики. Он назывался FT-30 (файненшл тайме). Этот индекс развивался все эти годы, в его структуре происходил постоянный сдвиг акцента от тяжелой промышленности в сторону компаний, занятых в сервисе. Однако поворотным для него стал 1984 г., когда была пересмотрена структура предприятий, были введены в расчет финансовые компании. Он стал называться FT&SE-100 и рассчитывался на основе акций 100 компаний в режиме реального времени. На сегодняшний день этот индекс является золотой серединой: количество составляющих сбалансировано величиной

рыночного покрытия. На данный момент он является основным для Англии. В 1962 г. в Англии был введен индекс актуариев (индекс всех акций). В него вошли 700 составляющих. Благодаря этому он мог быть инструментом измерения поведения рынка в течение длительного периода. Существенное преимущество его в том, что он показывает инвесторам не только движение рынка в целом, но и отдельных секторов и отраслей в частности.

В Германии индексы появились значительно позже. Ведущий индекс — DAX. Рассчитывается на основе 30 ведущих компаний и является ведущим германским индексом. Существуют еще несколько индексов MDAX, S-DAX, различающихся количеством компаний. Основными индексами в Германии выступают в настоящее время четыре индекса — DAX (Deutscher Aktienindex), MDAX, DAX-100 и CDAX, и с 1 января 2003 г. были введены еще четыре индекса — TechDAX, SDAX, NEMAX, NEMAX-50. Старейшим в истории немецких фондовых индексов выступает индекс DAX (Deutscher Aktienindex), который начал рассчитываться в 1959 г. как индекс, отражающий текущие биржевые операции. На сегодняшний день базовой датой для расчета данного индекса считается 30 декабря 1987 г., когда его значение было принято за 1000 пунктов. Индекс рассчитывается в режиме реального времени и обновляется каждые 15 секунд в течение торгов на Франкфуртской бирже с 8-30 до 17-00 ч и в течение работы электронной системы XETRA с 8-30 до 17-15 ч. В основе расчета лежат значения акций 30 наиболее ликвидных крупных немецких компаний. Перечень ценных бумаг, входящих в индекс, пересматривается ежегодно исходя из двух критериев: объема торгов за последний год и рыночной капитализации этих ценных бумаг. Второй индекс MDAX начал рассчитываться с 1987 г. на основании ценных бумаг 70 крупных компаний второго эшелона, перечень которых пересматривается каждые полгода исходя из тех же критериев, что и у индекса DAX. При этом стоит отметить, что при расчете данного индекса учитываются, во-первых, отечественные предприятия; во-вторых, зарубежные предприятия, акции которых котируются на Франкфуртской бирже, но для них разработаны иные критерии вхождения в индекс, чем для отечественных предприятий; в-третьих, предприятия, зарегистрированные за рубежом, но ведущие деятельность в ФРГ. Как и предыдущий индекс, MDAX исчисляется в режиме реального времени, но обновляется каждую минуту. Индекс DAX-100 состоит из двух индексов MDAX и DAX и рассчитывается с 1987 г. по акциям 100 компаний, функционирующих на

официальном и регулируемых рынках Франкфуртской биржи. Список компаний пересматривается дважды в год. База расчета данного индекса принята за 500 пунктов, поэтому в отличие от предыдущих индексов при его расчете частное умножается не на 1000 пунктов, а на 500. Помимо корпоративного индекса DAX-100 на его основе рассчитываются отраслевые индексы по 10 отраслям. Индекс CDAX (Composite DAX) получил развитие с 1970 г., однако современной базовой датой, как и других индексов, выступает 30 декабря 1987 г., когда его значение было принято за 100 пунктов. Для расчета используются 520 видов акций, котирующиеся на всех трех сегментах Франкфуртской биржи — на официальном, регулируемом и свободном рынках. Этот индекс также вычисляется в режиме реального времени и обновляется ежеминутно в течение торгов на Франкфуртской бирже и в электронной системе XETRA. Для CDAX вычисляются текущие значения и итоговые значения индексов на основе официальных цен и закрытия. Кроме CDAX рассчитываются и отраслевые индексы по 18 отраслям, в частности текстиль, транспорт, страхование, машиностроение, автомобилестроение, жилищное строительство, которые подразделяются на 63 индустриальные группы. Вычисляются один раз в день после торгов на Франкфуртской бирже и в системе XETRA на основе цен закрытия. Для «Нового рынка» в качестве основного индекса выступает индекс CDAX, кроме того, для характеристики этого рынка были введены индексы, характеризующие отдельно уровень развития классических и технологических отраслей. Для предприятий классических отраслей характерен уже рассмотренный индекс MDAX. Помимо этого, рассчитывают индекс SDAX, в который входят акции 50 крупных компаний, некоторые из которых входят в индекс MDAX. Особое внимание в последние годы уделяется развитию высокотехнологических отраслей. Для привлечения капитала в эти отрасли, иначе говоря, для инвесторов этих отраслей введен индекс для технологических отраслей NEMAX, который рассчитывается на основе акций всех сфер деятельности технологических отраслей. На его основе рассчитывается NEMAX-50, включающий в себя акции 50 средних и мелких компаний. Наряду с этим выделяют индекс TechDAX. Он основывается на стоимости акций 30 немецких и иностранных предприятий (на 2004 г. в него входили акции 25 немецких компаний). Структура данного индекса такова: 42,9 % составляют индустриальные предприятия; 25,2 % — предприятия биотехнологии, 3,7 % — информационные, коммуникационные предпри-

ятия и 9,2 % — предприятия прочих технологических отраслей. Помимо этого, иногда рассчитывают еще два индекса: во-первых, Fee All Share, который включает в себя стоимость акций технологических предприятий, кроме включенных в индекс DAX, и, во-вторых, Classic All Share, включающий стоимость акций всех классических отраслей, кроме предприятий, включенных в индекс DAX.

В конце 80-х годов XX в. на рынок вышла Всемирная серия, состоящая из 11 региональных индексов. Информация собирается из семи широких экономических секторов. В расчет принимаются 36 составных отраслевых индексов, полученных на основе более 100 подотраслевых категорий. Всемирный индекс базируется на 2,5 тыс. акций из 24 стран мира. Однако такой индекс не один, существуют еще — Международный индекс Морган Стенли и Первый Бостон Юромани Индекс.

Первые российские индексы начали появляться в начале 1990-х годов. И хотя они во многом несовершенны и не всегда реально отражают ситуацию на фондовом рынке, тем не менее они дают общее представление о рынке ценных бумаг. Первыми фондовыми индексами, появившимися на нашем рынке, были индекс инвестиционного банка CS First Boston ROS-30 и индекс агентства «Скейт-Пресс» — АСП-12, который начал рассчитываться с 1992 г. на основе акций 12 компаний. С 1994 г. этот индекс получил название АСП-дженерал и стал рассчитываться на основе курсов акций 90 компаний. Для компаний, входящих в этот индекс, были разработаны следующие критерии — рыночная капитализация компании должна быть более 10 млн долл., дивидендная история более трех лет, резидент РФ, компания представлена на организованном вторичном рынке, раскрывает финансовую информацию.

Чуть позже появились индексы АК&М, которые описывают изменения средней цены акции определенного набора компаний, котирующихся на вторичном рынке, в текущем периоде по сравнению с базисным, за который принят 1994 г. Вначале появились три отраслевых индекса — банковский, предприятий нефти и газа и цветной металлургии, позже их семейство расширилось, и на данный момент они включают в себя пять индексов: сводный индекс, рассчитываемый на основе акций 20 промышленных компаний, Сбербанка, транспорта (Аэрофлот), связи (Ростелеком, Волгателеком, Уралсвязьинформ, Центртелеком, Сибирьтелеком); индекс акций промышленных компаний (в расчет берутся акции 20 ведущих промышленных компаний),

индекс акций «второго эшелона» (в основе акции 21 предприятия), одиннадцать отраслевых индексов, в частности, предприятий нефтедобычи, энергетики, машиностроения, связи и индекс депозитарных расписок (за расчет берутся 14 депозитарных расписок). Индексы рассчитываются ежедневно и отражают общую среднюю тенденцию динамики цен на акции данных предприятий. Затем появился новый индекс РТС-Интерфакс.

По мере развития рынка появились индексы, различающиеся по методологии расчета, назначению, доступности. Среди них можно назвать индекс агентства Коммерсантъ, который рассчитывается по отраслям, семейство индексов Прайм-ТАСС. Организация торгов корпоративными бумагами в РТС (российской торговой системе) повлекла за собой создание индекса РТС, который был разработан Национальной ассоциацией участников фондового рынка (НАУФОР) в 1995 г. Особенностью этого индекса являлась большая выборка, охватывающая весь спектр акций категории «А» РТС (по состоянию на 20 декабря 1999 г.). Для сравнения большинство индексов, рассчитываемых другими торговыми площадками и информационными агентствами, включали в себя от 10 до 30 бумаг 10–20 эмитентов. По своей сути индекс РТС отражал стоимость самых ликвидных акций российских компаний по отношению к базовой дате 1 сентября 1995 г. База была вычислена на основе средневзвешенной цены 30 списочных акций и взята за точку отсчета со значением 100. Номинация стоимости акций производилась в долларах, что позволяло полностью избежать влияния на оценку стоимости портфеля акций девальвационных процессов в экономике. С этой точки зрения такой индекс представлялся удобным для анализа иностранными портфельными инвесторами, работающими на российском рынке. К недостаткам этого индекса можно было отнести отсутствие в рассматриваемой выборке акций Газпрома, что объяснялось отсутствием ценной бумаги этой компании в листинге РТС в силу законодательных ограничений. С 1 января 2000 г. деление списка ценных бумаг РТС на категории А и Б было отменено, и в связи с этим с 5 января 2000 г. список ценных бумаг для расчета индекса РТС состоял из акций, входящих в котировальные листы 1-го и 2-го уровней, а также акций, отобранных информационным комитетом на основе экспертной оценки. Список для расчета индекса РТС может пересматриваться не чаще чем один раз в три месяца.

На данный момент индекс РТС является одним из ведущих и состоит из двух индексов: сводного RTSI и технического RTST, рассчитываемых в национальной и иностранной валютах. Ин-



деке рассчитывается в начале каждого часа торговой сессии РТС. Официальным индексом РТС на текущую дату является его значение на 18-00 ч. При расчете индекса принимаются во внимание курсы 300 ценных бумаг, в том числе более 40 облигаций, а также 8 фьючерсных и 3 опционных контракта. При этом стоит отметить, что список обыкновенных акций, включенных в расчет индекса, полностью совпадает со списком акций, по которым маркет-мейкеры в РТС выставляют твердые двусторонние котировки (листинг маркет-мейкеров). Индекс представляет собой отношение суммарной рыночной капитализации акций (МСП), включенных в список для расчета индекса, к суммарной рыночной капитализации этих же акций на начальную дату (МС1), умноженной на значение индекса на начальную дату. Базовое значение официального сводного индекса составляет 100 на начальную дату индекса — 1 сентября 1995 г., а значение технического индекса 396,858 — на 31 декабря 1997 г.

Следующий индекс — индекс ММВБ. Сводные фондовые индексы ММВБ рассчитываются на основе сделок с корпоративными ценными бумагами, заключенными в секции фондового рынка ММВБ, и являются интегральными индексами, характеризующими текущее состояние фондового рынка ММВБ. Индексы ММВБ подразделяются на Сводный фондовый индекс (СФИ), который используется в индикативных и аналитических целях, и Технический сводный фондовый индекс ММВБ (ТИ), который употребляется при принятии Дирекцией ММВБ решения о приостановке торгов в случае превышения допустимых границ колебаний данного индекса, устанавливаемых Федеральной службой финансовых рынков (ФСФР). Расчет индексов осуществляется в режиме реального времени по формуле

$$I = \left( \frac{1}{D} \right) \left( \frac{\sum_{i=1}^N k_i Q_i P_i}{\sum_{j=1}^M Q_j^b P_j^b} \right),$$

где  $Q_i$  — количество акций  $i$ -го вида на момент расчета индекса;

$P_i$  — средневзвешенная цена акции  $i$ -го вида на момент расчета индекса;

$k_i$  — весовой коэффициент;

$N$  — количество акций, входящих в базу расчета индекса на момент его расчета;

$Q_j^b$  — количество акций  $j$ -го вида на момент определения первого значения индекса;

$P_j$  — средневзвешенная цена акции  $y$ -го вида на момент определения первого значения индекса;

$M$  — количество акций, входящих в базу расчета индекса на момент определения его первого значения;

$D$  — поправочный коэффициент, корректирующий значение индекса при изменении базы расчета индекса.

В базу расчета СФИ входят обыкновенные именные акции, включенные в котировальные листы ММВБ 1-го и 2-го уровней. При расчете СФИ для каждого вида акций, входящих в базу расчета индекса, используется количество акций, имеющихся в обращении, рассчитываемое как объем эмиссии акций за вычетом пакета акций, находящегося в государственной собственности или контролируемого государством. Временная база расчета СФИ включает период торгов от начала торгов до момента расчета СФИ. Значения весовых коэффициентов акций, включенных в базу расчета, принимаются разные: 1 — для акций, входящих в котировальный лист ММВБ 1-го уровня, и 0,1 — для акций, входящих в котировальный лист ММВБ 2-го уровня. Официальным значением СФИ является значение, рассчитанное на момент окончания торгов.

Технический сводный индекс ММВБ рассчитывается на основе всех именных обыкновенных акций, допущенных к торгам на ММВБ. Весовые коэффициенты акций принимаются равными единице. Временная база расчета ТИ составляет 60 мин, предшествующие моменту расчета ТИ. ТИ рассчитывается каждые 30 мин в течение торговой сессии, начиная с момента определения Сводного индекса открытия.

