

31

А. Н. Асаул Н. А. Асаул Р. А. Фалгинский



ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ВЗРЯЖДЕНИЕ РОССИИ

ОСНОВЫ БИЗНЕСА  
НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ  
БУМАГ



**А. Н. Асаул, Н. А. Асаул Р. А. Фалтинский**

## **ОСНОВЫ БИЗНЕСА НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ**

Под редакцией заслуженного строителя РФ, д.э.н., профессора А. Н. Асаула

*Допущено Учебно-методическим объединением по образованию  
в области производственного менеджмента в качестве  
учебного пособия для студентов высших учебных заведений,  
обучающихся по специальности 080502 Экономика  
и управление на предприятии строительства*



**Санкт-Петербург  
2008**

УДК 336.767.1

ББК 65.262.2

А-90

Рецензенты:

В. Д. Арdziнов, д-р экон. наук, профессор (Петербургский государственный университет путей сообщения);

Д. В. Шопенко, д-р экон. наук, профессор, засл. деятель науки РФ (Санкт-Петербургский государственный инженерно-экономический университет)

Асаул А. Н. и др.

**Основы бизнеса на рынке ценных бумаг: учебник** / А. Н. Асаул, Н. А. Асаул, Р. А. Фалтинский; под ред. д-ра экон. наук, профессора А. Н. Асаула. - СПб.: АНО «ИПЭВ», 2008. - 207с.

**ISBN 978-5-91460-007-2**

Рассматриваются основы функционирования рынка ценных бумаг, методические и организационно-правовые технологии совершения различных сделок с ценными бумагами.

Книга дает достаточно полное представление об экономической природе, видах и классификации ценных бумаг;- раскрывает феномен фондового рынка и особенности предпринимательской деятельности на рынке ценных бумаг.

Особое место уделено привлечению инвестиций по программам IPO.

Предназначен для студентов вузов, а также широкого круга лиц, интересующихся предпринимательской деятельностью на рынке ценных бумаг.

Табл. 4. Ил. 17. Библиогр.: 17 назв.

Издание осуществляется при поддержке Института проблем экономического возрождения и редакции журнала «Экономическое возрождение России»

Для контактов с авторами: [asaul@asaul.ru](mailto:asaul@asaul.ru), (812) 336-25-78

*Серия книг издается  
при редакции журнала «Экономическое возрождение России».  
Руководитель проекта - главный редактор журнала заслуженный  
строитель РФ, д-р экон. наук, профессор А. Н. Асаул*

ISBN 978-5-91460-007-2

© А. Н. Асаул' 2008

© Н. А. Асаул, 2008

© Р. А. Фалтинский, 2008

© АНО «ИПЭВ», 2008



## ВВЕДЕНИЕ

В последние годы роль рынка ценных бумаг в экономике нашей страны занимает определенное место. Ценные бумаги, как обобщенное понятие, существуют в различных видах. И разобраться в этом многообразии ценных бумаг, представленных на отечественном фондовом рынке, знать их характеристики и факторы их обращения и размещения на рынке ценных бумаг, а также разобраться в основных видах предпринимательской деятельности и тенденциях развития ценных бумаг поможет настоящий учебник.

Дисциплина «Основы бизнеса на рынке ценных бумаг» представляет собой общепрофессиональную дисциплину (региональный компонент), которая включает в себя знания как теоретических основ рынка ценных бумаг, так и профессиональную деятельность на фондовом рынке.

**Ц е л ь и з у ч е н и я :** получение студентами необходимых теоретических знаний о сущности ценных бумаг и их роли в функционировании фондового рынка и экономики России, а также обращение различных видов ценных бумаг и изучение основ бизнеса на рынке ценных бумаг. В связи с этим основная цель учебника дать студентам — будущим экономистам - менеджерам — систематизированные знания об экономических процессах, связанных с ценными бумагами и субъектами фондового рынка, методах и средствах, обеспечивающих эффективность их профессиональной деятельности на нем.

**Основные задачи дисциплины:**

- раскрыть экономическую природу, показать сущность, основные признаки ценных бумаг, характеристики и классификации ценных бумаг и видов ценных бумаг;
- сформулировать понятийный аппарат, составляющий основу рынка ценных бумаг;
- раскрыть сущность рынка ценных бумаг и процессов, происходящих в нем;
- научить систематизировать и анализировать информацию о рынке ценных бумаг;
- раскрыть виды профессиональной деятельности и регулирования рынка ценных бумаг;
- изложить вопросы связанные с размещением и обращением ценных бумаг;
- раскрыть суть частного и публичного размещения акций на рынке ценных бумаг;
- изложить основные задачи фондовых бирж;
- раскрыть суть выбора оптимального инвестиционного портфеля ценных бумаг.

При изучении дисциплины «Основы бизнеса на рынке ценных бумаг» необходимо руководствоваться непосредственными междисциплинарными свя-

зьями с такими учебными предметами как: Экономическая теория; Статистика; Финансы и кредит; Менеджмент; Маркетинг; Экономическая оценка инвестиций; Информационные технологии в экономике; Мировая экономика; Анализ и диагностика финансово хозяйственной деятельности фирмы.

Модельное построение учебника, где модуль (раздел) представляет собой часть учебной дисциплины, имеющую определенную логическую завершенность по отношению к установленным целям и результатам изучения дисциплины, будет способствовать подготовке специалистов нового высококвалифицированного поколения, обладающих предметно - специализированными компетенциями и отвечающих новейшим тенденциям развития экономики России.

В результате изучения дисциплины специалист должен:

Знать<sup>1</sup>:

экономическую природу ценных бумаг;

основные подходы к определению понятий;

критерии отнесения денежных документов к ценным бумагам;

принципы классификации ценных бумаг;

виды государственных, кооперативных и производственных ценных бумаг;

формы выпуска и виды облигаций;

преимущества и недостатки облигационного займа как финансового инструмента;

классификация векселей, вексельные операции;

различия в понятиях «эмиссия» и «выпуск акций»;

сравнительные характеристики видов профессиональной деятельности и основных участников рынка ценных бумаг;

механизм электронных торгов ценными бумагами как в России, так и в международной практике;

критерии соответствия для выхода на публичный рынок ценных бумаг;

разновидность срочных биржевых сделок;

виды инвестиционных портфелей ценных бумаг

Уметь<sup>2</sup>:

оценивать облигации;

разбираться в многообразии ценных бумаг;

рассчитать рыночную стоимость акций;

ориентироваться в биржевых индексах и торговых системах рынка ценных бумаг;

рассчитать фактическую, резервную и поддерживаемую марку;

Обосновать оптимальный инвестиционный портфель ценных бумаг. Владеть<sup>3</sup>:

терминологией используемой на рынке ценных бумаг.

---

<sup>1</sup> **Знание** – адекватное отражение в сознании индивида общественно-исторического опыта в виде представлений, понятий и суждений, теорий.

<sup>2</sup> **Умение** – освоенный индивидом способ выполнения действий, основанных на совокупности приобретенных знаний и навыков

<sup>3</sup> **Навык** – действие, в составе которого отдельные операции и их системы стали автоматизированными в результате упражнения.

В качестве рабочего плана преподавательской деятельности в рамках изучения дисциплины « Основы бизнеса на рынке ценных бумаг» авторы рекомендуют следующий (табл.1 и табл.2).

Таблица 1 - Распределение видов аудиторных занятий по модулям и неделям

Модуль дисциплин	IV КУРС																	Итого АЗ часы
	7 семестр-17 недель																	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
	3	4	2	4	2	4	2	4	2	4	2	4	2	4	2	4	2	51
Модуль 1	Л П																	2 1
Модуль 2		Л П	Л	Л П	Л	Л П	Л	Л П	Л									16 8
Модуль 3										Л П	Л	Л П	Л	Л П	Л	Л П	Л	16 8

Таблица 2 – Объем видов учебных занятий по модулям дисциплины и неделям

Модуль дисциплин	7 семестр-17 недель																	Всего часов
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	1	1	1	1	1	1	
	М1	М2						М3										
Лекция	2	16						16						34				
Практические занятия	1	8						8						17				
Итого аудиторных занятий	3	24						24						51				
Самостоятельная работа		23						26						49				
Всего часов теоретического обучения	3	47						50						100				
Форма контроля Курсовая работа, зачет														зачет				

Авторы надеются, что в ходе изучения учебника студенты овладеют знаниями, необходимыми для экономистов-менеджеров, усвоят систему экономических понятий, сформируют собственное видение проблем в сфере обращения ценных бумаг, приобретут способность принимать правильные решения в профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

# Раздел 1. СУЩНОСТЬ, КЛАССИФИКАЦИЯ И ОСНОВНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ЦЕННЫХ БУМАГ

## Глава 1. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПРИРОДА ЦЕННЫХ БУМАГ

*Ценные бумаги (securities)* - финансовые документы, удостоверяющие право собственности их владельца на *активы* и приносящие доход в виде дивиденда (акции, облигации, векселя, ваучеры, чеки, закладные и т. п.), а также денежные документы, в которые могут инвестировать средства банки, доверительные фонды и др. (управляемые ими по доверенности). Как правило, они обладают обращаемостью и являются товаром на одном из самых сложных и объемных финансовых рынков - рынке ценных бумаг.

Выпуск и обращение ценных бумаг имеют важное значение для формирования корпоративного сектора экономики и фондового рынка. Последний аккумулирует большие объемы денежных средств с целью их производственного использования, привлекает инвестиции для развития областей материального производства, частного бизнеса, повышения благосостояния граждан страны. В результате этих процессов создаются и развиваются акционерные общества (АО), являющиеся одной из наиболее современных и развитых форм предпринимательства, происходит концентрация пакетов акций в собственности значительно меньшего количества акционеров.

Возникновение ценных бумаг было обусловлено необходимостью найти способ осуществления соглашений, отличный от товаров и денег. Первыми ценными бумагами стали документы займов - облигации, поскольку государства нуждались в значительных ссудных средствах для ведения войн. Обязательства по займам стали предметом купли-продажи.

### 1.1. Развитие отечественного рынка ценных бумаг

Развитие рынка ценных бумаг условно можно разделить на три периода: дореволюционный, советский и современный.

*Дореволюционный период.* В 1703 г. по инициативе Петра I, посетившего подобное учреждение в Голландии, в Санкт-Петербурге была создана первая российская биржа.<sup>1</sup> На протяжении всего XVIII столетия ее роль в экономике страны была достаточно скромной. В то время большое распространение имели

---

<sup>1</sup> Санкт-Петербургская биржа является одной из старейших в Европе. В Регламенте главного Магистра, изданном Петром I, повелевалось «недалеко от ратуши, по примеру иностранных купеческих городов, построить биржи, в которых бы сходились торговые граждане для своих торгов и постановлений векселей, также и для ведомостей о приходе и отпуске кораблей и коммерции» (*Идельсон В. Р.* Кредит, банки и биржи. СПб., 1912. С. 40).

базары и ярмарки, некоторые из которых были основаны первыми русскими князьями и, как правило, располагались на пути следования речных судов и барж. Одними из наиболее известных ярмарок были Нижегородская, откуда товары поставлялись по всей Европе, а также зерновая ярмарка в Рыбинске.

Во времена Петра I отсутствовал единый всероссийский рынок, не было и акционерных компаний (Петр насаждал казенные мануфактуры и горные заводы), а также государственного долга в облигационной форме. Рынок облигаций начал формироваться во времена Екатерины II, которая первой привлекла иностранные банки для обслуживания внешнего долга; во внутреннем обороте облигации появились еще позднее - в XIX в.

В XVIII в. биржа служила местом встречи иностранных и отечественных купцов для торговли заморским товаром и подготовки к отправке морем отечественных товаров. Рядом с биржей находились удобный причал, спуск к воде и специализированные хранилища для приемки товаров. Все это располагалось на Стрелке Васильевского острова.

По указу Елизаветы II отечественным и зарубежным купцам было разрешено свободно посещать биржу, но запрещалось вести политические разговоры и засиживаться допоздна.<sup>1</sup>

Постепенно на бирже наряду с товарами стали торговать иностранной валютой, что было необходимо для обеспечения товарооборота. Сначала предметом торгов выступали лишь иностранные монеты, но уже в начале XIX в. получила распространение торговля валютой в бумажной форме, а также векселями в разной валюте.

В 1805-1815 гг. на Стрелке Васильевского острова, там, где располагались деревянные склады и торговая площадь с небольшим трактиром, по проекту архитектора Тома де Томона было построено здание Санкт-Петербургской биржи в стиле позднего русского классицизма. Сейчас в здании ведутся работы по воссозданию и размещению Санкт-Петербургской нефтяной биржи.

В 1831 г., в период правления Николая I, были утверждены Положение о биржевых маклерах и Биржевом комитете, а 5 октября 1832 г. утвержден устав биржи.

В 1796 г. в стране появилась вторая биржа - Одесская. В дальнейшем были учреждены биржи в основных торговых центрах: в 1816 г. - Варшавская, в 1837 г. - Московская, в 1842 г. - Рыбинская, в 1848 г. - Нижегородская. К 1916 г. в России насчитывалось около 80 бирж, 59 из них возникли за относительно короткий промежуток времени (1904-1916 гг.).<sup>2</sup>

Первоначально операции с ценными бумагами на биржах были связаны с возникновением и ростом государственного долга. Вплоть до начала XX в. на большинстве бирж торговали преимущественно хлебом и сахаром, а на севере - еще мехом и лесом. Только Санкт-Петербургская биржа к этому времени, по сути, превратилась в фондовую, так как основной объем торгов проходил с акциями предприятий, облигациями железных дорог и государственным долгом.

---

<sup>1</sup> Русские биржевые ценности 1914-15 гг. СПб., 1916. С. 53.

<sup>2</sup> БСЭ. Т. 6. М.: АО «Советская Энциклопедия», 1927. С. 375.



В 1900 г. изданием указа, в котором министру финансов предписывалось образовать особый фондовый отдел при Санкт-Петербургской бирже для торговли валютой и *ценными бумагами*, начинается период государственного регулирования рынка ценных бумаг. Закон предписывал передачу формирующегося фондового отдела в ведение особой канцелярии по кредитной части Министерства финансов. Позднее был издан еще ряд документов, регламентирующих деятельность фондовых отделов бирж:

- «Правила для фондового отдела С.-Петербургской биржи» (1901), в которых в полной мере нашли отражение основные принципы государственного контроля и регулирования торговли фондовыми ценностями;

- «Правило о допущении бумаг к котировке на фондовом отделе С.-Петербургской биржи» (1902). Рассмотренное правило дополнялось постановлением об ответственности лиц, входящих в обращение с ценными бумагами на С.-Петербургской бирже;

- «Правила для сделок по покупке и продаже иностранной валюты, фондов и акций на С.-Петербургской бирже» (1907). В них подробно регламентировались порядок заключения и исполнения сделок с ценными бумагами, а также последствия невыполнения условий сделок.

Новые правила знаменовали собой начало проведения крупной биржевой реформы в России и способствовали формированию в Санкт-Петербурге крупнейшего организованного международного рынка ценных бумаг. В дальнейшем торговля акциями учреждаемых компаний, а также долговыми обязательствами распространилась и на региональных биржах.