Наличие большого количества индексов приводит к тому, что аналитик, а также инвестор могут более четко определить тенденции развития как экономики в целом, так и фондового рынка в зависимости от изменений каждого отдельно взятого индекса, а также, сопоставив эти индексы, выявить возможности развития отдельных отраслей и секторов экономики, что позволит ему более прибыльно вложить денежные средства и уменьшить риск потерь на рынке ценных бумаг.

## 5.5. Механизм принятия решений на рынке ценных бумаг

На бирже решение о покупке-продаже ценных бумаг принимают как индивидуальные, так и институциональные инвесторы. К первым относятся частные лица и предприятия. Это непрофессионалы на рынке ценных бумаг — они не работают с ценными бумагами, для них это побочная деятельность, которая ха-

характеризуется малыми объемами и различными сроками. Как правило, они принимают решения только благодаря инвестиционным консультантам, которые получают за это комиссионное вознаграждение. Институциональные инвесторы, к которым прежде всего относят банки, страховые компании, пенсионные фонды, чаще сами принимают решения, хотя могут обращаться и к инвестиционным консультантам. Объем их деятельности характеризуется большими размерами. Таким образом, основным лицом, подготавливающим решение и принимающим его, выступает инвестиционный консультант.

При подготовке решения консультант проводит фундаментальный и технический анализ. Изначально консультант делает фундаментальный анализ, т.е. анализ экономических факторов данной системы, которые так или иначе влияют на курс ценной бумаги. Цель такого анализа — поиск действительной стоимости объекта исходя исключительно из законов спроса и предложения. Полный фундаментальный анализ проводится на трех уровнях. Первоначально рассматривается состояние экономики фондового рынка в целом, что позволяет выяснить, насколько общая ситуация благоприятна для инвестирования, и дает возможность определить основные факторы, влияющие на указанную ситуацию. Изучение общей экономической ситуации на первом этапе анализа основано на рассмотрении показателей, характеризующих: динамику производства, уровень экономической активности, потребление и накопление, развитость инфляционных процессов, финансовое состояние государства. При этом предпринимаются попытки установить конкретные механизмы воздействия на состояние экономики важнейших политических и социальных событий. Выявление факторов, определяющих хозяйственную ситуацию в целом и непосредственно отражающихся на фондовом рынке, позволяет выявить общие условия, на фоне которых придется проводить инвестиционную политику и строить прогнозы относительно перспектив их изменения. Поскольку макроэкономическая обстановка является предметом пристального внимания со стороны широких кругов экономистов, при проведении ее фундаментального анализа имеется возможность опираться на достаточно глубокие разработки и выводы, которые делаются ведущими экспертами в данной области. Общеэкономическая ситуация отражает состояние в большинстве сфер хозяйства, однако каждая из этих сфер подчиняется не только общим, но и своим частным, внутренним закономерностям, и, соответственно, выводы, сделанные на мак-

роэкономическом уровне, нуждаются по отношению к ним в конкретизации и корректировке. Даже если анализ обстановки в целом показывает, что она неблагоприятна для инвестирования, это отнюдь не означает, что нельзя найти отрасли, куда можно было бы с большей выгодой помещать деньги.

После изучения конъюнктуры в целом осуществляется анализ отдельных сфер рынка ценных бумаг для выявления тех из них, которые в сложившихся общеэкономических условиях наиболее благоприятны для помещения средств с точки зрения выбранных инвестиционных целей и приоритетов. При этом рассматривается состояние отраслей и подотраслей экономики, представленных на фондовом рынке. Обычно развитие отраслей подчиняется общим закономерностям, которые выражены определенным образом в динамике отраслевых индексов или отдельных эмитентов. Начальные этапы их становления, связанные с подъемом и быстрым повышением доходности, постепенно сменяются более или менее продолжительными периодами относительно устойчивого развития. С течением времени в ряде отраслей может наметиться стагнация, а некоторые из них просто не выживают. При проведении анализа стараются выявить отрасль, которая в каждый данный момент находится на подъеме и в рамках установленных инвестиционных приоритетов дает лучшие по сравнению с остальными возможности для размещения средств. После того как определены наиболее подходящие отрасли для помещения средств, из всего многообразия входящих в них компаний надо выбрать те, чьи ценные бумаги позволяют реализовывать поставленные инвестиционные цели.

Поэтому на третьем уровне анализа подробно освещается состояние отдельных фирм и компаний, чьи ценные бумаги обращаются на рынке. Это дает возможность решить вопрос о том, какие ценные бумаги являются привлекательными, а какие из тех, которые уже приобретены, необходимо продать.

Одним из ключевых факторов, влияющих на стоимость ценных бумаг какой-либо компании, являются ее текущее финансово-хозяйственное положение и перспективы развития. Выявление наиболее предпочтительных направлений размещения средств создает основу для выбора в их рамках конкретных видов ценных бумаг, инвестиции в которые обеспечили бы наиболее полное выполнение инвестиционных задач. Поэтому фундаментальный анализ на его завершающей стадии концентрируется прежде всего на изучении положения дел у эмитента. В качестве основных источников информации для этого используются: данные годовых отчетов о деятельности компании; мате-

риалы, которые компания публикует о себе; сведения, сообщаемые в публичных выступлениях руководства компании; данные, поступающие по каналам электронных информационных систем; результаты исследований, выполненных специализированными организациями и другими участниками фондового рынка.

Элементами фундаментального анализа владеет практически любой человек, читающий газеты, журналы, следящий за состоянием экономики и политики в стране. Не только опытному брокеру, но и любому человеку доступна обычная логика — если предприятие понесло убытки, то его акции упадут в цене, а стоимость акций успешно работающего предприятия будет расти. Причем для каждого рынка существует свой набор факторов, влияющих на движение цен. Так, для цен на государственные ценные бумаги важны такие факторы, как дефицит государственного бюджета и объем заимствований на рынке в будущем, количество денег у российских банков, спрос со стороны иностранных инвесторов. Для рынка акций конкретного предприятия основными факторами являются: прибыльность предприятия, ликвидность его акций, общая ситуация на рынке. Российский рынок акций, как показывает практика, начинает расти вслед за ростом американского фондового индекса Доу-Джонса, так как усиливается интерес иностранных инвесторов к развивающемуся рынку. Таким образом, фундаментальный анализ предполагает всестороннее рассмотрение экономико-политических факторов, влияющих на движение цен, и поиск тех основных ценных бумаг, в которые можно было бы вложить денежные средства. Однако фундаментальный анализ дает лишь общее представление о направлении инвестирования денежных средств. Конкретно же решить, куда вложить деньги, поможет технический анализ.

Технический анализ опирается на анализ цен на товары и услуги различных компаний, на изучение спроса и предложения и влияния его на динамику курсов их акций. Технический анализ основывается на том, что динамика цен подвержена влиянию внешних факторов, а поведение биржевого курса определяется закономерностями, которые носят устойчивый характер. **Технический анализ** — это метод прогнозирования цен с помощью рассмотрения графиков движения рынка за предыдущие периоды времени. Он основывается на наличии трех аксиом.

- *Движения рынка учитывают все.* Суть данной аксиомы в том, что любой фактор, влияющий на цену акции (экономический, политический, психологический), заранее учтен и отражен в ее графике.

- *Цены движутся направленно.* Эта аксиома стала основой для всех методик технического анализа. Определенное направление движения цен носит название тренд. То есть тренд — это ряд последовательных изменений цены, которые в совокупности движутся в одном направлении. Например, повышательный тренд — это серия повышений и падений цен, в котором в целом прослеживается повышение. Главной задачей технического анализа является именно определение трендов для использования в торговле ценными бумагами. Тренды могут быть разделены на первичные, вторичные и второстепенные (или малые). *Первичный тренд* — это долгосрочная тенденция, которая ведет весь рынок вверх или вниз. *Вторичный тренд* действует как сдерживающая сила для первичного тренда, корректируя отклонения от общих границ. Обычно он длится от одного до нескольких месяцев. Второстепенные тренды — это ежедневные или недельные колебания цен на рынке. Как только аналитики устанавливают наличие устойчивого тренда, они рекомендуют инвесторам следовать ему, т.е. приобретать акции при повышательном («бычьем») тренде и продавать их при понижательном («медвежьем»). Если цена акции неуклонно снижалась или повышалась, а затем тенденция сменилась противоположной, то такое изменение цены называется коррекцией.
- *История повторяется.* Эта аксиома базируется на неизменности основ "человеческой психики, а отсюда и применимости анализа, работавшего в прошлом, к событиям настоящего.

Таким образом, технический анализ предполагает выявление закономерностей движения курсов ценных бумаг на каждый данный период времени, определение тенденций на рынке и их устойчивости с целью увидеть изменение тренда на самой ранней стадии и вовремя принять решение о покупке или продаже ценной бумаги. Технический анализ проводится либо при помощи графического метода, либо с использованием индикаторов. Под графическим понимается метод, при котором для прогнозирования используются наглядные изображения движений рынка. Существующие приемы и методы графического технического анализа очень разнообразны. Наиболее распространенными графическими методами выступают столбиковые диаграммы или гистограммы, линейные, крестики-нолики, японские свечи. Первые два типа графиков — основа классического технического анализа, а два последних послужили толчком к созданию особых ветвей прогнозирования.

Очевидно, что современному инвестору нет необходимости вручную строить и рисовать графики — за него это сделает компьютер. Существует большое количество прикладных программ технического анализа (Windows On WallStreet, Metastock и др.). Столбиковые диаграммы показывают изменение цен на данные ценные бумаги за определенные периоды времени. При построении таких диаграмм по горизонтальной линии графика откладывается время, а по вертикальной оси — цены. При этом цены изображаются в виде вертикальной линии, которая соответствует определенному периоду времени (дню, неделе, месяцу). Длина линии зависит от колебаний цены за данный период времени — от самой высокой до самой низкой. При необходимости на вертикальной линии графика может быть отметка разового изменения цены — максимально, минимально, открытия и закрытия. Таким образом, совокупность вертикальных отрезков отражает уровень и амплитуду колебания цен за определенный период. Именно этот тип графика наиболее распространен как среди технических аналитиков, так и среди всех других пользователей в связи с тем, что отражает почти все события означенного промежутка времени. Столбиковые диаграммы или гистограммы полезны своей репрезентативностью и помогают сделать наилучшие прогнозы с помощью классических трендовых и поворотных фигур, скользящих средних и т. д. Применение любого из метода технического анализа к гистограмме дает наибольшее количество сигналов и наиболее точное соответствие расчетных и реальных ценовых уровней (см. пример на рис. 6).

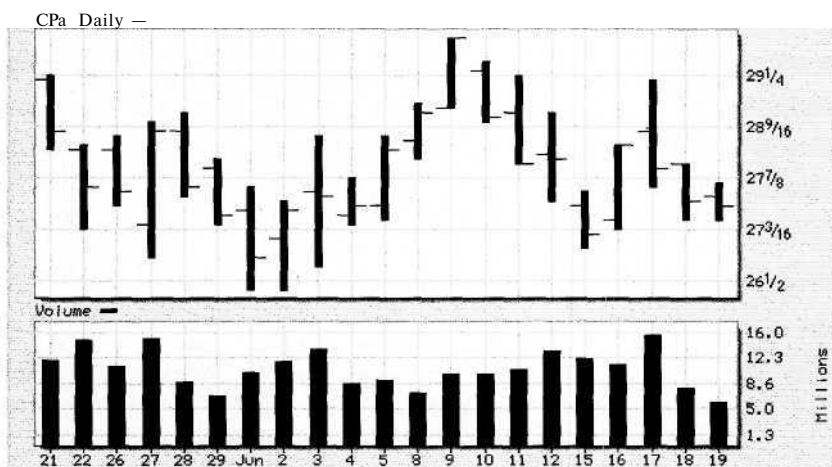


Рис. 6. Гистограмма НЛОС с ежедневным интервалом

В линейных графиках на оси абсцисс откладывается единичный отрезок времени (минуты, часы, дни, месяцы и т. д.), а ось ординат арифметическая, иногда логарифмическая (процентная), на ней откладываются цены. Для построения фафика используются любые цены одних- и тех же параметров (например, цены открытия, цены закрытия, средняя цена за период и т. д.), полученные в результате построения фафика точки соединяются между собой прямыми линиями. В основном линейными графиками пользуются в том случае, когда недостаточно информации для построения других фафиков (например, гистограмм). Так случается с фафиками для очень долгосрочных прогнозов или с графиками, основанными на различных типах фиксингов, т.е. когда одновременно рисуется линейный фафик цен закрытия и, например, линейный график цен открытия торгов. Простор для построения линейных фафиков офомен: это и графики, отражающие цены открытия, закрытия, самые высокие и низкие цены за день, но стоит отметить, что для прогнозов эти фафики используются в самом крайнем случае, т.е. когда невозможно построение других видов графиков. Для большей информативности на все фафики обычно добавляется диаграмма кумулятивного объема торговли в отображаемом интервале (пример линейного фафика приведен на рис. 7).