Биржевая информация о курсах ценных бумаг, динамике цен на товары составляла основу материалов знаменитой российской газеты «Биржевые ведомости», которая издавалась с 1861 г. по 6 октября 1917 г. С 1893 г. газета выходила два раза в день и доставлялась к завтраку и обеду в банки, а также в большинство ресторанов, трактиров и кофеен Санкт-Петербурга, Москвы и Одессы. Перед началом Первой мировой войны возможность читать газету дважды в день имели коммерсанты и банкиры в Одессе и Киеве, Львове и Черновцах, а также в ряде других крупных торговых городов европейской части Российской империи. Газета стала необходимым дополнением литературных, политических, философских и экономических споров по переустройству России.<sup>1</sup>

В тот период сделки на фондовых отделах бирж заключались только за наличные. Все сложные виды сделок оставались под запретом, что тормозило развитие предпринимательства на рынке ценных бумаг. Тем не менее перед началом Первой мировой войны на Санкт-Петербургской бирже котировались акции 295 промышленных предприятий с основным капиталом 1504 млн р. и 123 вида облигаций на сумму 15 531 млн р.<sup>2</sup> Значительная часть сделок осуществлялась с акциями железных дорог, коммерческих и земельных банков, нефтяных и металлургических предприятий, страховых компаний.

---

<sup>1</sup> Ключников И. К., Молчанова О. А., Ключников О. И. Банки и биржи: опыт системного анализа. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2006. 296 с.

<sup>2</sup> Русские биржевые ценности 1914-15 гг. С. 115.

*По правовому статусу* все фондовые биржи можно разделить на три типа:

- публично-правовые биржи, находящиеся под контролем государства, которое полностью регламентирует их деятельность. Такой тип бирж распространен в Германии, Франции и других странах;

- частные биржи в форме АО, полностью самостоятельные в ведении биржевой торговли. Однако все сделки совершаются в соответствии с действующим в стране законодательством. Такие биржи характерны для Великобритании и США;

- смешанные биржи в виде АО, не менее 50% капитала которых принадлежит государству. Подобные биржи распространены в Австрии, Швеции и Швейцарии. Торговля ценными бумагами происходит между членами биржи. Для организации торговли необходима лицензия.

Торговля осуществлялась между профессиональными участниками рынка ценных бумаг (брокерами, дилерами, управляющими ценными бумагами, банками, клиринговыми организациями и т. д.). К торгам допускались только достаточно качественные и высоколиквидные бумаги.

Руководило биржей общее собрание ее членов, в компетенцию которого входили:

- определение количественного биржевого состава или совета директоров;
- утверждение стратегических планов развития биржи;
- внесение изменений и дополнений в состав биржи или утверждение ее устава в новой редакции;
- образование исполнительного органа биржи, досрочное прекращение его полномочий, если уставом биржи решение этих вопросов не отнесено к компетенции совета директоров или биржевого совета;
- избрание членов ревизионной комиссии (ревизора) биржи и досрочное прекращение их полномочий;
- утверждение годовых отчетов, бухгалтерских балансов, счета прибылей и убытков;
- утверждение сметы расходов на содержание совета и персонала биржи;
- прием новых членов;
- принятие решения о прекращении деятельности биржи;
- утверждение и внесение изменений во внутрибиржевые нормативные документы.

Деятельность биржи контролировали:

- биржевой совет (руководил биржевой деятельностью в перерывах между общими собраниями);
- ревизионная комиссия (осуществляла контроль финансово-хозяйственной деятельности, избиралась общим собранием в соответствии с уставом биржи);
- совет гувернеров (руководил биржей в периоды между общими собраниями. В его состав входили 23 представителя действительных членов биржи и общественности, а также президент биржи, исполнительный президент и директор).

Руководил фондовыми биржами Совет фондовых отделов бирж, утвержденный Министерством финансов.

*Советский период.* После революции фондовый рынок практически прекратил свое существование. Организация фондовых бирж в СССР осуществлялась в соответствии с постановлением ВЦИК и СНК о валютных операциях. На фондовом отделе бирж допускались сделки по купле-продаже:

- иностранной валюты и векселей;
- чеков и иных платежных документов;
- золота и серебра в слитках;
- государственных ценных бумаг;
- облигаций государственных и кооперативных предприятий;
- иностранных ценных бумаг, допущенных к обращению в СССР.

Первые фондовые биржи на территории СССР появились в 1990 г.

*Современный период.* В настоящее время в России насчитывается около 60 фондовых бирж, и можно говорить, что фондовый рынок в современной России сложился.

Процесс формирования рынка ценных бумаг в России можно разбить на несколько этапов:

1. В 1991-1992 гг. открываются первые фондовые биржи и фондовые отделы товарных бирж, где первоначально центральное место занимали покупка и продажа опционов, депозитных, сберегательных и инвестиционных сертификатов. К положительным моментам этого периода можно отнести:

- внедрение наиболее крупными фондовыми биржами (Московской центральной, Московской международной, Санкт-Петербургской и Сибирской) метода листинга - предпродажной проверки акций на обеспеченность активами;

- рост профессионализма кадров фондовых бирж и брокерских компаний, освоение новых видов ценных бумаг, а также улучшение технической оснащенности фондовых бирж;

- создание государственных органов, регулирующих деятельность рынка ценных бумаг;

- создание Федерации фондовых бирж, объединяющей фондовые биржи и фондовые отделы всех регионов Российской Федерации.

2. В 1992 г. произошел массовый выпуск нового вида ценных бумаг - государственных приватизационных чеков, рассчитанных на все население России.

3. Период 1993-1996 гг. характеризуется наиболее активным развитием рынка ценных бумаг, появлением их новых видов:

- крупные предприятия, на которых произошло акционирование, стали выпускать облигации для финансирования проектов по созданию новой конкурентной продукции;

- осуществлен выпуск государственных краткосрочных облигаций для покрытия дефицита федерального бюджета. (Однако государство получило доход лишь при первой продаже, затем они стали приносить многократные доходы банкам и другим кредитным учреждениям.);

- в 1993 г. Министерство финансов приступило к выпуску золотого сертификата, содержащего 1 кг золота с пробой 0,9999.

4. В апреле 1995 г. началась широкомасштабная продажа акций приватизированных предприятий на денежных аукционах и конкурсах, что явилось шагом к формированию цивилизованного рынка ценных бумаг.

22 апреля 1996 г. был принят Федеральный закон № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»,<sup>1</sup> для которого характерны:

- учет особенностей российского рынка ценных бумаг и нормативных актов, изданных органами исполнительной власти за время развития рынка;
- непротиворечивость другим законодательным актам;
- признание смешанной модели фондового рынка, включающей как коммерческие банки, так и небанковские инвестиционные учреждения;
- усиление государственного надзора за рынком ценных бумаг;
- единство государственного регулирования рынка ценных бумаг.

Во второй половине 1990-х гг. бизнес на рынке ценных бумаг занял свое место в системе экономических отношений России.

## 1.2. Основные подходы к определению понятия ценных бумаг

Основные подходы к определению понятия ценных бумаг, встречающиеся в современной науке, представлены на рис 1.1.



**Рис. 1.1.** Научные подходы к определению понятия ценных бумаг

<sup>1</sup> ФЗ № 39 «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. (в ред. федеральных законов от 26.11.1998 № 182-ФЗ, от 08.07.1999 № 139-ФЗ, от 07.08.2001 № 121-ФЗ, от 28.12.2002 № 185-ФЗ, от 29.06.2004 № 58-ФЗ, от 28.07.2004 № 89-ФЗ, от 07.03.2005 № 16-ФЗ, от 18.06.2005 № 61-ФЗ, от 27.12.2005 № 194-ФЗ, от 05.01.2006 № 7-ФЗ, от 15.04.2006 № 51-ФЗ, от 27.07.2006 № 138-ФЗ, от 16.10.2006 № 160-ФЗ, от 30.12.2006 № 282-ФЗ, от 17.05.2007 № 83-ФЗ, с изм., внесенными федеральным законом от 26.04.2007 № 63-ФЗ).



Участники рынка вступают в разнообразные отношения, в том числе по поводу передачи денег и товаров. *Ценные бумаги - форма фиксации отношений* между участниками рынка, которая сама является объектом этих отношений. Иными словами, заключение соглашения между участниками рынка состоит в передаче или купле-продаже ценных бумаг в обмен на деньги или товар.

В то же время *ценные бумаги - особый товар*, существующий в форме, отличной от натурально-вещевой или денежной. Как товар они имеют потребительную стоимость (способность удовлетворять нужды потребителей) и меновую (способность к обмену и привлечению определенной суммы капитала). Способность ценных бумаг быть носителями потребительной и меновой стоимости можно рассматривать как полезность. Будучи специфическим товаром, ценные бумаги имеют собственные закономерности ценообразования. Поскольку они являются частью дохода, их цена определяется не стоимостью реально функционирующего капитала, а в первую очередь прибыльностью компании, а также субъективной оценкой их изменения, осуществляемой участниками фондового рынка.

Итак, ценные бумаги можно рассматривать как товар особого рода, связанный не с юридическим статусом субъекта (юридическое или физическое лицо), а с его имущественным состоянием. Именно имущественное состояние объясняет, почему одни нуждаются в кредитах и прибегают для их получения к выпуску долговых обязательств - ценных бумаг, а другие - могут их кредитовать (финансировать) путем инвестирования своих средств в эти же бумаги. Кроме того, выделяя систему экономических отношений, с которой связано существование ценной бумаги, мы приходим к понятию *титул собственности*. Итак, *ценные бумаги - это система экономических отношений* по поводу оформления договора об обмене сегодняшней стоимости (денег) на будущую стоимость (покупательную способность), при этом одна из сторон получает определенные имущественные права.

Особый характер ценных бумаг как товара заключается и в особом (по отношению к реальным инвестициям) характере их обращения (обращение самостоятельное, но под влиянием изменений, происходящих в реальных инвестициях - капитале).

Международной практикой ценные бумаги определены как письменные документы, являющиеся долевыми бумагами компаний (акции) или свидетельствующие о задолженности (облигации, сертификаты);<sup>1</sup> обычные и привилегированные акции и облигации, являющиеся оборотными и выпускаемые корпорациями и правительственными ведомствами;<sup>2</sup> инвестиции, принимающие форму акции или облигации;<sup>3</sup> сертификаты, представляющие собственность на имущество, на основе которых могут состояться передача или исполнение прав

---

<sup>1</sup> Banking Terminology. Wash.: American Bankers Association. 1989. 319 p.

<sup>2</sup> Wyckoff P. The Language of Wall Street. New York: Hopkison and Blake. 1973. 203 p.

<sup>3</sup> Perrick G Hanson. Dictionary of Banking and Finance. London: Pulman Publishing Ltd., 1985. 590 p.

на имущество.<sup>1</sup> Кроме того, ценные бумаги рассматриваются как документы, представляющие требования к реальным (физическим) активам<sup>2</sup> и являющиеся титулом собственности или правом на получение дохода.<sup>3</sup>

Ценные бумаги имеют значение лишь как инструмент рынка, нужды которого они обслуживают. Они отражают стоимость инвестиций (капитала), а собственная внутренняя стоимость ценных бумаг на бумажном носителе равняется стоимости изготовления самой бумаги.<sup>4</sup> В связи с этим ценные бумаги выступают как фиктивный капитал, который может передаваться, находиться в обращении на рынке как товар и приносить доход.

Понятие «фиктивный капитал» было введено К. Марксом. Он считал, что фиктивный капитал отражает общественные отношения, сущность которых состоит в способности данного капитала получать некоторую часть прибыли, которая в дальнейшем делится на предпринимательский доход и ссудный процент. Техническое оформление разграничения фиктивного капитала и реального происходит во время займа капитала. В результате этой операции у владельца ссудного капитала остается титул собственности в форме кредитного документа, в то время как реально предоставленным капиталом распоряжается предприниматель. Ценные бумаги не дают возможности распоряжаться этим капиталом, они дают только юридическое право на получение добавленной стоимости, которая должна быть присвоена этим капиталом.

Ценные бумаги являются специфическим товаром, у которого ценообразующий баланс между собственной и потребительной стоимостью смещен в пользу последнего. Отсюда теоретически цена фондовой бумаги определяется степенью ее полезности для продавца (эмитента) и покупателя (инвестора). Потребительная стоимость ценной бумаги с точки зрения инвестора определяется на основе анализа прибыльности, ликвидности и степени риска данного размещения капитала. Полученные результаты сопоставляют с аналогичными параметрами при альтернативных формах вложения средств (например, приобретении объектов недвижимости, золота, товаров, размещении денег на банковском счете).

Потребительная стоимость ценной бумаги для эмитента состоит в возможности привлечь средства на какой-то срок по определенной процентной ставке. При выпуске облигаций их потребительную стоимость сравнивают с аналогичными по срокам погашения банковскими кредитами. При эмиссии акций анализируют преимущества от «нераспыленного» владения капиталом, «прибыли от контроля», планируемого размера дивидендов и т. п.

Все виды ценных бумаг представляют собой право на капитал. Это делает их качественно и количественно соизмеримыми, взаимозаменяемыми и определяет технику фондовых сделок: взаимная задолженность инвесторов погашается, а денежный капитал необходим лишь для компенсации сальдо сделок.

---

<sup>1</sup> Securities Market in Japan. Tokyo: Japan Securities Research Institute, 1985. 310 p.

<sup>2</sup> Eugene F. Brigham, Louis C Gapenski. Intermediate Financial Management. New York: the Dryden Press, 1985. 420 p.

<sup>3</sup> World Bank Glossary. Wash.: The World Bank, 1991. 260 p.

<sup>4</sup> Каратуев А. Г. Ценные бумаги: виды и разновидности. М.: Изд-во «БЕК», 1997. 235 с.

С появлением ценных бумаг права должника (эмитента ценных бумаг) и кредитора (владельца ценных бумаг) приобрели имущественную форму правоотношений. Но если в договоре конкретизируются взаимоотношения между должником и кредитором, то ценные бумаги характеризуются некоторой неопределенностью стороны, которой адресуются обязательства эмитента. Кто становится владельцем ценной бумаги, тот и получает права, удостоверяемые ценной бумагой. Это позволяет отделить обращение ценных бумаг, являющихся обязательствами эмитента, от самого эмитента и сделать такое обращение более свободным - публичным. Для этого в печатной ценной бумаге были установлены реквизиты, четко определяющие обязательства эмитента перед ее владельцем. Именно такие ценные бумаги существуют во многих странах.

Итак, понятие «ценные бумаги» связано прежде всего с понятием «документ». Некоторые авторы<sup>1</sup> (М. Агарков, В. Белов, Г. Шершеневич) утверждают, что ценные бумаги - это документы, а термин «ценные бумаги» рассматривают в буквальном смысле, т. е. речь идет о бумаге как материальном объекте, имеющем некоторую ценность.

А. Майфат<sup>2</sup> придерживается позиции законодательства США, которое понимает под ценными бумагами прежде всего не документ, а совокупность имущественных прав, принадлежащих инвестору независимо от формы, т. е. их ценность определяется воплощенными в них правами.

Понятие «ценная бумага» содержит комплекс юридических и экономических характеристик. Согласно Гражданскому кодексу Российской Федерации, ценная бумага - *это документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении*. Отличительной чертой ценных бумаг является то, что при совершении гражданско-правовых сделок нельзя передать только часть удостоверяемых прав - с передачей ценной бумаги переходят все удостоверяемые ею права.

Юридическое определение ценных бумаг преобладает не только в юридической, но и в экономической литературе. И хотя исторически это определение вытекает из общемировой тенденции, тем не менее оно не очень удачно. Во-первых, не следует отдельно подчеркивать, что ценные бумаги удостоверяют право владения или отношения займа, поскольку последние предусматривают имущественное право залогодателя. Кроме того, ценные бумаги могут предоставлять их владельцу целый комплекс прав (как имущественных, так и неимущественных), а не только право владения. Во-вторых, такое определение разрешает отнести к категории ценных бумаг ряд документов, не являющихся таковыми. Ценные бумаги, в сущности, являются воплощенными в документе обязательствами.

---

<sup>1</sup> Агарков М. М. Основы банковского права. Учение о ценных бумагах. М: Финстатинформ, 1994. 356 с; Белов В. А. Ценные бумаги в российском гражданском праве. М., 1996. 615 с; Шершеневич Г. Ф. Курс торгового права: В 2 т. СПб., 1908. Т. 2. 320 с.

<sup>2</sup> Майфат А. В. Ценные бумаги (сравнительный анализ понятий в правовых системах России и США) // Государство и право. 1997. № 1. С. 85-89.

Взгляд на ценные бумаги как на обязательство является важным отличием принципов англосаксонского права от континентального, рассматривающего ценные бумаги как имущество и обязательственные права, вытекающие из права собственности.

Итак, *ценные бумаги* - это диалектическая категория, и в юридическом смысле их следует рассматривать с точки зрения взаимоотношений между лицом, их выпустившим, и владельцем. В данном случае для одной стороны таких взаимоотношений ценная бумага является воплощением определенных прав, а для другой - воплощением обязательств, вытекающих из данного документа.

Как экономический товар, продаваемый на рынке, ценная бумага - это коммерческий документ, выпускаемый государством или корпорациями, который удостоверяет право собственности на вложенный капитал и приносит владельцу доход.

### 1.3. Характеристика и свойства ценных бумаг

Основными свойствами ценных бумаг являются следующие:

- *обращаемость* - они свободно покупаются и продаются, а также являются самостоятельным платежным инструментом;
- *доступность* для гражданского оборота - могут быть предметом разных соглашений (купли-продажи, дарения, хранения, комиссии), являются объектом гражданских отношений;
- *стандартность* прав и соглашений, т. е. стандартное содержание;
- *серийность* - возможность выпуска однородными сериями, классами;
- *документальность* - ценная бумага является документом, независимо от того, существует она в форме бумажного сертификата или в безналичной форме записи по счетам;
- *регулируемость и признание* государством, что обеспечивает доверие населения к ценным бумагам;
- *рыночность*;
- *ликвидность* - способность быстро продаваться на рынке и превращаться в денежные средства;
- *риск* - возникновение потерь, связанных с вложениями в ценные бумаги.

Ценные бумаги в качестве финансовых и денежных документов проявляют свои свойства как:

- документы, подтверждающие участие или членство в организации-эмитенте (акции, долевые сертификаты, паевые свидетельства, сертификаты участия в инвестиционных фондах и др.). В контексте рынка ценных бумаг принадлежность к организации-эмитенту, участие или членство в ней дают владельцу данной ценной бумаги право принимать участие в управлении эмитентом, т. е. в общем собрании акционеров или участников, голосовать, вносить



предложения, выдвигать кандидатуры в выборные руководящие органы эмитента, получать информацию, касающуюся деятельности и финансового состояния эмитента, участвовать в распределении имущества эмитента при его ликвидации;

- долговые документы, т. е. денежные документы, свидетельствующие о наличии между эмитентом и владельцем ценной бумаги кредиторско-дебиторских отношений (разные виды облигаций, свидетельства о задолженности, векселя, коммерческие бумаги и др.). При приобретении долговых документов их владелец получает статус кредитора эмитента, а не владельца его имущества. И наоборот, при приобретении ценных бумаг, подтверждающих участие или членство, их владелец получает статус владельца имущества эмитента. При дебиторско-кредиторских отношениях право на участие в управлении делами эмитента не предоставляется;

- средство платежа (расчетов), т. е. выполняют одну из денежных функций, поскольку они также имеют стоимость;

- средство обеспечения выполнения обязательств. В ряде случаев существуют вероятность или риск того, что взятые обязательства могут быть не выполнены. Для уменьшения такой вероятности или снижения риска должник (покупатель) может передавать свои ценные бумаги кредитору (продавцу) в залог в качестве гарантии того, что в случае невыполнения им своих обязательств соответствующие убытки кредитора (продавца) будут покрыты за счет стоимости указанных ценных бумаг.

К ценным бумагам не относятся:

- документы, подтверждающие получение банковского кредита (в частности, кредитный договор);

- документы, подтверждающие депонирование денежных сумм в банке (за исключением депозитного и сберегательного сертификатов);

- долговые расписки (не путать с векселями!);

- завещания;

- лотерейные билеты;

- страховые полисы и пр.

В некоторых странах главным критерием, по которому одни финансовые или денежные документы считаются ценными бумагами, а другие - нет, является законодательное закрепление перечня ценных бумаг.

Перечень ценных бумаг, содержащийся в законах разных стран, может быть исчерпывающим или открытым. В первом случае ценными бумагами признаются лишь те денежные документы, которые прямо указаны в перечне. Во втором случае к категории ценных бумаг относятся все денежные документы, перечисленные в законе, а также другие, не указанные в перечне, если они удовлетворяют установленным законом требованиям.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Например, японский закон «О ценных бумагах и фондовой бирже» (1948), закон Украины «О ценных бумагах и фондовом рынке» в редакции 2006 г. содержат исчерпывающий перечень, в США в «Законе о ценных бумагах» (1933) перечень открыт.

Перечни ценных бумаг могут быть широкими и узкими. Например, в новой редакции закона Украины «О ценных бумагах и фондовом рынке» предусмотрено 15 видов ценных бумаг: акции, инвестиционные сертификаты, облигации местных займов, облигации предприятий, государственные облигации Украины, казначейские обязательства Украины, сберегательные (деPOSITные) сертификаты, векселя, ипотечные облигации, ипотечные сертификаты, залоговые, сертификаты фондов операций с недвижимостью (ФОН), приватизационные бумаги, производные ценные бумаги, товарораспорядительные ценные бумаги.

Японский закон «О ценных бумагах и фондовой бирже» (1948) содержит менее широкий перечень - 9 видов ценных бумаг: акции, правительственные облигации, местные облигации, специальные облигации юридических лиц, обеспеченные и не обеспеченные облигации юридических лиц, инвестиционные сертификаты, которые выпускаются юридическими лицами и созданы в соответствии со специальным законодательством, бенефициарные сертификаты трастов, ценные бумаги, выпущенные иностранными государствами или иностранными юридическими лицами, имеющие такой же статус, как перечисленные ценные бумаги, сертификаты, выпущенные по распоряжению правительства.

Закон США (1933) содержит еще более широкий перечень ценных бумаг. В соответствии с этим законом термин «ценная бумага» означает любую краткосрочную облигацию, пай, казначейскую долю, государственную облигацию, обеспеченную облигацию, долговое свидетельство, сертификат участия в любом доходно-распределительном соглашении, сертификат траста с обеспеченными активами, учредительный сертификат, сертификат о подписке на ценные бумаги, акцию в обращении, инвестиционный контракт, сертификат траста с правом голоса, депозитный сертификат, долю в неделимом пае нефте- и газопредприятия или другие права на полезные ископаемые, любой опцион покупателя, продавца, двойной опцион или привилегию, связанную с любой ценной бумагой, депозитным сертификатом либо с группой ценных бумаг, или с ценными бумагами, которые базируются на индексных показателях либо на стоимостных индексах, или любой опцион покупателя, продавца, либо двойной опцион, или привилегию, полученную на национальной фондовой бирже и связанную с иностранной валютой, или вообще любой инструмент, известный как «ценная бумага», или любое свидетельство о принадлежности или участии, временный или промежуточный сертификат, расписку, гарантию или вариант, или право на подписку, или право на приобретение всего вышеперечисленного.<sup>1</sup>

Национальные рынки ценных бумаг имеют как общие черты, так и специфические особенности. Эти особенности могут объясняться историческим развитием данной страны, а могут иметь лингвистическое происхождение. Например, при определении видов ценных бумаг японский подход является более «жестким», а американский - относительно «свободным». В Японии закон сле-

---

<sup>1</sup> Колесник В. В. Введение в рынок ценных бумаг. Киев: Изд-во «А.Л.Д», 1995. 176 с.

дит за тем, чтобы только определенные денежные документы назывались ценными бумагами, а право США готово признать в качестве ценных бумаг значительно большее количество денежных документов. В законодательстве Японии (исходя из национально-исторических особенностей) не принято употреблять выражения типа «любой инструмент, который понимается как ценная бумага». И наоборот, термин «сертификат участия в доходно-распределительном соглашении» или другие термины представляют собой особенности эволюции американского рынка.

Лингвистические различия проявляются двояко. Например, ценные бумаги, имеющие аналогичный статус, могут обозначаться разными терминами. Так, в Европе краткосрочные обязательства государства иногда называют драфтом, в США - биллем. С другой стороны, один и тот же термин может иметь разные значения. Так, письменное долговое свидетельство «debenture» в США означает ценную бумагу, обеспеченную репутацией, а не активами эмитента, в Великобритании же, наоборот, - ценную бумагу, обеспеченную активами эмитента. Термин «доходные облигации» в Великобритании используется для определения облигаций с фиксированным процентом, которые выпускают страховые компании; в США он означает облигации, по которым эмитент гарантирует выплату номинальной стоимости, а процент может быть выплачен лишь при условии, что эмитент получит прибыль, а совет директоров примет решение о выплате процентов.

## ГЛАВА 2. ВИДЫ И КЛАССИФИКАЦИИ ЦЕННЫХ БУМАГ

Наиболее типичными видами ценных бумаг, которые выпускаются и находятся в обращении на рынках разных стран мира, являются *акции, облигации, депозитные сертификаты, векселя, инвестиционные сертификаты*. В некоторых странах Восточной Европы, СНГ, включая Россию и Украину, к категории ценных бумаг относят приватизационные бумаги.

### 2.1. Принципы классификации ценных бумаг

Любая классификация достаточно условна, и все зависит от того, с точки зрения какого субъекта рынка рассматриваются те или другие ценные бумаги. Именно поэтому отнесенная не к своей группе ценная бумага приносит неоправданные доходы или расходы.

Различают классификации ценных бумаг и видов ценных бумаг.

*Классификации видов ценных бумаг* - это группировка ценных бумаг одного и того же вида, разделение видов ценных бумаг на подвиды, которые могут делиться еще дальше. Каждая низшая классификация входит в состав той или другой высшей классификации. Например, акция - один из видов ценных бумаг. Но акция может быть простой и привилегированной. Простая акция может иметь один голос или много голосов, быть с номиналом или без номинала.

По типу использования различают *инвестиционные ценные бумаги*, являющиеся объектом для вложения капитала, и *неинвестиционные*, обслуживающие денежные расчеты на товарных или других рынках.

*Капитальные ценные бумаги* предназначены для образования или увеличения капитала компаний, нацеленных на получение прибыли, которой они затем поделятся с покупателями (держателями). К числу капитальных ценных бумаг относят акции, облигации, паи кооперативов, инвестиционные сертификаты, закладные листы и их разновидности. *Денежные ценные бумаги* предназначены для обеспечения непрерывности кругооборота промышленного, коммерческого и банковского капиталов. К ним относятся коммерческие и финансовые векселя сроком до одного года, банковские акцепты, коммерческие бумаги, эмитируемые частными компаниями на срок от 10 до 180 дней, краткосрочные сберегательные бонусы и депозитные сертификаты, эмитируемые банками, казначейские векселя, облигации, эмитируемые правительствами всех уровней сроком на 3, 6, 9 и 12 месяцев.

Денежные ценные бумаги созданы для оформления заимствования денег на сравнительно короткие сроки, поэтому их называют долговыми ценными бумагами. Они позволяют банкам и иным коммерческим учреждениям вкладывать высвобожденные денежные средства на короткий срок.

Денежные обязательства, выражаемые денежными ценными бумагами, погашаются в течение одного года. Доход от покупки и держания таких ценных



бумаг носит разовый характер, а форма не предусматривает специальных атрибутов, являющихся основанием для получения дохода.

Ценные бумаги денежного рынка имеют отличительные особенности:

- обычно срок их погашения не превышает 12 месяцев;
- они обладают довольно высокой ликвидностью, поскольку могут свободно продаваться и покупаться инвесторами на вторичном рынке ценных бумаг;
- как правило, они размещаются эмитентом по дисконтной цене.

Наиболее распространенным видом ценных бумаг денежного рынка является *вексель* - письменное долговое обязательство строго установленной формы, дающее владельцу беспорочное право по истечении срока обязательства требовать с заемщика уплаты обозначенной на векселе суммы.

Различают:

- простой вексель* (соло-вексель), который выписывается заемщиком и представляет собой обязательство об уплате долга кредитору;
- переводный вексель* (тратта), его выписывает не заемщик, который брал в долг товары, а кредитор, который был заемщиком по отношению к другому предпринимателю.

Векселя делятся на частные и казначейские.

*Казначейские векселя* выпускает государство для покрытия своих расходов, они являются частью краткосрочного государственного долга. *Частные векселя* делятся на *коммерческие* (выписываются на основании реальных сделок по купле-продаже товаров в кредит) и *финансовые* (не подкрепляются товарами и выдаются бизнесменами с целью получения денег в банках. После выдачи вексель может оставаться у кредитора, быть передан другому лицу в уплату за товары либо использован для получения кредита в банке).

Требования по векселям обычно передают посредством индоссаменты - специальной передаточной надписи, удостоверяющей переход прав к другому лицу. Надпись проставляют обычно на обратной стороне документа или на отдельном листе. Лицо, передающее вексель, называется *индоссантом*, а получающее вексель - *ремитентом*.

Различают:

- полный (именной) индоссамент*, указывающий, кому или по чьему приказу должен быть совершен платеж;
- бланковый индоссамент*, состоящий из подписи индоссанта и не указывающий лицо, которому переуступается вексель;
- инкассовый индоссамент*, по которому лицо, принимающее вексель, вправе производить только взыскание по нему.