Прогнозирование с помощью графика *японских свечей* — один из самых популярных методов технического анализа, а также один из самых наглядных и естественных. Наиболее часто свечи строятся на ежедневных графиках. Это связано с тем, что в ори-

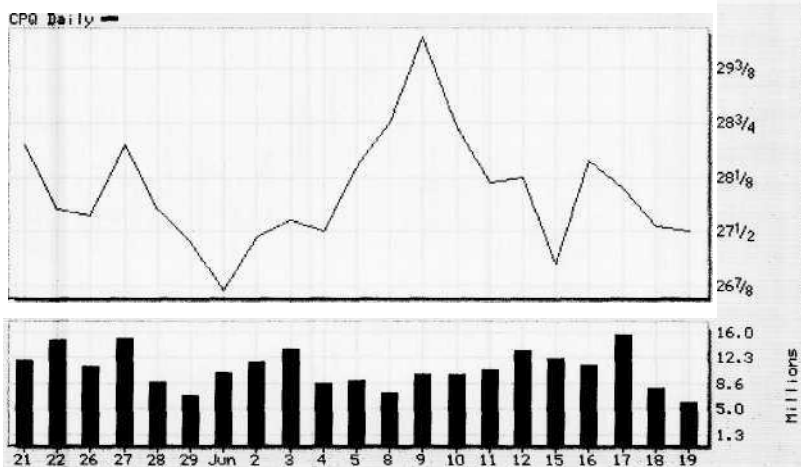


Рис. 7. Линейный график на основе цен закрытия



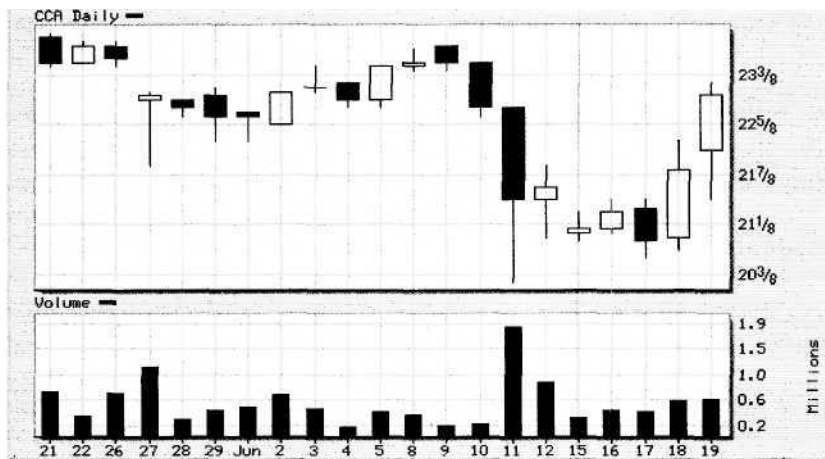


Рис. 8. График на основе японских свечей с однодневными интервалами

гинеале метод создавался и использовался именно для торгового дня (пример см. на рис. 8).

Данный метод технического анализа основан на учете соотношения цен при открытии и закрытии одного и того же торгового дня, а также цен закрытия предыдущего дня и открытия следующего. Для построения свечи требуются те же данные, что и для элемента гистограммы. Свеча отличается от гистограммы формой. В промежутке между ценами открытия и закрытия рисуется прямоугольник, именуемый телом свечи. Вертикальные палочки сверху и снизу тела называются тенями, которые показывают максимальную и минимальную цены в этом интервале времени соответственно. Тело свечи закрашивается по-разному в зависимости от взаимного расположения цен открытия и закрытия. В мировой практике принята следующая методика — если торговый день закрылся на более высоком уровне, чем открывался, то используется белый цвет (т. е. свеча пустая), если торговый день закрылся ниже, чем открывался, то тело свечи закрашивается черным (см. рис. 9).

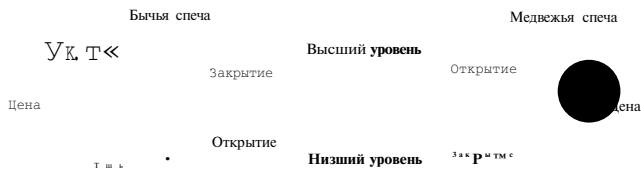
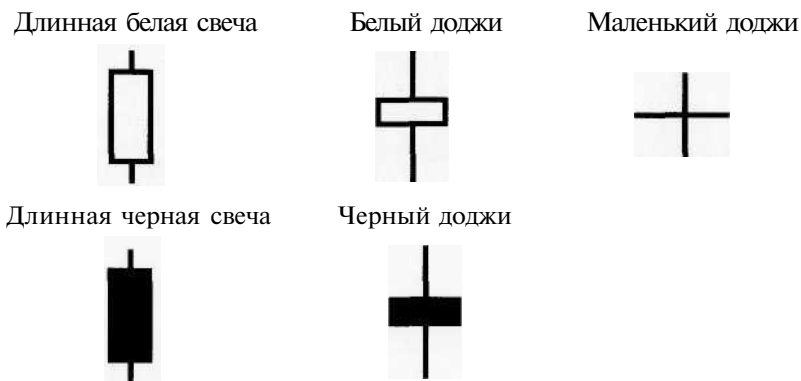


Рис. 9. Схема японской свечи

В течение торгового дня свеча пульсирует — тело меняет длину и цвет, а тени — появляются и пропадают. Из этого можно сделать вывод о преобладании понижательных или повышательных тенденций на рынке. В анализе на основании свечей ключевую (но не исключительную) роль играет тело свечи, а не тени и цвет. По размеру тела свечи делятся на полноценные свечи и доджи (кресты). У последних цены открытия и закрытия равны или очень близки (рис. 10).



**Рис. 10. Полноценные свечи и доджи**

Прогнозирование с помощью свечей чаще всего ведется на основании комбинации из трех свечей, где две собственно составляют фигуру, а третья подтверждает сигнал. Но немаловажным является и характер каждой свечи, определяющий ее роль в анализе. Сигналы об изменении рыночной ситуации — наиболее сильная часть анализа с помощью свечей, и здесь особую роль приобретают доджи, которые сами по себе говорят о неясности, сложившейся на рынке, и примерном равенстве «медведей» и «быков». Почти всегда они встречаются как часть фигуры, сигнализирующей о развороте рыночного тренда, и гораздо реже появляются при явно выраженных «бычьих» или «медвежьих» настроениях. Так, например, «голова» и «плечи» отмечают конец восходящих трендов. «Голова» — это пик цен, окруженный двумя более низкими пиками или «плечами». Линия «горловины» соединяет минимумы после левого «плеча» и «головы». Линия «горловины» не обязана быть горизонтальной, она может идти вверх или вниз. Идущая вниз линия «горловины» особенно на руку «медведям». Она показывает, что «медведи» набирают силу. Когда ясно, что цены не могут подняться выше «головы», «голова» и «плечи» окончательно сформи-

рованы. Правое «плечо» может быть выше или ниже левого, длиннее или короче. Спад от правого «плеча» может пересечь линию «горловины». Если это произошло, то с восходящим трендом покончено. После пересечения линии «горловины» цены часто возвращаются к ней при меньшем объеме. Этот слабый подъем дает отличную возможность для продажи с мерой

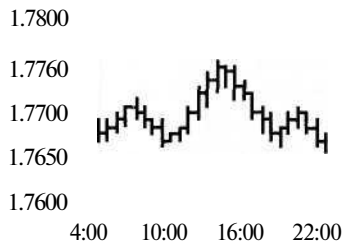


Рис. 11. Head-and-shoulders — Голова и плечи

предосторожности как раз над уровнем линии «горловины». Вершины «голова» и «плечи» часто сопровождаются типичной динамикой объема. Объем обычно ниже в «голове», чем в левом «плече». В правом «плече» он еще ниже. Объем тяготеет возрастать, когда цены прорывают линию «горловины». При обратном подходе к ней он очень мал. «Голова» и «плечи» дают возможность рассчитать уровень цен для нового нисходящего тренда (рис. 11).

Наиболее характерные фигуры, предупреждающие о возможном изменении рыночного тренда, приведены на рис. 12: «Молот», «Перевернутый молот» и «Волчок бычий» сигнализируют об изменении понижающегося тренда на повышающийся, а «Падающая звезда», «Висельник» и «Волчок медвежий» — об изменении повышающегося тренда на понижающийся. Для правильной интерпретации сигнала японских свечей необходимо после его появления дожидаться подтверждения справедливости

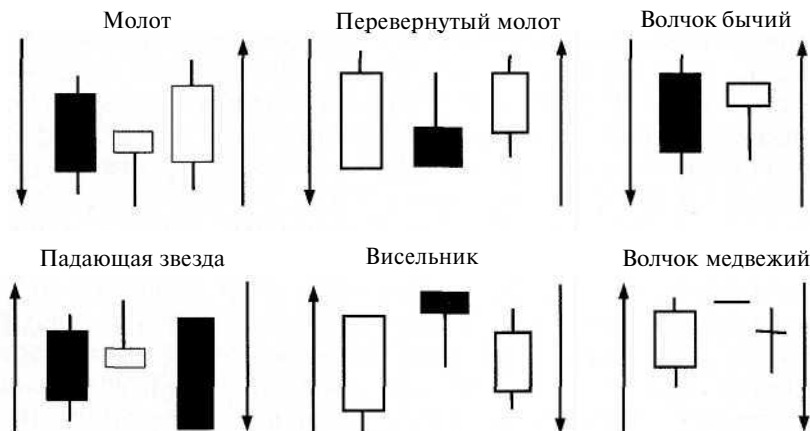


Рис. 12. Характерные для японских свечей фигуры разворота тренда

сигнала на рынке, проанализировав рыночную ситуацию в последующие несколько дней.

Для построения графиков «крестики-нолики» используются те же данные, что и для построения линейного графика (т.е. цены открытия, закрытия или другие цены одних и тех же параметров). Для этого графика не существует шкалы абсцисс. Это отличает «крестики-нолики» от всех других типов графиков. Идея построения графика заключается в отметке крестиком (при росте цены) или ноликом (при ее падении) каждого колебания в обусловленном ранее масштабе (например, 5 базисных пунктов). С точки зрения реального времени график ненагляден, так как фиксирует чистое ценовое движение. Для анализа графика этого типа используются специфические методы технического анализа, но в настоящее время графики типа «крестики-нолики» практически не используются для анализа рыночной ситуации.

Составление и чтение графиков может использоваться в следующих целях.

*Прогнозирование цены.* Технический аналитик может предсказать изменение цены на основе либо одного технического анализа, либо в сочетании с фундаментальным анализом.

*Определение лучшего момента проведения операции на рынке.* Технический анализ гораздо больше подходит для определения момента приобретения или продажи ценных бумаг, чем фундаментальный анализ. Необычные изменения цены могут иногда указывать на существование фактора, не принятого во внимание фундаментальным аналитиком.

Другим направлением технического анализа выступает анализ индикаторов фондового рынка. Индикаторы позволяют обнаружить тренды и моменты их изменения, лучше понять соотношение сил между «быками» и «медведями». Индикаторы более объективны, чем нарисованные графики, однако основная проблема заключается в том, что они противоречат друг другу. Некоторые работают лучше при тренде, другие — при спокойном рынке. Некоторые лучше обнаруживают точки поворота, другие лучше выявляют тренды. Поэтому очень важно знать, какие индикаторы лучше работают в определенных условиях. Индикаторы можно поделить на три группы: указатели трендов, осцилляторы и прочие. Указатели трендов хорошо работают, когда рынок в движении, но дают опасные сигналы, если рынок стоит. Они включают в себя показатель среднего движения курса, принципы сближения/расхождения среднего движения курса, систему направлений, балансовый объем, показатель аккумуля-

ции/распределения и прочие. Эти указатели трендов — отстающие индикаторы, они двигаются, когда тренд изменился. Осцилляторы показывают точки поворота на неподвижном рынке, но дают преждевременные и опасные сигналы, когда рынок начинает движение. Осцилляторы помогают определить точки поворота, к которым относятся: стохастика, скорость изменения, сглаженная скорость изменения, моментум, индекс относительной силы, индекс силы, индекс диапазона сырьевого рынка и прочие. Осцилляторы — синхронные или опережающие индикаторы, часто меняющиеся раньше цен. Прочие индикаторы дают лучшее представление о психологии масс. Секрет успешной игры — в объединении нескольких индикаторов из разных групп так, чтобы их отрицательные качества взаимно компенсировались, а положительные оставались нетронутыми. Прочие индикаторы позволяют оценить мнение рынка и его близость к «быкам» или «медведям». Они могут быть синхронными или опережающими индикаторами. Среди них индекс новых максимумов и минимумов, отношение спроса и предложения, консенсус «быков», направление игры, индекс подъема /спада, индекс игровых и т. д.

К наиболее часто встречающимся техническим индикаторам фондового рынка относят рассмотрение и расчет определенных индексов и, прежде всего, индекса нового максимума и нового минимума NH-NL. Индекс нового максимума и нового минимума отслеживает число лидеров рынка. Он подсчитывает число акций на рынке, достигших в данный день максимальной цены за год, и число акций, достигших минимальной цены. Акции из списка нового максимума лидируют по силе, а акции из списка нового минимума лидируют по слабости. NH-NL подтверждает тренд, когда он падает и растет вместе с ценами. Он показывает, что рынок ценных бумаг достигает дна или вершины, когда отклоняется от цен. Индекс измеряет дневную разницу между новыми максимумами и новыми минимумами:

$NH-NL = \text{Новые максимумы} - \text{новые минимумы.}$

Изображается индекс в виде гистограммы со средней линией на уровне нуля. В те дни, когда новых максимумов больше, чем минимумов, NH-NL положителен и рисуется выше средней линии, в те дни, когда новых минимумов больше, NH-NL рисуется ниже средней линии. Если число новых максимумов равно числу новых минимумов, то NH-NL равен нулю. Когда NH-NL поднимается над средней линией, это говорит о том, что руководство «быков» сильнее. Если NH-NL опускается ниже сред-

ней линии, это свидетельствует о том, что сильнее позиция «медведей». Когда рынок взлетает на новую высоту и NH-NL дает новый максимум, это означает, что позиция «быков» усиливается и восходящий тренд, видимо, продолжится. Новый минимум в NH-NL показывает, что нисходящий тренд скорее всего продолжится, если акции падают, но NH-NL поворачивается вверх — значит, цена скоро должна развернуться. Индекс NH-NL находит самые сильные и самые слабые акции на рынке и сопоставляет их количество. Он сравнивает баланс сил между лидерами силы и лидерами слабости. Вот почему он является ведущим индикатором на рынке ценных бумаг. Широкие индексы, такие как Стандарт энд пурс-500, обычно следуют тенденциям NH-NL.