*Аваль* -это специальное вексельное поручительство, посредством которого полностью или частично гарантируется платеж. Лицо, совершившее аваль (авалист), принимает ответственность за выполнение обязательств акцептантом, векселедателем или индоссантом. Авалистом может быть третье лицо или одно из лиц, подписавших вексель. Объем и характер ответственности авалиста соответствуют объему и ответственности лица, за которое дан аваль. Оплачивая вексель, авалист становится векселедержателем и имеет право обратного тре-

бования не только к тому, за кого он дал гарантию, но и ко всем обязанным по векселю лицам.

*Корпоративные векселя* - ценные бумаги, выпускаемые промышленными, транспортными и энергетическими компаниями с целью погашения задолженности перед местным бюджетом и государственными внебюджетными фондами. К особенностям обращения векселей относятся значительный разброс цен на рынке, ограниченный круг участников, выдвижение эмитентом в ряде случаев дополнительных условий и ограничений, использование векселя как средства расчета с кредиторами. К ценным бумагам денежного рынка относится *чек*, являющийся письменным распоряжением владельца текущего счета банку выдать или перечислить определенную сумму с этого счета. По экономической сути чек - это переводной вексель, плательщиком по которому всегда является банк, выдавший чек. По российскому законодательству чек выписывается на срок до 10 дней и погашается только в денежной форме при его предъявлении в банк. Существуют следующие основные виды чеков:

- *именной чек* - выписывается на конкретное лицо с оговоркой «не по приказу», что означает невозможность передачи чека другому лицу;
- *ордерный чек*:- выписывается на конкретное лицо с оговоркой «по приказу», означающей возможность передачи чека этому лицу;
- *расчетный чек*, по которому не разрешена оплата наличными деньгами;
- *денежный чек*, предназначенный для получения наличных денег в банке.

Если чек выписан в иностранной валюте, то ее выдают чекодателю только при наличии оговорки «эффектов», при ее отсутствии чек оплачивают в местной валюте по курсу для платежа.

При перевозке грузов в международном сообщении, представляющем собой ценную бумагу, удостоверяющую право владения перевозимым товаром, используют *коносамент*. *Коносамент* - документ стандартной формы, принятой в международной практике, на перевозку груза, который удостоверяет его погрузку, перевозку и право на получение. Коносамент выдает перевозчик груза с указанием принятия груза к перевозке с обязательством доставить его в пункт назначения и выдать законному держателю.

Различают следующие формы коносамента:

- *на предъявителя* - предъявитель коносамента является владельцем груза.

Он составляется в нескольких экземплярах, о количестве которых делается отметка на каждом из них. При передаче груза по одному остальные теряют силу;

- *именной* - в нем указан получатель груза;
- *ордерный* - передача коносамента от одного лица другому осуществляется с помощью передаточной надписи на нем (индоссамента) - «приказ отправителя» или «приказ получателя». Это самая распространенная форма коносамента.

На коносаменте не допускаются никакие изменения.

Коносамент имеет следующие реквизиты: наименования судна и фирмы-перевозчика; место приема судна; наименования отправителя и получателя груза; наименование груза и его главные характеристики; время и место выдачи коносамента; подпись капитана судна.

Как уже отмечалось, к наиболее распространенным капитальным ценным бумагам относятся акции и облигации.

*Акция* - эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права владельца (акционера) на получение части прибыли АО в виде дивидендов, на участие в управлении АО и на часть имущества, остающегося после его ликвидации. Акция является именной ценной бумагой.<sup>1</sup>

*Облигациями*<sup>2</sup> называются ценные бумаги с фиксированным доходом, по которым эмитент обязуется выплачивать владельцу облигации по определенной схеме сумму процента и, кроме того, в день погашения - номинал облигации. Это основной вид долговых обязательств во всем мире. Основные отличия облигаций как ценных бумаг денежного рынка заключаются в следующем: практически все облигации продаются по номиналу с последующей выплатой процента; срок погашения облигаций превышает один год и может составлять несколько десятков лет.

Акции принципиально отличаются от ценных бумаг с фиксированным доходом. Во-первых, дивиденд зависит от чистой прибыли АО и теоретически может вообще не выплачиваться, может возрасти или уменьшиться. Величина выплат по облигации является фиксированной, и эмитент обязан их осуществлять независимо от того, имеет он прибыль или убыток. Во-вторых, для акций срок погашения не устанавливается.

Как правило, все акции делят на привилегированные и обыкновенные. *Привилегированные акции* сочетают отдельные черты акций и облигаций. *Обыкновенные акции* являются самыми распространенными ценными бумагами. Как владелец части собственности компании обладатель обыкновенной акции имеет право голоса и преимущественное право.

Существующие в современной мировой практике ценные бумаги можно разделить на две группы: *первичные ценные бумаги*, основанные на активах, к числу которых не относятся сами ценные бумаги (акции, облигации, векселя, залоговые и т. п.), и *вторичные ценные бумаги*, выпускаемые на основе первичных (варианты, депозитарные расписки и пр.).

*Ценные бумаги делятся на следующие группы:*

- *долевые ценные бумаги*, по которым эмитент не несет обязательств по возврату средств, инвестированных в его деятельность, но которые удостоверяют его участие в уставном фонде, предоставляют владельцам право на участие в

---

<sup>1</sup> В ред. Федерального закона от 28.12.2002 № 185-ФЗ.

<sup>2</sup> *Облигация* - эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент и/или дисконт (ч. 3 в ред. ФЗ от 28.12.2002 № 185-ФЗ).

управлении делами эмитента и получение части прибыли в виде дивидендов и части имущества при ликвидации эмитента. Долевыми ценными бумагами являются акции, инвестиционные сертификаты и т. п.;

- *долговые ценные бумаги*, по которым эмитент несет обязательство возвратить в определенный срок средства, инвестированные в его деятельность, но которые не предоставляют владельцам права на участие в управлении делами эмитента. К долговым ценным бумагам относятся облигации, государственные казначейские обязательства, сберегательные (депозитные) сертификаты, векселя и т. п.;

- *приватизационные бумаги-документы*, удостоверяющие права владельца на безвозмездное получение в процессе приватизации доли имущества государственных предприятий, государственного жилого и земельного фонда;

- *ипотечные ценные бумаги*, выпуск которых обеспечен ипотечным покрытием (ипотечным пулом) и которые удостоверяют право собственников на получение от эмитента принадлежащих им средств. К ипотечным ценным бумагам относят ипотечные облигации, ипотечные сертификаты, залоговые, сертификаты ФОН;

- *товарораспорядительные ценные бумаги*, предоставляющие держателю право распоряжаться имуществом, указанным в этих документах.

По выпуску в обращение выделяют эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги.

*Эмиссионная ценная бумага* характеризуется следующими признаками:<sup>1</sup>

- 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 независимо от времени ее приобретения.

Типичные представители эмиссионных ценных бумаг-акции и облигации.

*Неэмиссионные ценные бумаги* (депозитные и сберегательные сертификаты, векселя, чеки) не обладают совокупностью трех указанных признаков.

По форме выпуска различают документарные и бездокументарные эмиссионные ценные бумаги. При *документарной форме* эмиссионных ценных бумаг владелец устанавливается на основании предъявления оформленного надлежащим образом сертификата ценной бумаги, а в случае депонирования такового - на основании записи по счету депо.

Именные эмиссионные ценные бумаги выпускают только в бездокументарной форме, исключение составляют случаи, предусмотренные федеральными законами.

---

<sup>1</sup> ФЗ № 39 «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. (в ред. федеральных законов от 26.11.1998 № 182-ФЗ, от 08.07.1999 № 139-ФЗ, от 07.08.2001 № 121-ФЗ, от 28.12.2002 № 185-ФЗ, от 29.06.2004 № 58-ФЗ, от 28.07.2004 № 89-ФЗ, от 07.03.2005 № 16-ФЗ, от 18.06.2005 № 61-ФЗ, от 27.12.2005 № 194-ФЗ, от 05.01.2006 № 7-ФЗ, от 15.04.2006 № 51-ФЗ, от 27.07.2006 № 138-ФЗ, от 16.10.2006 № 160-ФЗ, от 30.12.2006 № 282-ФЗ, от 17.05.2007 № 83-ФЗ, с им., внесенными ФЗ от 26.04.2007 № 63-ФЗ).



На каждую эмиссионную ценную бумагу на предъявителя ее владельцу выдают сертификат. По требованию владельца может выдаваться один сертификат на две (и более) приобретаемые эмиссионные ценные бумаги на предъявителя одного выпуска.

*Сертификат* эмиссионной ценной бумаги - документ, выпускаемый эмитентом и удостоверяющий совокупность прав на указанное в нем количество ценных бумаг. В России в документарной форме выпущены облигации государственного сберегательного займа и акции некоторых акционерных обществ.

При *бездокументарной форме* эмиссионных ценных бумаг владелец устанавливается на основании записи в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг, а в случае их депонирования - на основании записи по счету депо.<sup>1</sup> Эмиссионные ценные бумаги на предъявителя могут выпускаться только в документарной форме.

Таким образом, ценная бумага как финансовый и денежный документ - это закрепленная на материальном носителе официальная информация эмитента, приобретение которой приводит к возникновению взаимных прав и обязанностей между эмитентом и владельцем данного документа. Материальными носителями могут быть бумага (бумажные или сертификатные ценные бумаги) или компьютерная запись (электронные ценные бумаги).

Когда участники рынка ценных бумаг доверяют друг другу и соблюдают этические нормы, материальная форма не имеет большого значения. При нарушении любого из этих условий предпочтительнее бумажная форма ценных бумаг. Итак, материальная форма зависит не только от технического оснащения, но и от уровня культуры рыночных отношений в сфере ценных бумаг. Последнее условие включает скорость и полноту информирования участников о ценах, соглашениях и предложениях относительно ценных бумаг, честность, взаимодоверие, приоритет интересов клиентов перед интересами профессиональных участников рынка и др.

*Взаимные права и обязанности* эмитентов и инвесторов зависят от вида ценных бумаг (простые и привилегированные акции, конвертируемые и неконвертируемые облигации, отзывные и неотзывные казначейские долговые документы). С передачей ценных бумаг владельцу переходят все заверяемые ими права. По данному признаку (его еще называют юридическим) выделяют:

- *именные ценные бумаги* - права, удостоверенные ценной бумагой, принадлежат названному в ней лицу. Информация о владельцах таких бумаг должна быть доступна эмитенту в форме реестра владельцев ценных бумаг, перед прав на которые и осуществление закрепленных ими прав требуют обязательной идентификации владельца. Именные ценные бумаги, как правило, передаются путем полного индоссамента, т. е. передающей записью, удостоверяющей переход прав по ценной бумаге к другому лицу;

- *ценные бумаги на предъявителя* - права принадлежат предъявителю, переход прав на них и осуществление закрепленных ими прав не требуют иден-

---

<sup>1</sup> В бездокументарной форме размещают, например, государственные краткосрочные облигации (ГКО).

тификации владельца. Примером подобной бумаги в России служат облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ);

- *ордерные ценные бумаги* - права принадлежат названному в ценной бумаге лицу, которое может само осуществить эти права или назначить своим распоряжением (приказом) другое уполномоченное лицо. Классическим примером является вексель.

Ценные бумаги могут использоваться для осуществления расчетов, а также в виде залога для обеспечения платежей и кредитов. Оборачиваясь на фондовом рынке, ценная бумага является аналогом реального товара.

*Ценные бумаги с фиксированным доходом* в самом общем виде делятся на три категории: бессрочные (до востребования) и срочные депозиты; ценные бумаги денежного рынка и облигации.

Ценным бумагам с *фиксированным доходом* присущи три свойства:

- определенная *дата погашения* - день, когда заемщик должен выплатить инвестору занятую сумму, составляющую *номинальную стоимость* ценной бумаги, и процент (если он предусмотрен условиями выпуска ценной бумаги);

- фиксированная или заранее определенная схема выплаты номинала и процентов;

- как правило, котировка их цены указывается в процентах специальной величины - *доходности к погашению* (yield to maturity - YTM).

По сроку существования различают *срочные и бессрочные* ценные бумаги. Первые имеют установленный при их выпуске срок существования и, как правило, делятся на краткосрочные (до 1 года), среднесрочные (5... 10 лет) и долгосрочные (20...30 лет). Срок обращения бессрочных ценных бумаг ничем не регламентирован.

В странах с развитыми рынками ценных бумаг наиболее распространенными бессрочными и срочными депозитами являются чековые счета (checking accounts), сберегательные счета (saving accounts), депозитные сертификаты (certificate of deposit), сертификат денежного рынка (money market investment certificate), индексированные депозиты (indexed deposits) и евродолларовые депозиты (Eurodollar deposits).

В России из ценных бумаг данной категории встречаются в основном депозитные и сберегательные сертификаты. *Депозитный и сберегательный сертификаты* - это письменное свидетельство эмитента о вкладе денежных средств, удостоверяющее право вкладчика («бенефициара») или его правопреемника на получение по истечении установленного срока суммы депозита (вклада) и процента по нему. Депозиты могут выпускаться как в разовом порядке, так и сериями, бывают именными или на предъявителя. Оба депозита являются срочными: срок погашения депозитных сертификатов ограничивается одним годом, а сберегательных - тремя годами. Депозитные сертификаты могут быть выданы только организации, являющейся юридическим лицом, а сберегательные - только физическим лицам.

В основе дальнейшей классификации ценных бумаг лежит их целевое назначение, определяющее условия выпуска, квотирование и доходность.

## 2.2. Государственные ценные бумаги

Метод финансирования государственных расходов на основе выпуска облигаций, предложенный Д. Кейнсом, широко используется в развитых странах как одно из средств регулирования экономики. Суть дефицитного финансирования заключается в том, что для покрытия государственных расходов в замаскированном виде изымается часть национального дохода, принадлежащего населению. Для привлечения средств используются государственные ценные бумаги нескольких видов: рыночные, нерыночные и специальные выпуски. Рыночные ценные бумаги, на долю которых приходится 2/3 государственного долга, могут свободно продаваться и покупаться на рынке. Обращение ценных бумаг может быть ограниченным, тогда ценную бумагу нельзя продать никому, кроме того, кто ее выпустил, и только через обусловленный срок. Это так называемые нерыночные ценные бумаги, в частности, облигации государственных и местных займов.

В настоящее время в Российской Федерации функционируют и обращаются государственные ценные бумаги, удостоверяющие о займе, в которых должником выступают государство, органы государственной власти и управления.

*К государственным ценным бумагам относятся:*

- государственные краткосрочные облигации (ГКО), выпускаемые Минфином РФ для финансирования государственных расходов и покрытия дефицита федерального бюджета;
- облигации федерального займа (ОФЗ), выпускаемые с 1995 г. для финансирования бюджетного дефицита;
- облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ), выпускаемые Правительством РФ с 1995 г. для финансирования бюджетного дефицита;
- казначейские обязательства (КО), эмитируемые Минфином РФ для регулирования задолженностей предприятий и налоговых выплат;
- облигации внутреннего государственного валютного займа (ОВВЗ), выпускаемые Правительством РФ для выплаты валютных платежей по замороженным ранее валютным счетам физических и юридических лиц (первая выплата состоялась в мае 1995 г.);
- золотые сертификаты, выпускаемые Министерством финансов с 1993 г.