Следующим индикатором выступает **индикатор игрока** — он показывает, когда основные подъемы и спады созрели для обращения вспять, измеряя степень оптимизма, доминирующего на рынке группы. Излишний оптимизм связан с вершинами рынка, а излишний пессимизм — с его дном. Индикатор игрока измеряет отношение числа растущих акций к падающим и соотносит его с отношением растущего объема к падающему. Этот индикатор распространялся Ричардом Армсом и включен в большинство справочных систем. С течением времени возникали разные модификации этого индекса: индекс листинговых акций, индекс арбитража, индекс возвратности дивидендов и т. д. Первоначальная интерпретация его изменилась, а он остается по-прежнему одним из лучших рыночных индикаторов, помогая выбрать момент для игры как с акциями, так и с фьючерсами и опционами по индексам рынка ценных бумаг.

**Индикатор самых активных акций** — это линия подъема/падения 15 самых активных акций на Нью-Йоркской фондовой бирже. Эти акции приводятся ежедневно в большинстве газет. Несколько крупных эмитентов появляются в этом списке часто. Остальные акции попадают в список, только когда особенно хорошие или плохие новости привлекают к ним внимание публики. Этот индекс — индикатор больших денег, он показывает, склоняются ли большие деньги к «быкам» или «медведям». Этот индекс на каждый день равен разнице между числом растущих, наиболее активных акций и числом падающих". Каждое значение прибавляют к вчерашней сумме, что дает кумулятивную линию индекса. Когда этот индекс идет в ногу с рынком, это означает, что большие деньги поддерживают тренд и он, скорее всего, продлится. Если рынок дает одну картину, а ин-

деке — другую, это служит указанием на то, что большие деньги делают ставку на обращение тренда вспять. Когда же тренд индекса противоположен тренду цен — разворот рынка особенно вероятен.

Также стоит отметить, что цены на фондовые инструменты складываются под влиянием спроса и предложения, которые, в свою очередь, зависят от психологии рыночного поведения различных групп инвесторов. Если, например, цены на акции какой-либо компании стали падать, то число участников рынка, желающих избавиться от них, возрастет. Таким образом, тенденция к понижению цен на рынке (или рынок «медведя») формируется под влиянием мнения участников рынка, что цены на акции будут падать, в результате чего инвесторы станут продавать акции. Однако по достижении ценами определенного уровня начинает расти число лиц, скупающих обесценивающиеся акции в надежде на повышение их курса в будущем. Со временем эта тенденция становится преобладающей, и стоимость акций вновь начинает расти. Таким образом, тенденция к повышению (или рынок «быка») формируется под влиянием мнения участников рынка, что цены на акции будут расти, в результате чего лица, играющие на повышение («быки»), будут покупать акции. Однако по мере подъема рынка какого-либо фондового инструмента постепенно увеличивается группа тех, кто считает, что его цена достигла своего максимума, и начинает продавать принадлежащие им ценные бумаги.

Таким образом, на основе анализа графиков, диаграмм, индикаторов консультант принимает решение о прогнозе уровня стоимости на фондовом рынке ценных бумаг данной компании, выбор оптимального момента времени для купли-продажи этих ценных бумаг, осуществляется проверка достоверности проведенного фундаментального анализа.

Для более точного и четкого принятия решения необходимо использовать оба вида анализа — технического и фундаментального, так как в некоторых случаях большие результаты приносит фундаментальный анализ, в других — более эффективен технический. К примеру, при выборе для долгосрочных вложений надежных компаний с устойчивым ростом капитала в большей степени нужно ориентироваться на фундаментальный анализ, то же можно сказать и в случае, если предполагается игра на краткосрочных вложениях в акции недооцененных компаний. В то же время инвестору, активному на рынке краткосрочных инструментов и ожидающему скорой смены инвестиционных наст-

роений, лучше обратить внимание на технический анализ. Поэтому чаще всего фундаментальный анализ применяется при формировании портфеля и определяет, что покупать, а технический анализ используется для принятия своевременных инвестиционных решений и отвечает на вопрос, когда покупать. Делая акцент на разных случаях, они дополняют друг друга и помогают инвестору принять более эффективное решение.

В результате проведенного анализа индивидуальный инвестор приобретает ценные бумаги. Что касается институционального инвестора, то его целью выступает не приобретение какого-либо пакета ценных бумаг, а формирование инвестиционного портфеля, представляющего собой набор ценных бумаг, которые отвечали бы основным целям инвестора. Различают следующие виды портфелей.

1. *Доходные портфели.* Сюда включаются ценные бумаги, по которым инвестор постоянно получает доход в виде процента, в частности, выделяют:

- а) портфели корпоративных облигаций,
- б) портфели денежного рынка (краткосрочные ценные бумаги — государственные, корпоративные облигации, векселя, депозитные и сберегательные сертификаты),
- в) доходный портфель (обыкновенные и привилегированные акции, корпоративные облигации, которые подобраны в разных соотношениях),
- г) портфели государственных ценных бумаг (как краткосрочные, так и долгосрочные).

2. *Портфели роста,* включающие в себя ценные бумаги, курс которых по предположению будет расти, и инвестор рассчитывает именно на рост курса ценных бумаг. Доход, который он получит от этого портфеля, составит разницу между курсом покупки и курсом продажи. В зависимости от темпов роста курса различают:

- а) портфели консервативного роста, предполагающие минимальный, зато устойчивый и стабильный рост курсов ценных бумаг;
- б) портфели агрессивного роста, включающие в себя спекулятивные ценные бумаги или бумаги быстро растущих компаний, курс акций которых очень быстро и резко возрастает (риск потерь при этом портфеле достаточно высок, но и получаемая прибыль также может быть высока; в силу высокого риска этот портфель быстро обновляется);



в) портфели среднего роста, предполагающие наличие как быстро растущих, так и стабильно растущих ценных бумаг в определенном соотношении.

3. *Портфели роста и дохода*, состоящие из ценных бумаг, которые приносят текущий доход (портфель дохода) и доход, связанный с ростом курсов ценных бумаг (портфель роста).

4. *Портфели ценных бумаг*, освобожденных от налога. В этот портфель входят государственные и муниципальные ценные бумаги, а также отдельные виды ценных бумаг денежного рынка, к примеру сертификаты. Несмотря на то что они низкодоходны, отсутствие налога на доходы увеличивает прибыль по этим ценным бумагам, в то же время они высоконадежны.

5. *Специальные портфели*, включающие в себя определенные виды ценных бумаг. Различают страховые портфели, состоящие из ценных бумаг страховых компаний, иностранные портфели, включающие в себя ценные бумаги иностранных эмитентов, региональные, состоящие из ценных бумаг определенного региона, отраслевые, в которые входят ценные бумаги предприятий какой-либо отрасли, например нефтяной.

Формирование инвестиционных портфелей осуществляется в несколько этапов — формулирование целей его создания и определение их приоритетов (дивиденды, рост стоимости ценных бумаг), задание уровней риска, минимальной прибыли, отклонений от ожидаемой прибыли; выбор финансовых компаний, которые будут заниматься формированием портфеля, выбор банка, который будет вести инвестиционный счет. При формировании портфеля необходимо учитывать следующие обстоятельства.

- Успех инвестиций в основном зависит от правильного распределения средств по типам активов. Прибыль определяется на 94% выбором типа используемых инструментов (акции, облигации), на 4% — выбором конкретных ценных бумаг заданного типа, на 2% — оценкой момента покупки ценных бумаг. Это связано с тем, что бумаги одного типа очень сильно коррелируют, т.е. если какая-либо отрасль испытывает спад, то убыток не очень зависит от того, преобладают ли в портфеле эти ценные бумаги.
- Риск инвестиций в определенные типы ценных бумаг связан с вероятностью отклонения прибыли от ожидаемого значения. Прогнозируемое значение прибыли можно определить на основе обработки статистических данных о динамике прибыли от инвестиций в эти бумаги в прошлом, а

риск — как среднее квадратическое отклонение от ожидаемой прибыли.

- Общая доходность и риск инвестиционного портфеля могут меняться путем варьирования его структурой. Существуют различные программы, позволяющие конструировать желаемую пропорцию активов различных типов, например минимизирующую риск при заданном уровне ожидаемой прибыли или максимизирующую прибыль при заданном уровне риска.
- Все оценки, используемые при составлении инвестиционного портфеля, носят вероятностный характер. Конструирование портфеля в соответствии с требованиями классической теории возможно лишь при наличии ряда факторов — сформировавшегося рынка, определенного периода его функционирования, статистики рынка.

Учитывая эти положения, инвестиционный консультант должен сформировать оптимальный портфель ценных бумаг для клиента, принимая во внимание при этом и результаты состояния рынка ценных бумаг.

### **III Контрольные вопросы**

1. Что такое листинг и кто его осуществляет?
2. Каковы виды биржевых сделок?
3. Как осуществляются расчеты на бирже?
4. Каковы методы расчета фондовых индексов?
5. В чем особенности фундаментального и технического анализа?

# Глава 6. Государственное регулирование рынка ценных бумаг

## 6.1. Необходимость и сущность регулирования рынка ценных бумаг

Функционирование рынка ценных бумаг для каждой страны является весьма существенным явлением. Именно здесь происходит перелив капитала, и с ним связано перераспределение инвестиционных потоков, через рынок ценных бумаг осуществляется и государственное регулирование экономики. В силу этого рынок ценных бумаг подвержен серьезному регулированию. Регулирование рынка ценных бумаг — это упорядочение деятельности всех его участников (эмитентов, инвесторов, посредников, организаций и прочих участников) и операций между ними со стороны уполномоченных органов. Регулирование фондового рынка охватывает все виды деятельности и операций, осуществляемых на нем, — эмиссионных, посреднических, инвестиционных, спекулятивных, залоговых, трастовых и прочих видов сделок. Основными целями регулирования являются: поддержание порядка на рынке и создание нормальных условий работы всех его участников; защита участников от мошенничества и недобросовестности юридических и физических лиц; обеспечение свободного процесса ценообразования в зависимости от спроса и предложения; организация эффективного рынка со стимулами для предпринимательской деятельности и адекватным вознаграждением; создание новых и поддержание необходимых для общества рынков и рыночных структур и нововведений.

Процесс регулирования рынка включает в себя несколько направлений:

- обеспечение законодательной базы функционирования рынка, включающее разработку законодательных и подзаконных актов, которые закладывают основу нормального оперирования на рынке;
- отбор профессиональных участников рынка, так как современный рынок ценных бумаг не может нормально функционировать без наличия профессиональных посредников, к которым предъявляются серьезные требования, устанавливаемые уполномоченными организациями;

- контроль со стороны соответствующего органа за соблюдением выполнения всеми участниками рынка правил осуществления операций;
- систему санкций за нарушение норм и правил (начиная от устных и письменных предупреждений и штрафов и заканчивая уголовными наказаниями и исключением из рядов участников рынка).

Регулирование фондового рынка осуществляется органами или организациями, уполномоченными для выполнения регулятивных функций. Различают внешнее регулирование (подчиненность деятельности данной организации нормативным актам государства, других организаций и международным соглашениям) и внутреннее (подчиненность деятельности данной организации ее собственным нормативным документам — уставу, правилам и прочим документам, определяющим деятельность этой организации в целом, ее подразделений и ее сотрудников). Можно выделить несколько уровней регулирования.

1. *Государственное регулирование*, осуществляемое со стороны государственных органов путем:

- установления обязательных требований к деятельности эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг и ее стандартов;
- регистрации выпусков эмиссионных ценных бумаг и проспектов эмиссии и контроля за соблюдением эмитентами условий и обязательств, предусмотренных в них;
- лицензирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- создания системы защиты прав владельцев и контроля за соблюдением их прав эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг;
- запрещения и пресечения деятельности лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность на рынке ценных бумаг без соответствующей лицензии.

Представительные органы государственной власти и органы местного самоуправления устанавливают предельные объемы эмиссии ценных бумаг, эмитируемых органами власти соответствующего уровня.

2. *Регулирование рынка профессиональными участниками* или саморегулирование рынка. Процесс, который в России развивается двояко: государство передает часть своих полномочий по регулированию определенным организациям профессиональных участников рынка, однако они и сами могут договориться о пре-

доставлении созданной организации некоторых прав регулирования.

3. *Общественное регулирование*, которое осуществляется через общественное мнение, потому что именно реакция широких слоев населения является причиной проведения государством или профессиональными участниками рынка регулирующих мероприятий.

В отдаленных странах встречается более широкое представление уровней регулирования рынка ценных бумаг. Например, в Германии таких уровней четыре.

**Федеральный уровень**, на котором контроль осуществляется Федеральным ведомством по надзору за торговлей ценными бумагами (Bundesamt für Wertpapiere) в пределах своих полномочий, подчиненным Министерству финансов. Финансирование Федерального ведомства происходит за счет профессиональных участников рынка ценных бумаг. Роль совещательного органа выполняет Совет по ценным бумагам, основной целью которого является пресечение нарушений на рынке ценных бумаг. Он состоит из одного представителя от каждой земли.

Второй — **уровень субъектов федерации**. Регулирующими органами выступают учреждения по надзору за биржами (Borsenaufsichtsbehörden). Это государственные учреждения, созданные на уровне федеральных земель и осуществляющие административно-правовой надзор и текущий контроль. Они подразделяются на учреждения по контролю, которые следят за текущими сделками с ценными бумагами (в частности, они проверяют правильность установления курсов ценных бумаг и наблюдают за деятельностью брокеров), и учреждения по надзору, которые имеют право обращаться в соответствующие суды в случае выявления правонарушений, выдают разрешение на создание биржи и распоряжения о ее ликвидации. Кроме того, правительства земель имеют право создавать комитеты по санкциям, которые могут налагать штрафы (до 50 тыс. марок) или исключать из участия в торгах (до 30 биржевых сессий) тех профессиональных участников, которые нарушили порядок и правила проведения торгов.