Кроме того, ценные бумаги подразделяются следующим образом:

1) по способности обращаться на фондовом рынке:

- рыночные ценные бумаги - могут свободно обращаться и перепродаваться на вторичном рынке (ГКО, ОФЗ, ОГСЗ, КО);
- нерыночные ценные бумаги - не могут свободно обращаться на рынке. Они представляют собой кредит государству, но, в отличие от рыночных ценных бумаг, не могут быть проданы владельцем третьему лицу;

2) по сроку обращения на фондовом рынке:

- краткосрочные - срок обращения до 1 года (ГКО, ОГСЗ, золотые сертификаты);
- среднесрочные - срок обращения до 5 лет (ОФЗ, ОВВЗ - 1 и 3 года);

- долгосрочные - срок обращения свыше 5 лет (ОВВЗ - 15 лет);

3) по эмитентам:

- выпускаемые Правительством РФ;

• выпускаемые Министерством финансов РФ, агентом которого может выступать Центральный банк РФ;

4) по способу выплаты доходов:

• установление фиксированного процентного платежа (применяется в условиях стабильной экономики при отсутствии высокой инфляции);

- применение ступенчатой процентной ставки;

• использование плавающей ставки процентного дохода;

• индексирование номинальной стоимости ценных бумаг;

• реализация долговых обязательств со скидкой против их нарицательной цены;

- проведение выигрышных займов.

*Размещение государственных ценных бумаг* является одним из источников покрытия бюджетного дефицита. Государственные расходы практически всегда превышают доходы, поэтому, кроме традиционных источников (налогов, сборов, отчислений и т. п.), используются внешние и внутренние займы. Государство в этом случае выступает в качестве заемщика, а кредиторами могут быть физические лица, банки, предприятия, другие государства и т. д.

Государственные займы использовались в следующих целях:

- финансирование текущего бюджетного дефицита;

• погашение ранее размещенных займов;

• обеспечение кассового исполнения государственного бюджета;

• сглаживание неравномерности поступления налоговых платежей;

• финансирование целевых программ, осуществляемых местными органами власти;

- поддержка социально значимых учреждений и организаций.

В СССР до 1990 г. использовались государственные облигации внутреннего выигрышного займа, которые размещались по подписке среди населения либо свободно распространялись за наличный расчет, со сроком до 20 лет.

С 1990 г. началось распространение государственных облигаций целевого беспроцентного займа сроком на 3 года. Их погашение осуществлялось дефицитными в то время товарами.

Для покрытия бюджетного дефицита в 1990 г. среди населения были распространены государственные казначейские обязательства сроком на 16 лет с уровнем дохода 5%. Была сделана попытка распространения казначейских обязательств среди юридических лиц (предприятий, организаций), которая не принесла желаемого результата, ибо государство до сих пор не выполнило обязательств перед кредиторами. Целевой, так называемый товарный, заем принес бюджету значительную прибыль.

В 1990-е гг. были выпущены облигации государственного республиканского займа, которые в условиях высокой инфляции не нашли широкого распространения. В этот период были также выпущены:

- государственные краткосрочные облигации (ГКО);

- облигации федерального займа с переменными купонами (ОФЗ-ПК);
- облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ);
- казначейские обязательства (КО);
- облигации внутреннего валютного займа;
- золотые сертификаты Министерства финансов РФ.

Первый аукцион по первичному размещению *государственных краткосрочных облигаций (ГКО)* состоялся в 1993 г. Основными документами, регулирующими рынок ГКО, являются постановление Совета Министров - Правительства РФ, Постановление Верховного Совета РФ и Приказ Центрального банка РФ, утвердивший Положение об обслуживании и обращении выпусков государственных краткосрочных бескупонных облигаций.

Основными участниками рынка ГКО являются дилеры и инвесторы.

*Дилерами* могут быть только инвестиционные институты и банки, получившие специальную лицензию, дающую право на проведение операций с ГКО. Дилеры могут совершать сделки от своего имени и за свой счет, а могут выполнять функцию посредника.

*Инвесторами* могут быть любые юридические и физические лица, приобретающие облигации и имеющие право на владение ими.

Дилер и инвестор заключают договор на покупку или продажу облигаций, в котором указываются основные права и обязанности сторон по распоряжению ценными бумагами.

ГКО выпускаются в безналичном виде, их учет осуществляется по специальным лицевым счетам - *счетам депо*.

Каждому дилеру в депозитарии открывают два счета депо:

- счет А (на нем учитываются облигации, принадлежащие самому дилеру);
- счет В (суммарно учитываются все облигации, принадлежащие инвесторам, обслуживаемым данным дилером).

Кроме основных счетов А и В, в депозитарии дилеру открывают субсчета 1 операций на вторичном рынке. Каждый дилер один раз в неделю представит в Центральный банк России отчет по своему субдепозитарию.

Торговая сессия ГКО проводится на Московской межбанковской валютной бирже.

ГКО реализуются со скидкой с номинала. Цену устанавливают в процентах к номинальной стоимости. Доход инвестора складывается за счет разницы между ценой номинала и ценой покупки. Первичное размещение ГКО осуществляется на аукционе. Дилеры подают собранные от всех желающих заявки на приобретение облигаций, в которых указываются цена и количество покупаемых ГКО. Эмитент, ориентируясь на суммарный спрос и объем выпуска, определяет цену отсечения. Заявки, поступающие по данной цене и выше, удовлетворяются, а заявки с более низкими ценами - нет.

На рынке ГКО ЦБ России выполняет функции агента Министерства финансов по обслуживанию выпуска облигаций, дилера и контролирующего органа.

*Облигации федерального займа (ОФЗ)* - первые среднесрочные государственные ценные бумаги, появившиеся в Российской Федерации. Введены в обращение в июне 1995 г., выпускались сроком на 1 год 2 недели, поскольку,



чтобы ценная бумага считалась среднесрочной, необходим срок более года. Таким образом Министерство финансов пыталось удлинить сроки государственных заимствований. С августа 1997 г. Центральный банк приступил к продаже ОФЗ со сроком обращения более 4 лет. Введение ОФЗ стало возможным главным образом из-за падения уровня инфляции.

Владельцами ценных бумаг могут быть юридические и физические лица. Эмитентом является Министерство финансов РФ, которое утверждает периодичность выпусков; объем и срок каждого выпуска; тип облигаций (именные и на предъявителя); порядок и формы выплаты доходов и погашения; порядок признания выпуска состоявшимся; ограничения на потенциальных владельцев; номинальную стоимость облигаций; размер, периодичность и порядок выплаты процентов; количество выпусков облигаций.

На выпуск оформляют глобальный сертификат, фиксирующий все его условия. Первый экземпляр сертификата хранится в депозитарии, а второй - в Министерстве финансов. Все облигации учитывают при помощи записей по счетам депо в депозитариях и субдепозитариях.

Облигации федерального займа являются купонными, и доход по ним выплачивают один раз в квартал. Величину купонного дохода рассчитывают отдельно для каждого периода выплат и объявляют по первому купону, но не позднее чем за 7 дней до начала выплаты дохода по предшествующему купону. Проценты по каждому купону исчисляют с даты выпуска облигаций до даты его выплаты и так вплоть до даты погашения облигации.

При заключении сделок с ОФЗ наряду с выставленной ценой и объемом заявки исчисляют сумму накопленного дохода - это отличительная черта среднесрочных облигаций. Сумму накопленного дохода рассчитывают как часть купонного дохода, пропорциональную времени, на протяжении которого облигация находилась во владении держателя. Поэтому при заключении сделок с ОФЗ покупатель, помимо номинальной стоимости облигации и курсовой надбавки, должен уплатить продавцу накопленный купонный доход.

ОФЗ могут быть размещены как на первичном, так и на вторичном рынке в течение всего срока обращения облигаций для обеспечения более высокого предложения на них. Поскольку между ГКО и ОФЗ немало общего (механизм эмиссии, обращения и расчетов), рынки этих двух бумаг часто объединяют.

*Облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ)* выпускают в документарной форме. Они являются ценными бумагами на предъявителя и предоставляют владельцам право ежеквартального получения дохода, превышающего уровень доходности по другим ценным бумагам.

Первая серия ОГСЗ была выпущена в 1995 г. для привлечения большого количества населения и имела исключительно низкую номинальную стоимость - 100 и 500 тыс. р.

ОГСЗ выпускаются в бумажной форме, срок их обращения - один год, эмитентом является Министерство финансов РФ. Каждая облигация имеет четыре купона, купонный период составляет три календарных месяца. Доходы по купонам владельцы ОГСЗ получают ежеквартально в виде процента к номинальной стоимости облигации.

При погашении облигаций владельцам выплачивают их номинальную стоимость и процентный доход по последнему купону. Погашение осуществляется уполномоченными эмитентом банками при предъявлении подлинника облигации.

Процентный доход, определяемый Министерством финансов на каждый купонный период, равняется последней официально объявленной купонной ставке по ОФЗ.

ОГСЗ размещают на закрытых конкурсах. Минимальная заявка на покупку облигаций составляет 10 млрд р. Конкурс выигрывают банк или финансовые организации, предложившие более высокую цену. При этом принять участие в конкурсах могут все коммерческие банки и финансовые организации, имеющие лицензию на право распространения облигаций.

При первом выпуске облигаций, включавшем 10 серий, Министерство финансов соблюдало все объявленные правила обращения ценных бумаг, что обусловило увеличение доверия населения к вложениям в ценные бумаги и повышение спроса на них. Так, объем заявок в последнем, десятом, аукционе в четыре раза превысил объем эмиссии. Средневзвешенная цена поднялась выше номинала, и для удовлетворения спроса Министерство финансов вынуждено было провести дополнительный выпуск облигаций в объеме 1 трлн р.

ОГСЗ успешно выполнили свои функции. Они стали неинфляционным методом покрытия бюджетного дефицита, мобилизуя излишки денежных средств населения и обеспечивая массовому инвестору удобный способ хранения и приумножения средств.

Перед рассмотрением показателей доходности государственных ценных бумаг необходимо дать определения некоторых понятий.

*Рыночная стоимость облигации* - это средневзвешенная цена на первичном рынке или цена последней сделки на вторичных торгах за определенный день.

*Курс облигаций* - покупная цена одной облигации в расчете на 100 денежных единиц номинала:

$$P_k = \frac{P}{N} \times 100, \quad (2.1)$$

где  $P_k$  – курс облигации;

$P$  – рыночная цена;

$N$  – номинальная цена облигации.

В мировой практике существуют показатели текущей и полной доходности ценных бумаг.

Показатель текущей доходности показывает текущие поступления за год относительно сделанных инвестиций:

$$V_c = \frac{J}{P} \times 100, \quad (2.2)$$

где  $V_c$  – текущая доходность облигаций;

$P$  – цена облигации;  
 $J$  – сумма процентов.

Недостаток этого показателя состоит в том, что он не учитывает прибыль или убытки, полученные от разницы между текущей рыночной ценой облигации и ее стоимостью при погашении.

Показатель полной доходности применяют для измерения общей ценности облигаций для инвестора. В зависимости от способов начисления процентов используют два варианта исчисления этого показателя:

- *простая доходность к погашению:*

$$V_{ms} = \left( \frac{J}{P} + \frac{100 - P}{T \times P} \right) \times 100 \quad (2.3)$$

где  $V_{ms}$  – простая доходность к погашению;  
 $T$  – срок до погашения облигации.

Недостаток этого показателя заключается в том, что он не учитывает начисление сложных процентов;

- *эффективная доходность к погашению* (учитывает сложные проценты). Для облигаций с периодической выплатой процентов (раз в год) и погашением ее номинала в конце срока эффективную доходность исчисляют по формулам

$$P = N \times (1 + i)^{-n} + N \times J \times a_{n;i} \quad (2.4)$$
$$P_k = \left[ (1 + i)^{-n} + J \times a_{n;i} \right],$$

где  $P$  – рыночная цена;  
 $N$  – номинальная цена;  
 $J$  – объявленная годовая норма доходности по облигации;  
 $n$  – срок от момента приобретения до момента выпуска облигации;  
 $i$  – ставка помещения;  
 $a_{n;i}$  – коэффициент приведения годовой постоянной ренты;  
 $P_k$  – курс акции.

*Казначейские обязательства (КО)* - вид государственных ценных бумаг, размещаемых на добровольной основе среди населения, удостоверяющих внесение их держателями денежных средств в бюджет и дающих право на получение фиксированного дохода в течение всего срока владения этими бумагами.

Цель их выпуска состоит в безэмиссионном финансировании дефицита федерального бюджета, погашении государственной задолженности предприятиям-поставщикам по государственным заказам, сокращении неплатежей в бюджет, а также между предприятиями и т. п.

Эмитентом КО является Министерство финансов, которое выпускает их сериями, устанавливая объем и даты эмиссий. Серии имеют одинаковые даты выпуска, даты погашения, номинальную стоимость, процентную ставку и срок погашения. Первыми держателями КО являются федеральные министерства и ведомства, которые распределяют их среди предприятий своей отрасли.

Казначейские обязательства выпускают в бездокументарной форме в виде записей на счетах депо в уполномоченных банках. Все расчеты с покупателями банк осуществляет из выписок со счетов депо, подтверждающих права собственности на КО.

Держатель счета депо может:

- погашать кредиторскую задолженность путем перевода КО на счета депо кредиторов;
- продавать КО юридическим или физическим лицам-резидентам;
- закладывать КО с целью получения кредитов;
- обменивать КО на налоговые освобождения;
- погашать КО с получением процентов.

Министерство финансов выпускает КО сериями. Каждый выпуск КО имеет свой уникальный регистрационный номер, состоящий из семи разрядов. Первый разряд номера - буква русского алфавита, указывающая на отрасль народного хозяйства, четыре последующие цифры указывают дату выпуска (день и месяц) и последние - порядковый номер выпущенной серии. Каждую серию оформляют глобальным сертификатом, составленным в двух экземплярах: один хранится в уполномоченном депозитарии, а второй - в Министерстве финансов России.

В сертификате фиксируются все параметры выпуска: объем; номинальная стоимость КО; дата выпуска; дата начала погашения; процентная ставка; ограничения на владельцев КО; максимальное число операций, в которых КО используется как средство погашения краткосрочной задолженности; срок обмена КО на налоговые освобождения; другие дополнительные данные.

Погашение КО осуществляет Министерство финансов путем перевода на счета последних держателей номинальной стоимости КО и оговоренных процентов. Срок погашения КО - один год.

*Облигации внутреннего государственного валютного займа (ОВВЗ)* впервые выпущены в 1993 г. Их выпуск не был связан ни с финансированием экономики, ни с финансовым дефицитом бюджета. Они являлись гарантией возвращения юридическим и физическим лицам средств, замороженных при реорганизации Внешэкономбанка СССР с целью обеспечения условий, необходимых для урегулирования внутреннего валютного долга перед юридическими и физическими лицами.

Эмитентом облигаций выступило Министерство финансов РФ, валюта займа - доллары США. Основным платежным агентом по выплате основного ДОЛ-ЕЮ облигациям и процентов по купонам являлся ЦБ РФ. Доход по этим облигациям составлял 3% годовых. Номинал облигаций - 1,10 и 100 тыс. дол. Они были выпущены пятью сериями со сроками погашения 1, 3, 6, 10 и 15 лет.

К каждой облигации прилагался комплект из купонов, количество которых определяется сроком погашения облигации. Последний купон предоставлялся вместе с облигацией, подлежащей погашению. ОВВЗ - первые валютные облигации на российском рынке ценных бумаг. Их выпуск был нацелен главным образом на иностранных инвесторов. У российских покупателей эти облигации на первом этапе не пользовались активным спросом из-за низкого доверия к любому виду государственных ценных бумаг.

Иностранные инвесторы были настроены более оптимистично, поскольку ОВВЗ имеют ряд положительных качеств:

- имеют бумажную форму выпуска;
- обладают высокой доходностью (значительно выше уровня доходности на зарубежных фондовых рынках).

Однако существовали и отрицательные моменты:

- отдаленность срока погашения облигаций четвертого и пятого траншей, политическая неустойчивость;
- неустойчивое положение российской экономики.

Если изначально основными участниками торгов по ОВВЗ были отечественные компании, то к 1996 г. больше половины участников составляли иностранные финансовые учреждения, привлеченные высокими процентами доходов и высокой надежностью гарантий Минфина РФ. Поскольку рынок ОВВЗ является международным, на него влияют любые изменения экономической и политической конъюнктуры.

*Золотые сертификаты* выпускает Министерство финансов с 1993 г. с целью получения дополнительного дохода государством и покрытия дефицита бюджета.

Сертификаты являлись именованными, оплачивались только в рублях и выпускались номиналом 10 кг золота 0,9999 пробы. Первичное размещение золотых сертификатов Минфин осуществлял через уполномоченные коммерческие банки. Для приобретения золотых сертификатов коммерческий банк должен был подать заявку в Министерство финансов и перечислить необходимые средства.

На вторичном рынке уполномоченные коммерческие банки перепродавали золотые сертификаты юридическим и физическим лицам, а также нерезидентам на договорной основе.

Золотые сертификаты не пользовались популярностью из-за высокой номинальной стоимости. Реализовать находящиеся в руках сертификаты было практически невозможно, поэтому банкам разрешалось продавать их частями не менее одной сотой номинала, т. е. 100 г золота.

Продавались дробные доли сертификатов на фондовом рынке путем выпуска собственных облигаций, которые в отличие от золотого сертификата не являлись государственными ценными бумагами и не имели льгот по налогообложению. Так, за весь 1993 г. было продано только 10% от суммы эмиссии. Основными покупателями являлись крупные финансовые учреждения: банки «Менатеп», «Российский кредит», «Промстройбанк», а также «АвтоВАЗ».



Начисление и выплата процентного дохода, а также погашение золотого сертификата производились Министерством финансов в рублях по курсу ЦБ или золотом.

По желанию владельца сертификаты могли быть погашены путем обмена на другие государственные ценные бумаги Правительства РФ. Для погашения облигации золотом владелец должен был иметь специальную лицензию ЦБ на совершение операций с драгоценными металлами.

Вторичный рынок золотых сертификатов практически отсутствовал.

### 2.3. Корпоративные и производные ценные бумаги

*Корпоративные облигации* - это документируемые инвестиции, осуществляемые коммерческими организациями с целью получения от эмитентов доходов оговоренных форм и размеров, а также погашения авансированной ранее суммы к определенному сроку. Корпоративная облигация является долговой, эмиссионной, котируемой, фондовой, биржевой, рыночной, срочной ценной бумагой, обладающей особой инвестиционной стоимостью.

Облигации бывают нескольких видов:

1. *Купонные облигации*, или облигации на предъявителя. К ним прилагаются своеобразные купоны, которые необходимо откалывать два раза в год и представлять платежному агенту для выплаты процентов.

2. *Именные облигации*. Практически все облигации различных корпораций регистрируются на имя их владельца, которому выдается именной сертификат.

3. *Балансовые облигации*. Они приобретают все большее распространение, поскольку их выпуск практически не связан с выдачей сертификатов и т. п.

4. *Гарантированные облигации*. Они гарантируются не корпорацией-эмитентом, а компаниями-поручителями.

Облигации имеют ряд особенностей:

- выражают заемные, долговые отношения между держателем облигаций и эмитентом;

- самостоятельно обращаются на фондовом рынке вплоть до погашения: эмитентом и имеют собственный курс;

- обладают свойствами ликвидности, надежности, доходности и др.

Компании выпускают корпоративные облигации, если акционерного капитала недостаточно для обслуживания процесса расширенного воспроизводства основных фондов. На российском рынке корпоративные облигации получают все большее распространение. Существует несколько моделей облигаций, характеризующихся особыми условиями их размещения, обращения и погашения. Корпоративные облигационные займы отличаются небольшими объемами эмиссии.

На стадии развития отечественного рынка ценных бумаг компаниям-должникам по налогам и сборам разрешен выпуск облигаций в погашение задолженности по налоговым платежам в бюджет. Так, постановлением Правительства РФ «О реструктуризации задолженности акционерных обществ «Юганскнефтегаз» и «Самаранефтегаз» по платежам в федеральный бюджет» данным

компаниям было разрешено выпускать облигации с целью погашения задолженности. Выпуск облигаций должен быть обеспечен залогом имущества эмитента или обязательствами третьих лиц на сумму эмиссии. Проспект эмиссии регистрируется при условии единовременного внесения в федеральный бюджет не менее 5% от суммы основного долга. Облигации выпускают траншами, эквивалентными долям задолженности, со сроком обращения от 6 месяцев до 2 лет. При неисполнении эмитентом обязательств по выпущенным облигациям по основному долгу, невыплате купонного дохода или неисполнении обязательств по договору, заключенному с налоговым органом, право требования по этим облигациям переходит к Федеральному управлению о несостоятельности (банкротстве).

На финансовом рынке широко распространены *товарные облигации*, погашение которых осуществляется не в денежной, а в товарной форме: квартирами (жилищные сертификаты), нефтью, автомобилями и т. д. *Конвертируемые облигации* - ценные бумаги с фиксированной доходностью, которые можно обменивать на акции эмитента на условиях, указанных в проспекте эмиссии. Конвертируемые облигации могут быть размещены на западных рынках. В России первой стала использовать этот инструмент нефтяная компания «ЛУКОЙЛ». На внешнем рынке российские эмитенты более активны, чем на внутреннем.

Конвертируемые облигации отличаются:

- более низкой стоимостью обслуживания выпуска по сравнению с выпуском обыкновенных облигаций. Это связано с тем, что инвестор имеет возможность получить доход от конвертации облигаций в акции, если рыночная цена последних существенно возрастет;

- менее жесткими условиями к эмитенту, чем в случае проведения прямого заимствования;

- их эмиссия является способом размещения дополнительной эмиссии акций эмитента при условии реализации права конвертации по более высокой цене, чем при проведении эмиссии непосредственно акций.

*Акция* - это ценная бумага с нефиксированным, изменяющимся, плавающим доходом, удостоверяющая владение долей (паем) в капитале АО и дающая право на получение части прибыли в виде дивиденда.

Акция является предметом купли-продажи, поэтому имеет цену или курс, который находится в прямой зависимости от размера выплачиваемого дивиденда и в обратной - от уровня ссудного процента. Денежная сумма, обозначенная на акции, называется ее номинальной стоимостью. Цена, по которой акция продается и покупается на рынке, называется рыночной, или курсовой и устанавливается в соответствии со спросом и предложением на акции на фондовой бирже.

В настоящее время в РФ акции выпускают как в наличной, так и в безналичной форме. В первом случае акционер получает специальный документ с подписью и печатью, на котором написано, что это акция. При безналичной форме акций или сертификатов просто производится запись на счете, открываемом на имя акционера. Наличная форма выпуска акций постепенно уходит в прошлое.

Акция как титул собственности обладает правом голоса. Таким образом реализуется право акционера как совладельца капитала акционерного общества участвовать в управлении делами АО. Второй ключевой особенностью акции как титула собственности является то, что акционер не имеет права потребовать у АО возврата внесенной суммы. Именно это позволяет АО свободно распоряжаться своим капиталом, не опасаясь, что часть его придется вернуть акционерам.

Еще одна специфика акции заключается в том, что АО не берет на себя никаких безусловных обязательств по регулярным выплатам держателям акций. Если компания не выплачивает дивиденды, акционеры не могут ни взыскать их по суду, ни объявить компанию банкротом. Они как совладельцы капитала добровольно берут на себя риски, связанные с возможными убытками или разорением компании. Это обуславливает колебания дивидендов в зависимости от результатов деятельности АО, которое может распределить между акционерами полученную прибыль полностью или только ее часть. В последнем случае другая часть составит нераспределенную прибыль, оставшуюся в распоряжении общества.

Таким образом *акция - это бессрочная бумага*, она не выпускается на какой-то заранее оговоренный срок. Жизнь акции обрывается лишь с прекращением существования акционерного общества при его добровольной ликвидации, поглощении другой компанией (либо слиянии с ней) или банкротстве.

*Одной из общепринятых схем классификации* является разбиение обыкновенных акций по секторам экономики. В России существует следующая градация: акции банков; акции компаний нефтяной, газовой и химической промышленности; акции фирм металлургической отрасли; акции компаний, занятых в сфере энергетики; акции компаний телекоммуникации и связи; акции транспортных компаний; акции машиностроительных компаний; акции фирм лесной промышленности.

Менеджеры инвестиционных портфелей чаще прибегают к классификации при которой обыкновенные акции разбивают на сектора в зависимости от их реакции на изменения в экономической и рыночной ситуации. Как правило, выделяют пять подобных секторов: циклические акции; защищенные акции; акции фирм, относящихся к секторам энергетики («энергетические» акции); акции, чувствительные к колебаниям процентной ставки; акции фирм технологического сектора.

Существует деление акций на суперакции, акции высшего качества, очень хорошего, хорошего, улучшенного качества, ниже среднего, спекулятивные акции. Акции, не обладающие качеством акции, находящиеся в начале этого пека, называются *синими фишками*. Им присущи высокая ликвидность и формационная открытость для потенциальных инвесторов и профессиональных участников фондового рынка; качественная работа депозитария-реестро-держателя; приемлемость финансово-экономических показателей компании; способность приносить дивиденды несколько раз за год. Качественными характеристиками акции являются ее курс и рыночная стоимость.

Курс акций определяется как капитализированный дивиденд, т. е. равняется сумме денежного капитала, которая, будучи отданной в ссуду или положенной в банк, даст доход, равный дивиденду.

$$\text{Курс акции} = \frac{\text{дивиденд}}{\text{норма ссудного процента}} \times 100\% \quad (2.5)$$

Например, если акция номинальной стоимостью в 1000 р. дает дивиденд в 100 р., а норма ссудного процента равна 12%, то курсовая цена будет  $0: 12) - 100 = 833$  р.

На курсовую цену акций наряду с размерами дивиденда и ссудного процента влияют спрос и предложение, зависящие от действительного (или ожидаемого) положения дел в АО, а также от общей конъюнктуры. Рост прибылей АО приводит к значительному повышению курса акций. *Акционерное общество* - это форма централизации капитала и основная организационная форма компании. Существуют три варианта эмиссии акций: публичное (открытое) размещение; закрытое размещение (продажа акций по оговоренному списку) и аукционная продажа пакетами (лотами).

На первичном рынке cursoобразующими факторами являются:

- номинальная стоимость акции;
- финансовое положение предприятия;
- величина объявленного дохода;
- уровень ссудного процента на рынке ссудного капитала и др.

На вторичном рынке, кроме основных факторов, на курс акций влияют так называемые факторы текущих изменений курсов: политическая нестабильность, сброс крупных пакетов акций, отрицательный отзыв о компании в прессе и др.

При основании АО его акции оплачиваются по их номинальной стоимости, а во всех последующих выпусках - по эмиссионной цене. Это обусловлено тем, что собственный капитал АО выше уставного, поскольку в процессе его существования стоимость активов увеличивается вследствие инфляционных процессов, присоединения нераспределенной прибыли и т. п.

Рынок корпоративных акций, возникший в результате приватизации, развивался стремительно. Если в 1991 г. было зарегистрировано 32 выпуска корпоративных акций, то в 1992-1994 гг. - более 30 тыс. выпусков. Контролировали процесс приватизации Государственный комитет по управлению имуществом и Российский фонд федерального имущества. Начиная с 1995 г. стали проводить золотые аукционы, на которых реализовывались пакеты акций, находящихся в государственной собственности.

В настоящее время рынок корпоративных акций стремительно развивается ликвидность акций растет благодаря тому, что:

- значительно возросло число реализуемых акций (наряду с акциями сырьевых отраслей популярностью пользуются ценные бумаги электроэнергетики, связи);
- российские акции вышли на зарубежный фондовый рынок.

Для организации стабильного рынка акций транснациональными корпорациями создан механизм их интернационализации, который включает систему депозитных расписок. Следствием интернационализации рынков ценных бумаг через международные финансовые центры является появление *международных корпоративных ценных бумаг*. К ним относятся еврооблигации, евроноты и евроакции. Доля еврооблигационных займов достигает 80% всех международных займов, в то время как доля евроакций незначительна - 1...2%. Это связано с тяготением инвесторов к акциям известных национальных компаний и отсутствием реального международного вторичного рынка ценных бумаг.<sup>1</sup>

Еврооблигационный рынок - это международный рынок ценных бумаг, выпущенных в евровалютах. Его особенностью является то, что как для заемщика ценных бумаг, так и для инвестора и валюта, и рынок являются иностранными.

Для российских компаний еврооблигации представляют значительный интерес, поскольку:

- цена заимствования на международном рынке капиталов ниже, чем на внутреннем., а деньги можно привлекать на довольно длительный срок;
- объем рынка еврооблигаций оценивается в несколько сотен миллиардов долларов;
- широкий круг инвесторов из разных стран позволяет привлекать довольно значительные суммы;
- размеры займов на рынке в среднем колеблются от 100 до 300 млн дол.;
- относительно слабое регулирование и гибкость рынка позволяют использовать различные схемы привлечения средств и разные типы облигаций;
- рынок не регулируется национальным законодательством, а работает по правилам, выработанным его участниками.

*Еврооблигации* - долговые обязательства, выраженные в иностранной валюте. Они выпускаются в американских долларах, английских фунтах стерлингов, немецких марках, японских иенах и других валютах, а также в коллективных единицах, например экю и евро.

При корпоративных выпусках еврооблигаций используются специально учрежденные за рубежом компании. Эмитентом облигаций выступает дочерняя компания, привлекающая средства под гарантии российского учредителя. Полученные от эмиссии средства передаются российской компании в виде кредита, условия которого аналогичны условиям выпуска облигаций. Таким образом, с точки зрения российского законодательства российская компания получает долгосрочный валютный кредит от нерезидента. Это позволяет избежать двойного налогообложения, а также включать затраты на выплату процентов в себестоимость.