**Биржевой**, третий, уровень представлен отделами по контролю за торговлей ценными бумагами (Handelsüberwachungsstellen), которые формируются на самой бирже. Члены отдела назначаются советом биржи по предложению ее руководства и с согласия соответствующего учреждения по надзору за биржами. Отдел по контролю за торговлей ценными бумагами осуществляет те-

кущее наблюдение за операциями с ценными бумагами, а именно: собирает данные о биржевых операциях; контролирует правильность котировок; наблюдает за соблюдением биржевых обычаев и выполняет ряд других функций. В случае выявления нарушений отдел сообщает об этом руководству биржи и соответствующим учреждениям по надзору за деятельностью рынка ценных бумаг.

**Банковский** уровень представлен отделами по контролю за операциями с ценными бумагами. Немецкие банки, как уже отмечалось, имеют значительные по размерам инвестиционные отделы, которые занимаются операциями с ценными бумагами, поэтому в них создаются отделы по контролю за операциями с ценными бумагами. Основной функцией таких отделов является управление потоками информации и надзор за надлежащим поведением служащих, занятых операциями с ценными бумагами. Контрольные службы уже созданы в крупных коммерческих банках и создаются в небольших и средних немецких банках. Объектом контроля этих служб являются операции не только с ценными бумагами, но и с валютой, драгоценными металлами, производными финансовыми инструментами. Контроль осуществляется посредством отслеживания состояния личных счетов сотрудников и счетов, переданных сотрудниками в траст. При этом отслеживаются как текущие счета, так и счета депо. Для контроля за распространением информации и для надзора за деятельностью собственных сотрудников коммерческие банки используют различные инструменты: создание реестров, под которыми понимают списки ценных бумаг, информация по которым подлежит особому контролю, и зон доверия, заключающихся в ограничении хождения информации по банку. За информацией по ценным бумагам, внесенным в реестр, осуществляется жесткий контроль. На них могут быть наложены ограничения для пресечения и ненадлежащего использования закрытой информации. Выделяют реестр отслеживания, представляющий закрытый для большинства сотрудников список ценных бумаг, о котором в банке имеется информация, способная повлиять на их курсы и создать конфликт в банке. Стоп-реестр является открытым списком ценных бумаг, на операции с которыми коммерческий банк накладывает ограничения. Зоны доверия выступают инструментом контроля. Контрольная служба осуществляет надзор за тем, чтобы работники функциональных подразделений банка сохраняли конфиденциальность информации при совершении операций с ценными бумагами.

Таким образом, в настоящее время в Германии сложилась многозвенная система регулирования фондового рынка. Традиционно контроль за соблюдением честных правил торговли осуществляется специальными подразделениями в министерствах экономики федеральных земель, где находится та или иная биржа. Надзором за соблюдением банками (а сейчас и небанковскими компаниями) требований по величине капитала, структуре активов и пассивов занимается специальное Надзорное управление за кредитными учреждениями, подчиненное Министерству финансов. Если до 1994 г. в ФРГ не было даже Комиссии по рынку ценных бумаг, то сейчас действует Федеральная Комиссия по ценным бумагам, осуществляющая общий контроль за соблюдением законодательства по ценным бумагам, в первую очередь за раскрытием информации эмитентами и соблюдением норм по запрету инсайдерских<sup>1</sup> сделок.

Степень регулирования фондового рынка в каждой стране различна и зависит прежде всего от уровня развитости рынка и необходимости такого регулирования. Схематично это можно представить в виде табл. 4.

Таблица 4

*Национальные особенности регулирования  
рынка ценных бумаг западных стран*

Показатели	США	Великобритания	Германия
1. Степень регулирования	Жесткое регулирование, высокий уровень контроля и надзора за участниками	Мягкое	Минимальное участие государства в регулировании, низкий уровень надзора и контроля
2. Роль государства	Единственная регулирующая организация	До 1998 г. свободно регулируемые организации	Формально регулируется государством

Инсайдер — ценные бумаги — это ценные бумаги, допущенные на биржевую торговлю или вовлеченные в свободную торговлю. В качестве них могут выступать права на подписку, приобретение и отчуждение ценных бумаг, а также срочные контракты на рентные индексы и индексы акций, включая права на подписку, приобретение и отчуждение финансовых срочных контрактов.

## Окончание таблицы 4

Показатели	США	Великобритания	Германия
3. Роль свободно регулируемых организаций	Фактически следят за выполнением законов	После 1998 г. регулирование ими не осуществляется	Формальное регулирование
4. Возможность совмещения профессиональной деятельности.	До 1999 г. коммерческим банкам запрещено было заниматься инвестиционной деятельностью	Законодательно нет, но негласно до 1980-х годов такие запреты были	Коммерческим банкам разрешено сочетать все виды операций, включая операции на рынке ценных бумаг
5. Количество регулируемых органов	4	До 1998 г. — 9, затем 3	2
6. Основной упор в регулировании	Раскрытие информации, внутренняя структура управления, внутренний контроль	Соблюдение нормативов достаточности капитала	Соблюдение нормативов достаточности капитала

Регулятивная структура российского рынка ценных бумаг отличается смешанным характером, слишком активным вмешательством государства, слабым надзором, практическим отсутствием традиций и обычаев в связи с длительным перерывом в работе рынка, отсутствием «добросовестной конкуренции». Необходимость достаточно комплексной и развитой регулирующей системы объясняется тем, что отечественный рынок капитала находится все еще в начале своего развития и интернационализация хозяйственной жизни приносит с собой и риск импорта утонченных манипуляций, жертвы которых не будут располагать средствами защиты, оговоренными законами РФ.

Остановимся более подробно на анализе первого уровня регулирования рынка ценных бумаг — на государственном регулировании. Государственное регулирование осуществляется по четырем основным направлениям:

1. Создание органов регулирования рынка ценных бумаг, разработка их полномочий по контролю и надзору.
2. Обеспечение правового поля деятельности рынка ценных бумаг.



3. Механизм непосредственного регулирования рынка ценных бумаг.

4. Предмет регулирования.

## 6.2. Органы регулирования рынка ценных бумаг

Органы регулирования рынка ценных бумаг представляют собой сложную иерархическую структуру, в которую входят **законодательные органы**, занимающиеся разработкой и принятием законов, касающихся деятельности на рынке ценных бумаг, и поправок к ним, **исполнительные органы**, в России, например, Правительство РФ, которые осуществляют общее руководство развитием рынка ценных бумаг, контролируют исполнение законодательной базы, **министерство финансов** или казначейство, на которое возложены функции общего регулирования рынка ценных бумаг. Министерство финансов выступает на рынке в двух ипостасях — с одной стороны, оно активный участник рынка ценных бумаг, так как является эмитентом государственных ценных бумаг, с другой стороны, органом государственного регулирования рынка ценных бумаг, в качестве которого определяет правила функционирования рынка, проводит регистрацию эмиссий, контролирует рынок ценных бумаг, осуществляет допуск ценных бумаг на рынок. Как правило, при министерстве финансов создаются определенные отделы, которые непосредственно занимаются регулированием рынка ценных бумаг. В силу того что основными участниками рынка ценных бумаг выступают банки (как коммерческие, так и инвестиционные), в качестве органа регулирования рынка ценных бумаг выступает **центральный банк**. Он занимается регулированием рынка ценных бумаг кредитных организаций и государственных ценных бумаг, рынка векселей. Помимо этого, регулирование осуществляется специальными комитетами и комиссиями, создаваемыми по поручению парламентов и в рамках парламентов. В их функции входит непосредственная организация рынка ценных бумаг и осуществление полного контроля за операциями на нем, на них возлагаются и функции регулирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг. Примером таких комиссий выступает Комиссия по ценным бумагам и биржам в США, к полномочиям которой относятся регистрация брокерских и дилерских фирм, консультантов по ценным бумагам, регулирование деятельности профессиональных участников, регулирование торговли ценными бумагами на биржевом и внебиржевом рынках, надзор за деятельностью инвестиционных фондов, установление порядка ре-

гистрации и публикации информации по всем видам ценных бумаг, наложение административных санкций. В ФРГ это Федеральное ведомство по надзору за торговлей ценными бумагами, основными задачами которого выступают: контроль за проведением внутренних операций на фондовом рынке; контроль за правильностью публикаций отчетности компаний-эмитентов или компаний, чьи ценные бумаги котируются на бирже; контроль за соблюдением правил поведения участников фондового рынка; международное сотрудничество при обсуждении проблем контроля за торговлей ценными бумагами, и Совет по ценным бумагам, который осуществляет контроль за сделками с ценными бумагами на биржевом и внебиржевом рынках; собирает дополнительную информацию о совершенных сделках и их участниках; сотрудничает с иностранными органами надзора; передает дела в прокуратуру в случае выявления нарушений законодательства; контролирует и консультирует Федеральное ведомство при подготовке нормативных актов, при осуществлении надзора за биржевыми и рыночными структурами и по иным вопросам.

В России государственное регулирование осуществляют следующие органы.

1. Правительство РФ, на которое возложены функции общего регулирования рынка ценных бумаг.

2. Министерство финансов, которое устанавливает правила совершения операций на рынке, учета и отчетности по сделкам с фондовыми инструментами, аттестует специалистов на право ведения операций с ценными бумагами, регистрирует выпуски ценных бумаг, ведет Единый государственный реестр зарегистрированных в РФ ценных бумаг и обеспечивает его публикацию, контролирует приобретение крупных пакетов акций.

3. Центральный банк РФ в соответствии с законодательством разрабатывает для банков правила совершения операций на рынке ценных бумаг, учета и отчетности по сделкам с фондовыми инструментами, осуществляет регулирование и контроль операций банков с ценными бумагами, регистрацию выпусков ценных бумаг банками, регулирование и обращение государственных ценных бумаг, ведение реестра ценных бумаг банков, регистрацию и ведение реестров акционерных обществ — банков, контроль за приобретением и продажей крупного пакета акций банков.

4. Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) стала правопреемницей Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, которая была образована в 1996 г. ФСФР является федеральным органом исполнительной власти, осуществляющим

функции по принятию нормативных правовых актов, контролю и надзору в сфере финансовых рынков (за исключением страховой, банковской и аудиторской деятельности). Эта служба находится в прямом подчинении Правительства РФ. Структура ФСФР России включает в себя девять управлений:

- регулирования и контроля над коллективными инвестициями;
- регулирования деятельности профессиональных участников и инфраструктурных организаций на финансовом рынке;
- регулирования выпуска и обращения эмиссионных ценных бумаг;
- организации и проведения надзорных мероприятий на рынке ценных бумаг (функциональные управления);
- управление общественных связей, взаимодействия и координации;
- юридическое;
- управление делами;
- финансово-экономического обеспечения, учета и отчетности;
- административно-технического обеспечения.

ФСФР имеет 11 территориальных органов и 55 территориальных отделов. Руководители территориальных органов назначаются руководителем ФСФР.

Основные полномочия ФСФР определяются Законом о рынке ценных бумаг. В соответствии с ним ФСФР:

- осуществляет разработку основных направлений развития рынка ценных бумаг и координацию деятельности федеральных органов исполнительной власти по вопросам регулирования рынка ценных бумаг;
- утверждает стандарты эмиссии ценных бумаг, проспектов эмиссии ценных бумаг эмитентов, в том числе иностранных эмитентов, осуществляющих эмиссию ценных бумаг на территории Российской Федерации, и порядок регистрации эмиссии и проспектов эмиссии ценных бумаг;
- разрабатывает и утверждает единые требования к правилам осуществления профессиональной деятельности с ценными бумагами;
- устанавливает обязательные требования к операциям с ценными бумагами, нормы допуска ценных бумаг к их публичному размещению, обращению, котированию и листингу, расчетно-депозитарной деятельности.

Федеральная служба совместно с Министерством финансов Российской Федерации устанавливает следующие правила ведения учета и составления отчетности эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг:

- обязательные требования к порядку ведения реестра;
- порядок и осуществление лицензирования различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также приостановление или аннулирование указанных лицензий в случае нарушения требований законодательства Российской Федерации о ценных бумагах;
- выдача генеральных лицензий на осуществление деятельности по лицензированию деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также приостановление или аннулирование указанных лицензий (аннулирование генеральной лицензии, выданной уполномоченному органу, не влечет аннулирования лицензий, выданных им профессиональным участникам рынка ценных бумаг);
- осуществление лицензирования и ведение реестра саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг и аннулирование указанных лицензий при нарушении требований законодательства Российской Федерации о ценных бумагах, а также стандартов и требований, утвержденных Федеральной службой;
- определение стандартов деятельности инвестиционных, негосударственных пенсионных, страховых фондов и их управляющих компаний, а также страховых компаний на рынке ценных бумаг;
- осуществление контроля за соблюдением эмитентами, профессиональными участниками рынка ценных бумаг, саморегулируемыми организациями профессиональных участников рынка ценных бумаг требований законодательства Российской Федерации о ценных бумагах, стандартов и требований, утвержденных Федеральной службой;
- обеспечение открытости информации о зарегистрированных выпусках ценных бумаг, профессиональных участниках рынка ценных бумаг и регулировании рынка ценных бумаг;
- создание общедоступной системы раскрытия информации на рынке ценных бумаг;
- утверждение квалификационных требований, предъявляемых к лицам и организациям, осуществляющим профессиональную деятельность с ценными бумагами, к персоналу

этих организаций, организация исследования по вопросам развития рынка ценных бумаг;

- разработка проектов законодательных и иных нормативных актов, связанных с вопросами регулирования рынка ценных бумаг, лицензирования деятельности его профессиональных участников, саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг, контроля за соблюдением законодательных и нормативных актов о ценных бумагах, проведение их экспертизы;
- подготовка соответствующих методических рекомендаций по практике применения законодательства Российской Федерации о ценных бумагах;
- осуществление руководства региональными отделениями Федеральной комиссии;
- ведение реестра выданных, приостановленных и аннулированных лицензий;
- установление и определение порядка допуска к первичному размещению и обращению вне территории Российской Федерации ценных бумаг, выпущенных эмитентами, зарегистрированными в Российской Федерации;
- обращение в арбитражный суд с иском о ликвидации юридического лица, нарушившего требования законодательства Российской Федерации о ценных бумагах, и о применении к нарушителям санкций, установленных законодательством Российской Федерации;
- осуществление надзора за соответствием объема выпуска эмиссионных ценных бумаг их количеству в обращении;
- установление соотношения между размерами объявленной эмиссии акций на предъявителя и оплаченного уставного капитала.