Операции по выпуску еврооблигационного займа начинаются с подписания соглашения между эмитентом и кредитным учреждением. За участие в размещении ценных бумаг банки берут определенный процент от суммы займа. В качестве заемщиков на еврооблигационном рынке выступают различные компании, банки, отдельные государства и международные организации.

---

<sup>1</sup> Каратуев А. Г. Ценные бумаги: виды и разновидности. М.: Изд-во «БЕК», 1997. 235 с.



Большую популярность на российском рынке получили финансовые векселя, приобретаемые компаниями для последующей перепродажи по более высоким ценам. Они выпускаются для краткосрочного вложения свободных денежных средств.

*Корпоративный вексель имеет ряд преимуществ* перед другими корпоративными ценными бумагами:

- отсутствует необходимость регистрации проспекта эмиссии;
- векселя «экономят» налоги, так как не могут быть немедленно списаны за долги налоговыми службами;
- вексель можно заложить;
- вексель можно внести в виде вноса в уставный капитал вновь образуемого предприятия.

Для продавцов преимуществом вексельной формы расчета является быстрая оборачиваемость средств, а покупателям вексель позволяет обойтись меньшими оборотными денежными средствами и гарантирует поступление необходимых для производства ресурсов.

В условиях российского рынка практически полностью отсутствует контроль над объемом и условиями выпуска векселей, поскольку введение жестких форм регулирования противоречит международным нормам.

К *производным ценным бумагам* относят финансовые средства, стоимость которых зависит от стоимости других средств, называемых базовыми. Самым распространенным типом базовых средств являются обыкновенные акции. Как правило, цена производной ценной бумаги составляет часть цены базовой ценной бумаги, что позволяет инвестору получать от производных ценных бумаг значительную отдачу. Но надо иметь в виду, что инвестирование в производные ценные бумаги является одним из самых рискованных. Наиболее распространенными производными ценными бумагами являются варранты, опционы и финансовые фьючерсы.

*Варрант* - производная ценная бумага, дающая владельцу право купить у эмитента определенное количество обыкновенных акций по заранее оговоренной цене, называемой *ценой реализации*.

*Опционы* бывают двух видов: *опцион на покупку* (call option) и *опцион на продажу* (put option). (В нашей литературе они часто именуется по их английскому написанию - *колл опционы* и *пут опционы*.)

*Опцион на покупку* - ценная бумага, дающая владельцу право купить определенное количество каких-либо ценных бумаг по цене реализации в течение установленного периода времени.

*Опцион на продажу* - ценная бумага, дающая владельцу право продать определенное количество каких-то ценных бумаг по оговоренной цене за определенный промежуток времени.

*Фьючерсные* контракты представляют соглашение купить или продать в будущем определенное количество оговоренного товара в обусловленном месте по цене реализации. Фьючерсный контракт похож на опцион с той существенной разницей, что при совершении фьючерсной сделки и продавец, и покупатель обязаны выполнять взятые обязательства.

Как правило, в большинстве стран контракты по поводу ценных бумаг, опционы и фьючерсы не рассматриваются в качестве ценных бумаг. Их называют «контрактами с ценными бумагами» или «производными инструментами». В отечественной литературе часто пользуются иностранными терминами «деривативы» или «деривационные инструменты».

*Дериватив*<sup>1</sup> - опцион или фьючерс, стоимость которого определяется исходя из курсов валют, стоимости ценных бумаг, цены товаров. При этом владелец имеет право зафиксировать цену на покупку-продажу с наибольшей выгодой для себя. Дериватив часто применяют на рынках с неустойчивой конъюнктурой. Это дает владельцу гарантию на получение товара по заранее оговоренной цене независимо от изменений на рынке. Дериватив может использоваться, например, если покупатель ожидает повышения цены на товар, а продавец заинтересован в гарантированности осуществления сделки в будущем. Использование данного метода позволяет стабилизировать ситуацию на рынке.

Отметим, что, чем выше доходность ценных бумаг, тем выше риск, и чем выше их гарантированность, тем ниже риск. Наиболее рискованными являются производные ценные бумаги, а наименее рискованными - государственные.

---

<sup>1</sup> От лат. *derivatus* - отведенный.

## Глава 3. ДОЛГОВЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Выпуск долговых корпоративных ценных бумаг (облигаций, векселей, залоговых) представляет собой альтернативный вид привлечения заемных средств. При этом разместить свои свободные денежные средства в облигации или векселя (фактически предоставить кредит) может любая компания, в отличие от обычных кредитов, для предоставления которых необходима лицензия на осуществление финансовых услуг.

Выпуск собственных облигаций позволяет компаниям привлекать заемные средства, чтобы в дальнейшем использовать их с определенной целью. Поэтому, принимая решение о выпуске облигаций, компания должна определить цели такого выпуска и зафиксировать их в протоколе решения о выпуске облигаций. Именно на эти цели и должны направляться средства, полученные компанией от размещения облигаций. Запрещается выпуск облигаций с целью формирования и пополнения уставного капитала эмитентов и для покрытия убытков, связанных с их хозяйственной деятельностью.

### 3.1. Облигация

Облигация – ценная долговая бумага, свидетельствующая о внесении ее собственником денег, определяющая отношения займа между собственником облигации и эмитентом, подтверждающая обязательства эмитента возвратить собственнику облигации ее номинальную стоимость в предусмотренный условиями размещения облигаций срок и выплатить доход по облигации, если иное не предусмотрено условиями размещения.

Облигация выпускается на длительный период времени в соответствии с принятой в данной стране юридической процедурой и имеет способность к обращению. Согласно ст. 816 Гражданского кодекса РФ облигацией признается ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента. Облигация предоставляет также ее держателю право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Облигация является *эмиссионной ценной бумагой*. Это значит, что эмитент при ее выпуске обязан соблюдать правила, установленные Федеральным законом «О рынке ценных бумаг».<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> ФЗ-39 О рынке ценных бумаг от 22.04.96 (в ред. федеральных законов от 26.11.1998 № 182-ФЗ, от 08.07.1999 № 139-ФЗ, от 07.08.2001 № 121-ФЗ, от 28.12.2002 № 185-ФЗ, от 29.06.2004 № 58-ФЗ, от 28.07.2004 № 89-ФЗ, от 07.03.2005 № 16-ФЗ, от 18.06.2005 № 61-ФЗ, от 27.12.2005 № 194-ФЗ, от 05.01.2006 № 7-ФЗ, от 15.04.2006 № 51-ФЗ, от 27.07.2006 № 138-

По форме выпуска облигация, как и любая другая эмиссионная ценная бумага, может быть: *именной* или *на предъявителя*; обеспеченной или необеспеченной; конвертируемой или неконвертируемой. С единым сроком погашения или со сроком погашения по сериям облигации могут погашаться деньгами или иным имуществом. Например, жилищные сертификаты как один из видов облигаций погашаются жильем, которое строит эмитент облигаций. Возможен также выпуск конвертируемых облигаций. Они погашаются путем обмена на акции акционерного общества, которое выпустило такие облигации. Облигации могут выпускаться правительством страны, органами местного самоуправления частными организациями. Когда инвестор покупает облигации, он предоставляет эмитенту свои деньги. Продавец облигации обязуется выплатить основную сумму долга в определенное время. По процентным облигациям проценты выплачиваются через определенные периоды времени. Облигация может предусматривать иные имущественные права ее держателя, если это не противоречит законодательству.

Облигационный заем удостоверяет:

- факт предоставления владельцем ценной бумаги денежных средств эмитенту;
- обязательство эмитента вернуть держателю облигации сумму основного долга (или ее эквивалент – жилую площадь) по истечении оговоренного срока;
- обязательство эмитента выплачивать держателю облигации фиксированный доход в виде процента от номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента.

Облигации различаются по статусу эмитента; срокам, на которые выпускаются облигационные займы; целям выпуска; способам выплаты доходов и/или погашения и др.

В решении о выпуске облигации обязательно указываются: цель выпуска, вид облигаций, общая сумма эмиссии, количество облигаций, номинальная стоимость, порядок и сроки размещения, порядок оплаты и т. д.

В отличие от срочного кредита облигации обычно имеют постоянную доходность, хотя в последние годы растет количество случаев применения различных типов облигаций с плавающей процентной ставкой. Процентная ставка по каждому виду облигаций определяется степенью риска по этим долговым обязательствам. По большинству облигаций процентный доход выплачивается каждые полгода. Выпуск облигаций подготавливается на основе финансового анализа, используемого при оценке эффективности инвестиционных проектов.

Среди новых долгосрочных финансовых инструментов – облигация с нулевым купоном, облигация с плавающей процентной ставкой и пут-облигация., которые появились в результате крайней нестабильности процентных ставок. Бросовые облигации стали источником финансирования операций поглощения

одних компаний другими. Проектное финансирование и секьюритизация<sup>1</sup> позволяют компании увязать эмиссию долговых обязательств с конкретными активами.

*Безотзывная облигация (noncallable bond)* – ценная бумага, которая не может быть отозвана эмитентом для досрочного погашения.

*Бросовая облигация (junk bond)* – высокодоходная ценная бумага с высоким риском. Различают два типа:

1. Облигации, бывшие первоначально надежными, но ставшие высокорисковыми, когда эмитент столкнулся с финансовыми трудностями после их выпуска. Такие облигации, называемые падшими ангелами (*fallen angels*), обычно имеют «приемлемый» уровень купонного дохода, но продаются с большим дисконтом и поэтому имеют высокую доходность к погашению, для того чтобы привести доход в соответствие с сегодняшним высоким риском.

2. Облигации с очень высоким риском в момент выпуска; это облигации без обеспечения, имеющие более низкий статус, чем другие долговые обязательства, и выпускаемые либо для финансирования покупки контрольного пакета акций, либо для слияния, либо в ситуации, когда эмитент находится в глубоком кризисном состоянии. Во всех случаях выпуска новых бросовых облигаций доля заемных средств компании намного выше доли собственного капитала.

*Облигация «бык-медведь» (bull-bear bond)* – ценная бумага, основная сумма к погашению которой связана с ценой другой ценной бумаги. Такие облигации выпускаются двумя траншами: при погашении первого сумма выплат увеличивается вместе с ценой другой ценной бумаги, а при погашении второго – сумма выплат снижается вместе с ценой другой бумаги.

*Гарантированная облигация (guaranteed bond)* – ценная бумага, погашение которой эмитентом и выплаты процентов по которой гарантируются третьей стороной.

*Облигация действия (performance bond)* – вид гарантии, которую выдает банк (или иное юридическое лицо), гарантируя заказчику возмещение убытков при невыполнении подрядчиком своих обязательств в строительном проекте (в объеме, спецификации и по цене, установленной договором).

*Доходная облигация (income bond)* – а) ценная бумага, процент по которой выплачивается только в случае получения эмитентом прибыли; б) облигация, выпускаемая для замещения предшествующих выпусков облигаций в случаях, если компания оказалась неплатежеспособной по их погашению. Более высокий процент, начисленный по таким облигациям, выплачивается, однако, только в том случае, если эмитент имеет для этого достаточные доходы.

---

<sup>1</sup> *Секьюритизация (securitization)* – в соответствии с наиболее распространенной трактовкой процесс трансформации ссуд и других видов дебиторской задолженности в *ценные бумаги*. С этой целью, например, ссуды с одними и теми же (стандартными) условиями объединяются в пакет, и на этой основе выпускаются долговые ценные бумаги, обеспечением которых служат основные суммы ссуд и проценты, взимаемые по ним. Поскольку ценные бумаги обладают большей ликвидностью, чем другие финансовые инструменты, которыми не торгуют на открытом рынке, процедуры С. позволяют повысить ликвидность различных типов долговых инструментов, снизить процентную ставку заемщика и в целом повысить эффективность функционирования финансовых рынков.



*Золотая облигация (gold bond)* – ценная бумага, обеспеченная золотом (процентные платежи привязаны к цене золота); такие облигации обычно выпускают золотодобывающие компании.

*Именная облигация (registered bond)* – облигация, владелец которой зарегистрирован в списке держателей облигаций, на облигации может быть указано имя владельца.

*Облигация на предъявителя (bearer bond)* – ценные бумаги, не зарегистрированные в бухгалтерской отчетности эмитента. Владелец держит подобные облигации в физической форме и получает проценты, отрывая купоны от сертификата облигаций и предъявляя их платежному агенту.

*Облигация накопления (accrual bond)* – ценная бумага, по которой процентный доход начисляется, но не выплачивается инвестору в течение периода накопления. Начисленные проценты добавляются к основной стоимости облигации и выплачиваются при наступлении срока ее погашения.

*Облигация отзывная (callable bond)* – эмитент имеет право отозвать ее для выкупа до наступления срока погашения облигационного займа.

*Облигация нут (puttable bond)* – ценные бумаги, которые по желанию владельца можно погасить по номиналу. Защищают от роста процентных ставок. В качестве примера можно привести 50-миллионную эмиссию 25-летних облигаций американской компании *Transamerica* с купонной ставкой 8,5%. Эти облигации не подлежали досрочному погашению по инициативе самой компании, но покупатели могли предъявить их к оплате по номиналу через 5 лет после выпуска. Если процентные ставки вырастут, то держатели облигаций могут погасить их и реинвестировать полученные суммы под больший процент дохода. Это свойство облигации дало возможность компании *Transamerica* разместить облигацию с купонной ставкой 8,5% в то время, когда по другим облигациям с подобными характеристиками выплачивался доход по ставке 9%.

*Облигация с плавающей процентной ставкой (bond with sailingpercentage rate)* – ценная бумага, у которой при выпуске величина купонной ставки объявляется только на первые 6 месяцев с момента эмиссии, после чего она каждые полгода пересматривается на основе какой-нибудь рыночной ставки.

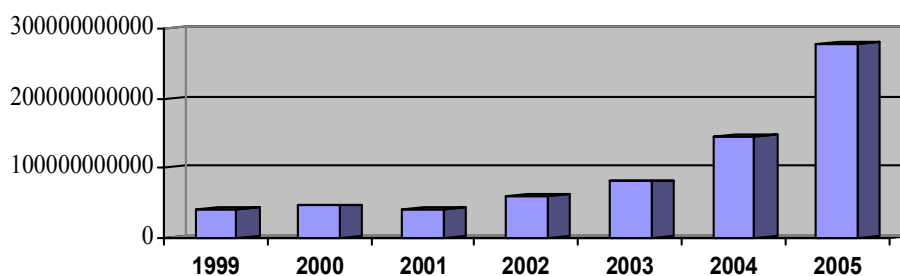
*Облигация с платежом по выбору (optional payment bond)* – ценная бумага, дающая держателю возможность выбора валюты платежа основной суммы и (или) процента.

На финансовом рынке распространение получили *товарные облигации*, погашение которых осуществляется не в денежной, а в товарной форме – квартирами, нефтью, автомобилями и т. д.

В 2008 г. Россельхозбанк планирует выпустить *земельные облигации*, обеспеченные участками. Федеральное агентство по ипотечному жилищному кредитованию собирается использовать эти облигации как составляющую механизма земельной ипотеки (программа АИЖК пока в проекте). В России бумаги, погашающиеся в фиксированный срок земельным участком, в последний раз выпускались еще в царские времена.