Федеральная служба по финансовым рынкам в соответствии с законом вправе:

- выдавать генеральные лицензии на осуществление лицензирования профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также на осуществление контроля на рынке ценных бумаг федеральным органам исполнительной власти (с правом делегирования функций по лицензированию их территориальным органам);
- квалифицировать ценные бумаги и определять их виды в соответствии с законодательством Российской Федерации;

- устанавливать обязательные для профессиональных участников рынка ценных бумаг (за исключением кредитных организаций) нормативы достаточности собственных средств и иные показатели, ограничивающие риски по операциям с ценными бумагами;
- в случаях неоднократного или грубого нарушения профессиональными участниками рынка ценных бумаг законодательства Российской Федерации о ценных бумагах принимать решение о приостановлении или аннулировании лицензии, выданной на осуществление профессиональной деятельности с ценными бумагами.

Немедленно после вступления в силу решения Федеральной службы о приостановлении действия лицензии государственный орган, выдавший соответствующую лицензию, должен:

- принять меры по устранению нарушений либо аннулировать лицензию;
- по основаниям, предусмотренным законодательством Российской Федерации, отказать в выдаче лицензии саморегулируемой организации профессиональных участников рынка ценных бумаг, аннулировать выданную ей лицензию с обязательным опубликованием сообщения об этом в средствах массовой информации;
- организовывать или совместно с соответствующими федеральными органами исполнительной власти проводить проверки деятельности, назначать и отзывать инспекторов для контроля за деятельностью эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг, саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- направлять эмитентам и профессиональным участникам рынка ценных бумаг, а также их саморегулируемым организациям предписания, обязательные для исполнения, а также требовать от них представления документов, необходимых для решения вопросов, находящихся в компетенции Федеральной службы;
- направлять материалы в правоохранительные органы и обращаться с исками в суд (арбитражный суд) по вопросам, отнесенным к компетенции Федеральной службы (включая недействительность сделок с ценными бумагами);
- принимать решения о создании и ликвидации региональных отделений Федеральной службы;

- применять меры к должностным лицам и специалистам, имеющим квалификационные аттестаты на право совершения операций с ценными бумагами, в случае нарушения законодательства Российской Федерации;
- устанавливать нормативы, обязательные для соблюдения эмитентами ценных бумаг, и правила их применения.

Помимо этого, определенные функции по регулированию российского рынка ценных бумаг осуществляют Комитет по имуществу, Федеральная антимонопольная служба, Министерство экономического развития и торговли.

### **6.3. Законодательно-правовые основы регулирования деятельности рынка ценных бумаг**

Правовые основы регулирования деятельности рынка ценных бумаг предполагают наличие законов и нормативных актов, в которых отражаются основные аспекты функционирования рынка ценных бумаг. Необходимость такого регулирования возникла во время Великой депрессии 1929—1933 гг., когда многие биржи потерпели крах и большое количество инвесторов серьезно пострадали. Возникла необходимость защиты инвестиций от спекулятивных и недобросовестных сделок на бирже. В настоящее время законы о рынке ценных бумаг существуют практически во всех странах и в целом содержат следующие положения: классификация видов ценных бумаг; правила раскрытия эмитентами информации о своей деятельности; порядок публичного предложения при купле-продаже ценных бумаг в отношении физических лиц; регламентация основ деятельности фондовой биржи; меры защиты от недобросовестного поведения на рынке; запреты на личное обогащение сотрудников биржи, которые могут использовать конфиденциальную информацию; наделение министерства финансов или комиссии широкими полномочиями по регулированию рынка ценных бумаг; меры ответственности за противоправные действия.

Первый закон был принят в США в 1933 г. Основу этого закона составляло то, что всем участникам фондового рынка создавался гарантированный доступ и предоставлялась возможность получать объективную информацию для принятия соответствующего решения. Была введена обязательная государственная регистрация эмиссии ценных бумаг. Была создана Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам. В законе была определена защита прав

инвесторов. В 1934 г. вышел Закон об обращении ценных бумаг в США. Он ужесточил закон 1933 г. В дальнейшем по необходимости к нему принимались поправки. В 1964 г. были внесены особо серьезные поправки, касающиеся ответственности за неточную или заведомо ложную информацию. В соответствии с законом убытки инвесторов в результате такой информации возмещаются либо посредниками, предоставившими такую информацию, либо компанией-эмитентом, при этом вопрос о возмещении ущерба решается либо через Федеральный суд, либо через главные суды штатов. Отдельные виды ценных бумаг в соответствии с законом освобождаются от государственной регистрации. Это так называемые ценные бумаги офанченного круга субъектов либо не предназначенные для перепродажи. Помимо законов в США при регулировании рынка ценных бумаг используются инструкции Федеральной резервной системы, Министерства финансов и Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам.

В Германии же вплоть до 1990-х годов не было федерального закона, регулирующего фондовый рынок, а существовали лишь правила, установленные в 1970 г. и дополненные в 1988 г. Они были приняты широким кругом банков и другими участниками бирж. Однако частые скандалы на фондовом рынке дискредитировали эту модель, и в январе 1992 г. федеральное правительство вынесло на обсуждение проект закона о системах регулирования и наблюдения на рынке ценных бумаг, который вместе с законодательством Европейского союза мог бы обеспечить на первое время удовлетворительную систему регулирования рынка ценных бумаг. В июле 1993 г. Федеральное министерство финансов представило дискуссионный проект нового законодательства, которое можно было назвать «Вторым законом развития финансового рынка». Особое место в нем занимал новый Закон о торговле ценными бумагами и дополнения к закону о фондовых биржах. В новом законодательстве нашли отражение вопросы создания федерального органа наблюдения за рынком ценных бумаг; введение ряда запретов на внутренние операции с ценными бумагами; улучшение прозрачности рынков ценных бумаг за счет введения более строгих нотификаций и раскрытие информации по требованию главных держателей акций зарегистрированных компаний; установление правил поведения инвестиционных служб, включая обязанность действовать в интересах клиента; усиление наблюдения за фондовой биржей в федеральных землях. В одном из основных законодательных актов — Законе о торговле ценными бумагами (1994 г.) была установлена система



контроля за операциями с ценными бумагами, выделено несколько уровней контроля за фондовым рынком: в 1970 г. были приняты правила регулирования рынка ценных бумаг. Дополнены они были в 1988 г. В 1993 г. были приняты Закон развития финансового рынка и Закон о фондовых биржах, а в 1994 г. — Закон о торговле ценными бумагами. В целом в Германии с 1998 г. нормы законодательства по ценным бумагам приведены в соответствие с требованиями различных директив Европейского союза, касающихся финансовых рынков, такими как Директивы по инвестиционной деятельности (*Investment services directive*) и Директивы соблюдения требований достаточности капитала (*Capital adequacy directive*). Общие нормы регулирования во всех странах Европейского союза одинаковые, хотя конкретная институциональная структура отличается. Основными правовыми нормами регулирования рынка ценных бумаг в ФРГ на данный момент являются Биржевой закон, регулирующий применение закона о ценных бумагах, Закон о биржах, Закон о проспектах эмиссии и Закон об инвестиционных компаниях, которые призваны обеспечить на фондовом рынке такой порядок работы, отвечающий потребностям инвесторов и эмитентов, чтобы формирование курсов проходило зримо и эффективно и биржи были ликвидными рынками с предельно низкой стоимостью операций. К числу этих юридических нормативов относятся и Правила государственного надзора за положением дел на фондовом рынке, Предписания по руководству биржевой торговлей, Правовые нормы о допуске к участию в торговле ценными бумагами, ответственности эмитентов. Дополнительно к Биржевому закону действуют постановления «О порядке допуска ценных бумаг на фондовом рынке» и «О порядке допуска на биржу срочных контрактов», «Об установлении биржевой цены на ценные бумаги». В соответствии с ними основной упор в регулировании рынка ценных бумаг стал делаться на регулирование норматива достаточности капитала, минимальных резервных требований и оценки риска по финансовым инструментам.

Наиболее крупными проблемами рынка ценных бумаг в России являются отсутствие систематизации правовой базы, официальных справочников и баз данных юридических материалов по ценным бумагам. В целом российские нормативные акты, не имеющие необходимой детализации и иногда противоречивые, несут на себе отпечаток неразделения полномочий между различными государственными органами. Значительно лучше разработаны правила, а не меры ответственности, не развита систе-

ма санкций за нарушения. Около половины нормативных актов связаны с государственными ценными бумагами и приватизацией, а регулирование общего обращения ценных бумаг не охватывает важные области функционирования рынка. Существующее российское законодательство о рынке ценных бумаг условно включает три группы документов:

- законы и прочие нормативные акты, имеющие силу закона;
- постановления правительства и указы президента;
- ведомственные нормативные акты Министерства финансов, Центрального банка, Госкомимущества и прочих ведомств.

Первый закон — Закон «О фондовой бирже и ценных бумагах» — был разработан в 1990 г., но так и не был принят. В декабре этого же года был разработан проект Закона «Об обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР», но и он не увидел света. Был разработан проект постановления Совмина РСФСР «Об обращении ценных бумаг и фондовых биржах», который спустя год воплотился в Положении «О выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах». После этого готовился еще ряд проектов, часть которых была реализована, а часть нет. Важное значение имел вышедший в 1994 г. Указ Президента РФ «О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг в РФ», в соответствии с которым была создана Федеральная комиссия по ценным бумагам (ФКЦБ), которая должна его проводить в жизнь. В апреле 1996 г. наконец вышел Закон «О рынке ценных бумаг». Он закрепил виды деятельности, связанные с ценными бумагами, отношения, возникающие при эмиссии и обращении ценных бумаг, необходимость регистрации ценных бумаг, создание и осуществление деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, их лицензирование, контроль за соблюдением эмитентами законодательства при проведении эмиссии, установление стандартов деятельности эмитентов и профессиональных участников рынка, запрещение и пресечение незаконной деятельности на рынке ценных бумаг, информационное обеспечение рынка, а также вопросы его регулирования. В соответствии с ним комиссия стала называться Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг. В июле 1996 г. Указом Президента была утверждена Концепция развития российского рынка ценных бумаг.

Помимо этого Закона, рынок ценных бумаг регулируется Гражданским кодексом, законами «О банках и банковской деятельности», «О Центральном банке (Банке России)», «О прива-

тизации государственных и муниципальных предприятий», «О товарных биржах и биржевой торговле», «О валютном регулировании и валютном контроле», «О государственном внутреннем долге РФ», «Об акционерных обществах», а также указами президента по развитию рынка ценных бумаг, постановлениями правительства, ФСФР, Положением о лицензировании профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг РФ. Особое значение имеет Закон «О государственном внутреннем долге РФ», принятый в 1992 г., который регламентировал отношения государства с инвесторами. Он определил понятия государственного долга, эмитента государственных ценных бумаг, формы государственного займа, условия и порядок эмиссии долговых обязательств, осуществление контроля за состоянием государственного долга, разграничил полномочия между Государственной Думой, которая осуществляет контроль за состоянием государственного долга, Правительством РФ, занимающимся управлением долгом, и Центральным банком РФ, в функции которого входит обслуживание долга.

#### **6.4. Предмет регулирования**

Основным направлением регулирования деятельности рынка ценных бумаг становится регулирование деятельности его участников, и прежде всего профессионалов. Их деятельность в каждой стране находится под пристальным вниманием со стороны государственных органов. Это в первую очередь обусловлено значимостью таких участников для нормального функционирования рынка. По этой причине к ним предъявляются достаточно жесткие требования, касающиеся их профессиональных качеств, добропорядочности, добросовестности. Все виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг осуществляются на основании специального разрешения — лицензии, выдаваемой федеральным государственным органом. В России таким органом выступает Федеральная служба по финансовым рынкам или уполномоченные ею органы на основании генеральной лицензии. Кредитные организации осуществляют профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг в порядке, законодательно установленном для профессиональных участников рынка ценных бумаг. Деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг лицензируется тремя видами лицензий: лицензией профессионального участника рынка ценных бумаг, лицензией на осуществление деятельности по ведению реестра, ли-

цензией фондовой биржи. Органы, выдавшие лицензии, контролируют деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг и принимают решение об отзыве выданной лицензии при нарушении законодательства Российской Федерации о ценных бумагах.

В целях препятствия выпуску на рынок суррогатов ценных бумаг, которые по форме напоминают настоящие ценные бумаги, но не обладают их основными качествами, производится регулирование эмиссии ценных бумаг, что становится очередным направлением регулирования рынка ценных бумаг. Основные положения, регулирующие эмиссию акций и облигаций, заложены Федеральными законами «Об акционерных обществах» и «О рынке ценных бумаг». Процедура выпуска эмиссионных ценных бумаг, согласно Закону «О рынке ценных бумаг» (если иное не предусмотрено законодательством Российской Федерации), включает:

- принятие эмитентом решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг;
- регистрацию выпуска эмиссионных ценных бумаг;
- изготовление сертификатов ценных бумаг для документарной формы выпуска;
- размещение эмиссионных ценных бумаг;
- регистрацию отчета об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг.

Если число владельцев ценных бумаг значительно и у них могут возникнуть сложности с получением подробной информации о выпуске, требуется дополнительно зарегистрировать проспект эмиссии — документ, обеспечивающий основной информацией о выпуске и эмитенте. Проспект эмиссии должен содержать данные:

- об эмитенте;
- о финансовом положении эмитента (бухгалтерские балансы и отчеты о финансовых результатах деятельности эмитента, включая отчет об использовании прибыли, по установленным формам за последние три завершённых финансовых года либо за каждый завершённый финансовый год с момента образования, если этот срок менее трех лет, бухгалтерский баланс эмитента по состоянию на конец последнего квартала перед принятием решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг, отчет о формировании и об использовании средств резервного фонда за последние три года, размер просроченной задолженности эмитента креди-

торам и по платежам в соответствующий бюджет на дату принятия решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг, данные об уставном капитале эмитента, отчет о предыдущих выпусках эмиссионных ценных бумаг);

- о предстоящем выпуске эмиссионных ценных бумаг, в частности содержащие информацию о ценных бумагах (форма и вид ценных бумаг с указанием порядка хранения и учета прав на ценные бумаги), об общем объеме выпуска, о количестве эмиссионных ценных бумаг в выпуске;
- об эмиссии ценных бумаг (дата принятия решения о выпуске, наименование органа, принявшего решение о выпуске, ограничения на потенциальных владельцев, место, где потенциальные владельцы могут приобрести эмиссионные ценные бумаги);
- о сроках начала и окончания размещения эмиссионных ценных бумаг;
- о ценах и порядке оплаты приобретаемых владельцами эмиссионных ценных бумаг;
- о профессиональных участниках рынка ценных бумаг, которых предполагается привлечь к участию в размещении выпуска ценных бумаг на момент регистрации проспекта эмиссии;
- о получении доходов по эмиссионным ценным бумагам;
- о наименовании органа, осуществившего регистрацию выпуска эмиссионных ценных бумаг.

При регистрации проспекта эмиссии ценных бумаг процедура эмиссии дополняется:

- подготовкой проспекта выпуска эмиссионных ценных бумаг;
- регистрацией проспекта выпуска эмиссионных ценных бумаг;
- раскрытием всей информации, имеющейся в проспекте эмиссии;
- предоставлением всей информации, содержащейся в отчете об итогах выпуска.

После принятия эмитентом решения о выпуске ценных бумаг производится регистрация выпуска, суть которой состоит в официальной фиксации обязательств эмитента, удостоверяемых ценной бумагой, объема эмиссии и других параметров ценной бумаги. Это делается для того, чтобы эмитент не мог впоследствии изменить условия выпуска. При регистрации также проверяются уставные документы эмитента.

Помимо этого, предметом государственного регулирования становится и деятельность фондовой биржи, которая регламентируется Законом «О рынке ценных бумаг».

В целом государственное регулирование рынка ценных бумаг позволяет обеспечить в стране стабильно функционирующий рынок ценных бумаг.

#### ^ **Контрольные вопросы**

1. В чем необходимость государственного регулирования рынка ценных бумаг?
2. Где и когда впервые началось государственное регулирование рынка ценных бумаг?
3. Какие органы осуществляют регулирование рынка ценных бумаг?
4. Что является правовой базой осуществления деятельности на рынке ценных бумаг?
5. Что выступает предметом регулирования?

# Глоссарий

**Акции** — эмиссионные ценные бумаги, закрепляющие права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации.

**Акции кумулятивные** — привилегированные акции, по которым происходит накопление дивидендов за те финансовые годы, когда компания не получала достаточной прибыли для выплаты дивидендов.

**Акции обычные** — акции, которые дают право голоса на собрании акционеров и доход (дивиденд), зависящий от прибыли компании.

**Акции привилегированные** — акции, дающие право на фиксированный доход, не зависящий от прибыли компании, но не дающие право голоса на собрании акционеров.

**Андеррайтинг** — среднесрочный договор между эмитентом и инвестиционным банком о размещении ценных бумаг.

**Аукцион** — способ продажи ценных бумаг в виде публичного торга, проводимого в заранее установленном месте и в заранее обозначенное время с правом предварительного ознакомления с ценными бумагами (предоставляется информация как об эмитенте, так и о проспекте данной эмиссии).

**Базовый инструмент** — актив (ценная бумага, валюта, товар, фондовый индекс, процентная ставка), лежащий в основе срочного контракта.

**Балансовая стоимость** — стоимость акции, которая определяется как отношение чистой стоимости активов предприятия к количеству выпущенных акций (ЧА/А).

**Бездокументарная форма эмиссионных ценных бумаг** — форма эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основании записи в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или, в случае депонирования ценных бумаг, на основании записи по счету депо.

**Биржа** — организованный рынок, на котором торговля осуществляется в определенное время и в определенном месте.

**Биржевая операция** — сделка с ценными бумагами, заключенная между членами или постоянными посетителями биржи, оформленная записью и зарегистрированная в регистрационной книге биржи.

**Брокер** — финансовый посредник, осуществляющий операции с ценными бумагами за счет и по поручению клиента на основании договора комиссии или поручения.

**Брокер дисконтный** — предоставляет услуги по обслуживанию интересов самостоятельного инвестора на фондовом рынке за определенную плату (комиссию).

**Брокер с полным сервисом** — посредник, предоставляющий полный набор услуг по обслуживанию интересов клиента, в частности персональное консультирование, юридическое и финансовое сопровождение сделок клиента, аналитическую поддержку.

**«Бык»** — спекулянт, скупающий или сохраняющий ранее купленные товары и ценные бумаги в ожидании повышения цен.

**Варранты** — обязательства, оформляемые в виде ценной бумаги, дающей право на покупку другой ценной бумаги (акции или облигации) при их первичном размещении по определенной цене, и продаваемые эмитентом этих ценных бумаг.

**Вексель** — долговое обязательство, составленное по установленной законом форме, дающее право его владельцу требовать оговоренную сумму по истечении указанного срока.

**Владелец** — лицо, которому ценные бумаги принадлежат на правах собственности или ином имущественном праве.

**Внебиржевой (уличный) рынок** — это рынок, охватывающий операции с ценными бумагами, совершаемые вне фондовой биржи.

**Внесписочные ценные бумаги** — ценные бумаги, торговля которыми осуществляется без включения в список (листинг) организатора торговли (биржи).

**Волатильность курса** — непостоянство, изменчивость курса на бирже за конкретный период времени.

**Вторичный рынок** — это рынок, на котором обращаются ранее эмитированные ценные бумаги.

**Выпуск ценных бумаг** — совокупность ценных бумаг одного эмитента, обеспечивающих одинаковый объем прав владельцам и имеющих одинаковые условия эмиссии (первичного размещения). Все бумаги одного выпуска должны иметь один государственный регистрационный номер.

**Голубые фишки** — акции крупнейших и наиболее известных компаний с хорошей доходностью и устойчивой практикой выплаты дивидендов.

**Государственный регистрационный номер** — цифровой (буквенный, знаковый) код, который идентифицирует конкретный выпуск эмиссии ценных бумаг.

**Дата погашения** — дата (срок), с наступлением которой необходимо произвести закрытие всех обязательств по облигации и (или) возвращение долгов.

**Депозитарий** — место хранения ценных бумаг.

**Депозитарные расписки** — ценные бумаги, выпускаемые банками или трастовыми компаниями (депозитариями), подтверждающие права собственности на ценные бумаги иностранных корпораций, задепонированных (находящихся) в дочерних компаниях депозитария или его агентах в иностранных государствах (кастодианах) с определенным коэффициентом к депонированным ценным бумагам. Величина такого коэффициента зависит от рыночной цены ценной бумаги на национальном рынке и определяется в депозитарном договоре, заключаемом между эмитентом базовых ценных бумаг, и депозитарием, выпускающим расписку. Иначе говоря, *депозитарные расписки* — это переводные свидетельства о владении акциями иностранной компании.

**Депозитные и сберегательные сертификаты, инвестиционные сертификаты** — свидетельства банков о внесении средств, дающие право на получение вклада и процента по нему, который зависит от срока и от суммы депозитного сертификата.

**Деривативы** — производные ценные бумаги, сделки с которыми не связаны напрямую с куплей-продажей материальных или финансовых активов, используются для страхования рисков и извлечения дополнительной спекулятивной прибыли.



**Диверсификация** — вложение средств в разные по степени риска активы.

**Дилер** — посредник на рынке ценных бумаг, осуществляющий операции за свой счет и от своего имени.

**Дисконт** — разница между номиналом ценной бумаги и ценой, по которой она продается.

**Дробление** — увеличение числа акций корпорации за счет обмена одной «старой» акции на несколько «новых» с пропорционально меньшим номиналом.

**Добросовестный приобретатель** — лицо, которое приобрело ценные бумаги, произвело их оплату и в момент приобретения не знало и не могло знать о правах третьих лиц на эти ценные бумаги, если не доказано иное.

**Документарная форма эмиссионных ценных бумаг** — форма эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основании предъявления оформленного надлежащим образом сертификата ценной бумаги или, в случае депонирования такового, на основании записи по счету депо.

**Евроакции** — акции, которые выпускают международные организации для пополнения своего капитала.

**Евродепозитные сертификаты** — долговые обязательства, которые предназначены для крупных институциональных инвесторов.

**Евроноты** — краткосрочные ценные бумаги, выпускаются в иностранной валюте внутри какой-либо страны и продаются в других странах на срок от 1 до 6 месяцев с изменяющейся процентной ставкой, ориентирующейся на ставку Л И БОР — ставку предложения Лондонской биржи.

**Еврооблигации** — международные ценные бумаги, выпускаемые в иностранной валюте и размещаемые одновременно в нескольких странах. Они являются долгосрочными и выпускаются на срок от 7 до 15 лет и сверхдолгосрочными, имеющими ступенчатую градацию 20, 30 и 40 лет. Основными эмитентами выступают правительства стран, международные организации, транснациональные корпорации, местные органы власти.

**Именные эмиссионные ценные бумаги** — ценные бумаги, информация о владельцах которых должна быть доступна эмитенту в форме реестра владельцев ценных бумаг, переход прав на которые и осуществление закрепленных ими прав требуют обязательной идентификации владельца.

**Инвестиционный портфель** — набор ценных бумаг, приобретаемых инвестором в ходе вложений в прибыльные активы.

**Инвестор** — физическое или юридическое лицо, вкладывающее средства в ценные бумаги или другие материальные активы.

**Индекс** — сводный показатель курсов ценных бумаг, как правило акций, отражающий уровень спроса на фондовом рынке.

**Индикаторы** — математически обработанные данные о курсах ценных бумаг, позволяющие судить об имеющемся тренде и его предполагаемых изменениях.

**Капитализация** — суммарная стоимость выпущенных в обращение обыкновенных и привилегированных акций.

**Кассовые сделки**, их еще называют сделки спот или «кэш» — сделки, подлежащие немедленному выполнению или осуществляемые в короткие временные сроки.

**Кастодиальные банки** — банки-депозитарии, оказывающие услуги по хранению ценных бумаг клиентов.

**Клиринг**— обособившаяся часть сделки, состоящая в определении взаимных обязательств ее сторон, установлении того, кто, что и кому должен в процессе торговли на рынке ценных бумаг и в какие сроки эти обязательства необходимо выполнить.

**Клиринговая организация** — организация, ведущая учет и исполняющая обязательства брокеров по заключенным сделкам в торговой системе в течение торгового дня, в конце дня подводит баланс по ценным бумагам и денежным средствам для каждой компании.

**Консолидация** — уменьшение числа акций корпорации путем обмена нескольких старых акций на одну новую с пропорционально увеличенной номинальной стоимостью.

**Копировка** — установление курса ценной бумаги на фондовых биржах.

**Котировальный лист** — список ценных бумаг, прошедших процедуру листинга и соответствующих требованиям организаторов торговли.

**Кратные сделки с премией** — разновидность опциона, при котором плательщик премии имеет право потребовать от своего контрагента передачи ему ценных бумаг в количестве, в несколько раз превышающем установленное при заключении сделки их количество, по курсу, установленному при ее заключении.

**Купонные платежи** — выплаты фиксированной суммы процентов по долговому обязательству (облигации).

**Курс, или курсовая стоимость акций** — стоимость, которая формируется на рынке в зависимости от спроса и предложения.

**Ликвидационная цена акции** — сумма, приходящаяся на одну акцию в случае продажи имущества предприятия при его ликвидации (Стоимость имущества/Активы).

**Листинг**— включение ценных бумаг в котировальный лист биржи и осуществление контроля за их соответствием условиям и требованиям организатора торговли.

**Маркет-мейкер** — участник торгов, поддерживающий необходимый уровень ликвидности (цену спроса и цену предложения) ценной бумаги путем покупки и продажи лотов в указанных ценовых границах.

**Международные ценные бумаги** — ценные бумаги, выпускаемые внутри какой-либо страны в иностранной валюте и продаваемые за рубежом.

«Медведи» — брокеры, играющие на рынке ценных бумаг на понижение курса ценных бумаг.

**Муниципальные ценные бумаги** — ценные бумаги, выпускаемые местными органами власти и управления и другими местными административными единицами.

**Неорганизованный рынок** — рынок, который не предполагает оптовой продажи, на нем может продаваться любое количество ценных бумаг. Рынок рассчитан на мелких инвесторов.

**Нерыночные государственные ценные бумаги** — долговые обязательства, которые не обращаются на рынке.

**Новейшиш** — регулирование позиций участников торговли против клиринговой организации, а не друг против друга, т. е. полная смена сторон на этапе исполнения по сравнению с этапом заключения сделок.

**Номинальная стоимость ценной бумаги** — нарицательная стоимость, устанавливаемая для ценной бумаги при ее эмиссии.

**Номинальный держатель** — профессиональный участник рынка ценных бумаг, который является держателем ценных бумаг, принадлежащих третьим лицам, и осуществляет операции с ними по требованию владельцев.

**Облигация** — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от этой стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может предусматривать иные имущественные права ее держателя, если это не противоречит законодательству Российской Федерации.

**Обращение ценных бумаг** — заключение гражданско-правовых сделок, влекущих переход прав собственности на ценные бумаги.

**Опцион** — право на покупку или продажу ценной бумаги в будущем по заранее оговоренной цене.

**Опцион колл** — дает право на покупку ценной бумаги по заранее оговоренной цене в будущем.

**Опцион пут** — дает право на продажу ценной бумаги по заранее оговоренной цене в будущем.

**Организованный рынок** — вторичный внебиржевой рынок, находящийся под контролем со стороны профессиональных участников рынка ценных бумаг, прежде всего дилеров и брокеров.

**Офсетная сделка** — закрытие фьючерсного контракта путем покупки или продажи противоположного контракта.

**Первичный рынок** — рынок первых и повторных эмиссий ценных бумаг, на котором осуществляется их первоначальное размещение среди инвесторов.

**Позиция длинная** — возникает, когда инвестор покупает ценные бумаги в надежде на рост курсовой стоимости.

**Позиция короткая** — возникает, когда инвестор в надежде на падение курсовой разницы продает ценные бумаги, взятые займы у брокера, при этом обязательство вернуть бумаги брокеру сохраняется при любом поведении цены.

**Пререлиз** — операция по поставке депозитарных расписок до фактической перерегистрации акций на номинального держателя только на основании уведомления о совершении соответствующей покупки.

**Пролонгационные срочные сделки** — сделки с целью получения прибыли в конце срока от проводимых ранее биржевых спекуляций по договору срочной сделки.

**Проспект эмиссии** — документ, содержащий данные об эмитенте и о его финансовом положении, сведения о предстоящем выпуске эмиссионных ценных бумаг.

**Простые сделки с премией** — опционная сделка, в которой плательщик премии имеет право либо потребовать исполнения сделки без права выбора, либо совершенно от нее отказаться, что называется правом «отхода».

**Профессиональные участники рынка ценных бумаг** — юридические лица, в том числе кредитные организации, а также граждане (физические лица), зарегистрированные в качестве предпринимателей, которые осуществляют такие виды деятельности, как брокерская, дилерская, клиринговая, депозитарная, по ведению реестров владельцев ценных бумаг, деятельность по организации торговли ценными бумагами.

**Размещение эмиссионных ценных бумаг** — отчуждение эмиссионных ценных бумаг эмитентом первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок.

**Регистратор** — специализированные компании, уполномоченные вести реестры акционеров (списки владельцев ценных бумаг).

**Регулирование рынка ценных бумаг** — упорядочение деятельности всех его участников (эмитентов, инвесторов, посредников, организаций и прочих участников) и операций между ними со стороны уполномоченных органов.

**Решение о выпуске ценных бумаг** — документ, зарегистрированный в органе государственной регистрации ценных бумаг и содержащий данные, достаточные для установления объема прав, закрепленных ценной бумагой.

**Рыночные государственные ценные бумаги** — это долговые обязательства, которые свободно обращаются на рынке, т.е. могут перепродаваться на вторичном рынке после их размещения на первичном рынке.

**Сделка депортная** — вид срочной спекулятивной сделки, когда клиент рассчитывает на понижение курса и заключает сделку о продаже через определенное время по зафиксированной цене. Сразу же после этого заключается сделка о покупке этой ценной бумаги по более низкой цене.

**Сделки твердые (простые)** — сделки, обязательные к исполнению в оговоренные в договоре сроки и по зафиксированной в нем твердой цене.

**Сертификат эмиссионной ценной бумаги** — документ, выпускаемый эмитентом и удостоверяющий совокупность прав на указанное в сертификате количество ценных бумаг. Владелец ценных бумаг имеет право требовать от эмитента исполнения его обязательств на основании такого сертификата.

**Спот-цена** — цена базового актива во фьючерсном контракте.

**Спрэд** — разница между ценой покупки и ценой продажи ценной бумаги в один и тот же период времени.

**Срочные сделки** — сделки, при которых продавец обязуется предоставить ценные бумаги к установленному сроку в будущем, а покупатель принять их и оплатить по условиям сделки. Они заключаются на определенный срок по заранее оговоренной цене.

**Срочные сделки с залогом** — сделки, предусматривающие гарантию обязательств поставки или покупки в виде выплаты одним контрагентом другому оговоренной договором суммы.

**Стеллаж** — вид сделок с премией, когда плательщик премии приобретает право самому определить свое положение в сделке, т.е. при наступлении срока ее совершения объявить себя либо покупателем, либо продавцом. Причем он обязан или купить у своего контрагента, получателя премии, ценные бумаги по высшему курсу, или продать их по низшему курсу, зафиксированному в момент заключения сделки.

**Технический анализ** — метод прогнозирования цен с помощью рассмотрения графиков движения рынка за предыдущие периоды времени.

**Тренд** — ряд последовательных изменений цены, которые в совокупности движутся в одном направлении. Первичный тренд — долгосрочная тенденция, которая ведет весь рынок вверх или вниз. Вторичный тренд действует как сдерживающая сила для первичного тренда, корректируя отклонения от общих границ. Обычно он длится от одного до

нескольких месяцев. Второстепенные тренды — ежедневные или недельные колебания цен на рынке.

**Фундаментальный анализ** — анализ экономических факторов данной системы, которые так или иначе влияют на курс ценной бумаги.

**Фьючерс** — контракт на покупку или продажу ценной бумаги в будущем по заранее оговоренной цене.

**Хеджирование** — страхование от возможного изменения цены при заключении сделки на длительный срок; сущность хеджирования состоит в покупке (продаже) контрактов на срок на фондовой бирже одновременно с продажей (покупкой) реального товара с тем же сроком поставки и проведением обратной сделки с наступлением срока фактической поставки товара.

**Ценные бумаги** — товар особого рода, который выступает как титул собственности или долговое обязательство, дающий право на получение дохода и имеющий хождение на рынке.

**Ценные бумаги именные** — ценные бумаги, на которых указывается имя владельца и права владельца на такую бумагу должны быть подтверждены внесением имени владельца в текст самой бумаги (или сертификата, ее заменяющего) и в реестр, ведущийся эмитентом.

**Ценные бумаги на предъявителя** — ценные бумаги, на которых не указано имя владельца. Чаще всего они выпускаются маленьким номиналом и предназначены для инвестиций широких кругов населения.

**Ценные бумаги ордерные** — ценные бумаги, на которых указаны реквизиты владельца, но их можно передавать другому лицу по индоссаменту (передаточной надписи).

**Эмиссионная стоимость** — стоимость размещения акций на первичном рынке.

**Эмиссионная ценная бумага** — любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками: закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных законом формы и порядка; размещается выпусками; имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

**Эмиссионные ценные бумаги на предъявителя** — ценные бумаги, переход прав на которые и осуществление закрепленных ими прав не требуют идентификации владельца.

**Эмиссия ценных бумаг** — установленная законом последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг.

**Эмитент** — юридическое лицо или органы исполнительной власти либо органы местного самоуправления, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ими.

## Список литературы

1. *Алехин Б. И.* Рынок ценных бумаг: учеб. пособие / Б. И. Алехин. 2-е изд., перераб. и доп. М., 2004.
2. *Анесянц С. А.* Основы функционирования рынка ценных бумаг: учеб. пособие. М., 2005.
3. Бизнес на рынке ценных бумаг. Российский вариант: справочно-практич. пособие/ отв. ред.: В. В. Коланьков, А. В. Коланьков, В. Е. Грабарник, К. Е. Кардовский. М., 1992.
4. *Бучаев Я. Г.* Основные штрихи ситемного моделирования рынка ценных бумаг/ Я. Г. Бучаев. М., 2004.
5. *Глушенко В. В.* Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Системный подход/В. В. Глушенко. Железнодорожный, 1999.
6. *Жуков Е. Ф.* Ценные бумаги и фондовые рынки: учеб. пособие. М., 1995.
7. *Кузнецов М. В.* Технический анализ рынка ценных бумаг/ М. В. Кузнецов, А. С. Овчинников. М., 1996.
8. Курс экономики: учебник/под ред. Б. А. Райзберга. М., 2000.
9. *Миркин Я. М.* Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития/ Я. М. Миркин. М, 2002.
10. Особенности формирования рынка ценных бумаг в России/ Г. М. Казиахмедов, К. В. Андриянов, А. А. Крылов, М. Ю. Лужков/под ред. Н. М. Коршунова. М., 2002.
11. *Потемкин А. П.* Государственные займы в период Временного правительства в 1917 г. // Финансы. 1997. № 1.
12. *Резго Г. Я.* Биржевое дело: учебник/ Г. Я. Резго, И. А. Кетова/ под ред. Г. Я. Резго. М., 2005.
13. *Рубцов Б, Б.* Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. М., 2000.
14. Рынок ценных бумаг: учебник./ под ред. проф. Е. Ф. Жукова. М., 2002.
15. Рынок ценных бумаг: учебник/ под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. 2-е изд., перераб. и доп. М., 2004.
16. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: учебник для вузов/ отв. ред. О. И. Дегтярева, Е. Ф. Жуков. М., 2002.
17. *Черников Г. П.* Фондовая биржа: международный опыт. М., 1991.
18. *Шабалин А. О.* Особенности фондового рынка России в период нэпа// Финансы. 1997. № 3, 4.
19. *Rippel W., DM-Bonds.* Strukturen und Usancen, Kleinwort: Benson Research, Aug/1996.

## Содержание

<b>Введение</b> . . . . .	<b>3</b>
<b>Глава 1. Рынок ценных бумаг и его сущность</b> . . . . .	<b>5</b>
1.1. История развития рынка ценных бумаг. . . . .	5
1.2. Функции рынка ценных бумаг. . . . .	12
<b>Глава 2. Виды ценных бумаг</b> . . . . .	<b>16</b>
2.1. Свойства и классификация ценных бумаг. . . . .	16
2.2. Классические ценные бумаги. . . . .	18
2.2.1. Акции. . . . .	18
2.2.2. Облигации. . . . .	25
2.3. Государственные ценные бумаги. . . . .	32
2.4. Полуценные бумаги. . . . .	37
2.4.1. Производные ценные бумаги. . . . .	37
2.4.2. Финансовые инструменты. . . . .	44
2.5. Международные ценные бумаги. . . . .	47
<b>Глава 3. Участники рынка ценных бумаг</b> . . . . .	<b>50</b>
3.1. Субъекты рынка ценных бумаг. . . . .	50
3.2. Брокерская деятельность. . . . .	63
3.3. Дилеры. . . . .	68
<b>Глава 4. Структура рынка ценных бумаг</b> . . . . .	<b>70</b>
4.1. Первичный рынок. . . . .	71
4.2. Вторичный рынок. . . . .	78
4.2.1. Биржевой рынок. . . . .	79
4.2.2. Внебиржевой (уличный) рынок. . . . .	91
<b>Глава 5. Механизм функционирования биржи</b> . . . . .	<b>98</b>
5.1. Листинг на фондовой бирже. . . . .	98
5.2. Механизм организации биржевой торговли. . . . .	104
5.3. Сделки на фондовой бирже и расчеты по ним. . . . .	106
5.4. Фондовые (биржевые) индексы. . . . .	120
5.5. Механизм принятия решений на рынке ценных бумаг. . . . .	131
<b>Глава 6. Государственное регулирование рынка ценных бумаг</b> . . . . .	<b>147</b>
6.1. Необходимость и сущность регулирования рынка ценных бумаг. . . . .	147
6.2. Органы регулирования рынка ценных бумаг. . . . .	153
6.3. Законодательно-правовые основы регулирования деятельности рынка ценных бумаг. . . . .	159
6.4. Предмет регулирования. . . . .	163
<b>Глоссарий</b> . . . . .	<b>167</b>
<b>Список литературы</b> . . . . .	<b>174</b>

Стародубцева Елена Борисовна

# РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

## Учебник

Редактор *Н. А. Балашова*  
Корректор *О. Н. Картамышева*  
Компьютерная верстка *Б. Ю. Руссо*  
Оформление серии *Р. Остроумов*

Сдано в набор 20.10.2005. Подписано в печать 20.12.2005  
Формат 60х90 1/16. Усл. печ.л. 11. Уч.изд. л. 11,5.  
Гарнитура Тайме. Печать офсетная. Бумага типографская.  
Тираж 4000. Заказ 6309.

ЛР № 071629 от 20.04.98  
Издательский Дом «ФОРУМ»  
101831, Москва — Центр, Колпачный пер., д. 9а  
Тел/факс: (095) 925-32-07, 925-39-27  
E-mail: forum-books@mail.ru

Л Р № 070824 от 21.01.93  
Издательский Дом «ИНФРА-М»  
127282, Москва, ул. Полярная, 31-в.  
Тел. (095) 380-05-40, 380-05-43  
Факс: (095) 363-92-12.  
E-mail: books@infra-m.ru.  
Http://www. infra-m.ru

**Отпечатано** с готовых диапозитивов издательства  
на ОАО "Тверской полиграфический комбинат"  
170024, г. Тверь, пр-т Ленина, 5. Телефон: (4822) 44-42-15  
**Интернет/Home page - [www.iverpku.ru](http://www.iverpku.ru)** Электронная по<sup>TM</sup> (E-mail) - [sales@iverpku.ru](mailto:sales@iverpku.ru)