В современных развитых странах процент облигационных займов составляет, как правило, от 10–15 до 60–65%. Динамика объемов финансовых ресурсов,

привлекаемых отечественным корпоративным сектором через облигационные выпуски, представлена на рис. 3.1.



**Рис. 3.1** Объем эмиссий корпоративных облигаций на внутреннем рынке РФ, млрд. руб.

Однако говорить о том, что средства, привлеченные с этого рынка, в полном объеме используются в качестве инвестиционных ресурсов, неправомерно. Поскольку российское законодательство предоставляет право на выпуск облигаций и финансовым, и нефинансовым структурам, направления использования привлекаемых через эмиссии средств могут быть самыми разнообразными. Так, если облигационный заем осуществляет компания реального сектора экономики, то, как правило, она удовлетворяет потребность в ресурсах, необходимых для его развития, т. е. речь идет о вложениях в основной капитал.

Для финансовых организаций выпуск облигаций выступает одним из множества механизмов формирования собственной ресурсной базы, на основе которой они осуществляют свою деятельность – кредитуют и финансируют различные сферы экономики. Однако средства, привлекаемые через размещение «финансовых» облигаций, могут попадать не только в реальный сектор, но и обретать форму вкладов, депозитов коммерческих банков и других финансовых активов.

Согласно исследованиям, основная роль в эмиссии корпоративных облигаций<sup>1</sup> принадлежит компаниям реального сектора экономики. Это свидетельствует о важной роли облигаций как альтернативного источника финансирования основного капитала (рис. 3.2).

<sup>1</sup> *Кобылинская Г. В.* Корпоративные облигации в финансировании основного капитала // Вестник ИНЖЭКОНА. Сер. Экономика журн. 2007. № 3(16). С. 183–189.



**Рис. 3.2.** Структура выпусков облигационных займов, осуществленных компаниями реального сектора экономики и финансовыми организациями

При этом большая часть от общего объема инвестиций в основной капитал приходится на инвестиции, привлекаемые через облигационный заем. На протяжении всего исследуемого периода в структуре займов преобладали облигации со сроком обращения больше одного года (табл. 3.1).

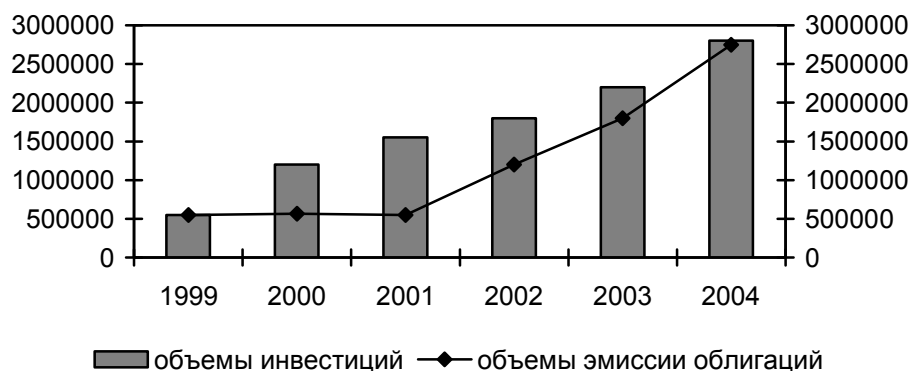
*Таблица 3.1*

Структура облигационных займов компаний в разрезе сроков их обращения, %

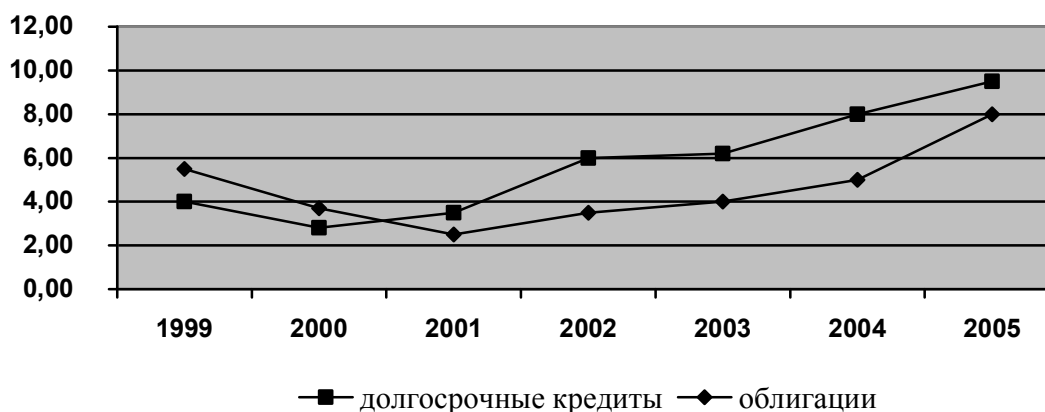
Период \ Сроки	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
более 5 лет	0,20	0,80	0,28	0,24	4,89	10,33	6,32
с 3-5 лет	27,15	15,01	28,98	7,22	19,20	20,11	47,33
с 2-3 лет	5,72	61,68	22,89	53,30	56,94	60,21	38,11
с 1-2 лет	0,16	0,99	26,71	30,63	17,04	4,93	6,25
с 0,5 - года	0,11	13,20	9,94	8,33	1,94	4,43	2,00
не более 0,5 лет	66,66	8,32	11,20	0,27	0,00	0,00	0,00

Рынок облигационных заимствований непосредственно воздействует на процесс финансирования основных фондов (рис. 3.3), хотя доля облигаций в общей структуре инвестиций незначительна (составляет около 5%). Однако этот показатель практически сравнялся с объемами кредитов коммерческих банков, предоставляемых для финансирования основных фондов (рис. 3.4).

Объемы выпускаемых облигаций и в региональном, и в отраслях распределяются неравномерно.



**Рис. 3.3** Динамика общего объема инвестиций в основной капитал и объема выпускаемых облигаций в РФ, млн руб.



**Рис 3.4.** Доля источников в структуре инвестиций в РФ, %

В последнее время в Российской Федерации широкое распространение получило привлечение средств граждан и юридических лиц в строительство объектов недвижимости посредством выпуска облигационных займов. Участниками такой схемы выступают заказчик, заемщик-эмитент, финансовый агент (организатор) и кредитор. Функции кредитора выполняют в данном случае (в отличие от всех других моделей финансирования недвижимости) покупатели объекта недвижимости. В качестве эмитента могут выступать государственные органы, юридические лица, имеющие права на проведение строительства на отведенный в установленном порядке земельный участок и необходимую проектную документацию. Возможно совмещение функций заказчика и эмитента. Организаторами выпуска и оборота облигационных займов могут быть инвестиционные банки, назначаемые эмитентом для подготовки и проведения всех операций, связанных с выпуском облигационного жилищного займа, на условиях гарантированного размещения всего объема выпуска. Одной из главных

функций организатора обычно является нахождение кредиторов (как юридических, так и физических лиц).

На первичном рынке недвижимости в обращении находятся займы полутора десятков строительных компаний на общую сумму более 20 млрд руб. В табл. 4.2 представлены объемы эмиссии и доходности облигаций крупных строительных компаний. Как видим, стоимость заимствований на этом рынке для крупных петербургских компаний – около 12-13%, что связано с переоценкой рисков строительной отрасли. Однако в июле 2007 г. группа ЛСР разместила облигации на 3 млрд руб. по рекордно низкой ставке (для отрасли) – 8,35% в рублях.

Таблица 3.2

### Строительные облигации на фондовом рынке

Эмитент, номер выпуска	Объем эмиссии, руб.	Дата погашения	Оферта	Доходность, %
Главмосстрой-Финанс, 1	2 000 000 000	27.05.2007 г.	27.05.2006 г.	10,68
Группа компаний ПИК, 5	1 120 000 000	20.05.2008 г.	23.05.2006 г.	12,70
Группа ЛСР, 1	1 000 000 000	20.03.2008 г.	23.03.2006 г.	11,05
ИНКОМ-Финанс ИНКОМ-Недвижимость	1 250 200 000	28.03.2009 г.	28.03.2006 г.	13,61
ИНТЕКО-1	1 200 000 000	15.02.2007 г.		11,25
ИНТЕКО-Инвест, 1	3 000 000 000	29.04.2007 г.		Нет торгов
Камская долина-Финанс, 1	100 000 000	15.02.2007 г.	20.02.2006 г.	13,04
МираксГрупп, 1	1000000000	19.08.2008 г.		Торги не начались
Пересвет-Инвест, 1	200 000 000	02.10.2007 г.	18.10.2006 г.	14,34
Северный город, 2	200 000 000	22.02.2007 г.		12,26
СУ-155 капитал, 1	1 000 000 000	30.03.2007 г.	30.03.2006 г.	10,49
ЦУН ЛенСпецСМУ, 1	1 000 000 000	22.04.2010 г.	10.05.2006 г.	12,37
ЮСКК, 1	600 000 000	01.07.2008 г.	11.07.2006 г.	13,39
Стройметресурс, 2	525 498 000	21.06.2007 г.		Нет торгов
Стройтрансгаз, 1	3 000 000 000	25.06.2008 г.		8,64

Ценные бумаги были размещены через открытую подписку на Фондовой бирже ММВБ. Организаторы выпуска – ФК «Уралсиб» и банк ABN-AMRO. Андеррайтером выпуска является ФК «Уралсиб». Срок обращения облигаций четыре года, они будут торговаться на ММВБ и на внебиржевом рынке.

Этот заем – уже третий для группы. Дебютное размещение ее облигаций состоялось в марте 2005 г. Объем займа составил 1 млрд руб., ставка – 14%. Второй заем – объемом 2 млрд руб. – был размещен в декабре 2006 г. Ставка купона по нему на момент размещения была одной из самых низких на рынке облигаций российских строительных компаний – 10,7%.

Средства, привлеченные в ходе облигационного займа, группа ЛСР планирует направить на обслуживание своего кредитного портфеля, а также на финансирование инвестиционных проектов, среди которых строительство в России заводов по производству кирпича и цемента.



Заимствования на фондовом рынке удобны для девелоперов, и прежде всего тем, что не надо заботиться о залоге (банковский кредит без залога не получить). Но для мелких и средних компаний выпуск облигаций – слишком затратное мероприятие, и деньги для малоизвестного заемщика оказываются слишком дорогими.

Ускоренное развитие рынка облигационных займов позволит:

- привлечь дополнительные инвестиции в жилищный сектор рынка недвижимости, наиболее полно задействовав свободные денежные средства юридических лиц и сбережения населения;

- повысить инвестиционную привлекательность рынка недвижимости отдельных регионов;

- обеспечить дополнительные возможности для осуществления профессиональной деятельности на рынке недвижимости за счет появления новых финансовых инструментов.

Основными преимуществами облигационного займа являются:

- мобилизация значительных денежных средств и финансирования крупномасштабных инвестиционно-строительных проектов без угрозы вмешательства инвесторов в управление их реализацией;

- возможность маневрирования при определении характеристик выпуска – все параметры облигационного займа (объем эмиссии, процентная ставка, сроки, условия обращения и погашения и т. д.) определяются эмитентом самостоятельно с учетом характера осуществляемого за счет привлекаемых средств инвестиционно-строительного проекта;

- аккумуляция денежных средств частных инвесторов (населения), привлечения финансовых ресурсов юридических лиц на более длительный срок по сравнению со сроками кредитов, предоставляемых коммерческими банками, и на более выгодных условиях с учетом реальной экономической обстановки и состояния финансового рынка;

- оптимальное сочетание уровня доходности для инвесторов и уровня затрат эмитента на подготовку и обслуживание облигационного займа;

- повышение инвестиционной привлекательности жилищного строительства для сторонних инвесторов;

- стабильность погашения облигаций, так как ставки доходности не могут быть изменены, если нет специальной оговорки в проспекте эмиссии;

- возможность сбыта облигаций на вторичном рынке по определенным котировкам;

- выпуск производных финансовых инструментов;

- возможность ограничения круга инвесторов;

- привлечение иностранных инвесторов;

- возможность привязки облигаций к одной из мировых валют.

Главным недостатком использования облигационных займов на нестабильном рынке недвижимости можно считать то, что эмитент несет определенные риски и всегда существует вероятность того, что облигационный заем не будет успешным в перспективе.

Другим фактором, сдерживающим развитие рынка облигационных займов в России, является нерациональный порядок налогообложения операций. Как известно, в российской практике бухгалтерского учета выплачиваемые эмитентами проценты по облигациям не относятся к составу затрат, включаемых в себестоимость (за редким исключением), и выплачиваются из чистой прибыли, что резко снижает эффективность займа. Такой порядок не соответствует международным стандартам бухгалтерского учета, согласно которым проценты по облигациям должны удерживаться из прибыли до налогообложения. Налог на операции с облигациями при регистрации и продаже их выпуска эмитент платит в размере 0,5% от номинального объема выпуска.

Еще одна проблема - наличие законодательных требований, ограничивающих выпуск облигаций. Так, эмитент должен соблюдать следующие формальные условия:

- номинальная стоимость всех выпущенных облигаций не должна превышать размер уставного капитала эмитента либо величину обеспечения, предоставленного эмитенту третьими лицами для целей выпуска;
- выпуск облигаций разрешается после полной оплаты уставного капитала;
- выпуск облигаций без обеспечения допускается на третьем году деятельности эмитента и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов.

Рассмотрим, как работает облигационный заем на конкретном примере. ООО «Владимирский Пассаж» разместил на Санкт-Петербургской валютной бирже облигационный заем объемом 300 млн. руб. Номинальная стоимость облигаций – 1 тыс. руб., срок обращения ценных бумаг – три года. Купонный доход по ним будет выплачиваться раз в полгода. Ставка первого купона определится на аукционе в ходе размещения займа, доход по второму и третьему купонам будет таким же. Условия следующих выплат определит сам эмитент. Через полтора года он обязан по требованию владельца облигаций выкупить их назад по номиналу. Организатор займа – Северо-Западное отделение Сбербанка России. ООО «Владимирский Пассаж» входит в группу компаний «Элис». В ее составе – 11 предприятий в России и 2 – за границей. В бизнесе группы – четыре основных направления: строительное, торговое, производственное и управление недвижимостью. Компания эксплуатирует одноименный торгово-гостиничный комплекс на Владимирском пр., 19, сданный в эксплуатацию в конце 2003 г. (общая площадь – 24 200 м<sup>2</sup>). Для его строительства ГК «Элис» взяла кредит в Международном банке Санкт-Петербурга. Сумма долга - около 280 млн руб., процентная ставка – 13% годовых.

Средства, вырученные от размещения облигаций, будут направлены на рефинансирование этого кредита. По расчетам специалистов ЗАО «Сбербанк-Капитал» (соорганизатора выпуска), эмитент в состоянии обслуживать и возвратить заем за счет денежных потоков, формируемых «Владимирским Пассажем».

Кроме того, поручителями облигационного выпуска являются две компании, входящие в ГК «Элис»: ООО «Росинвест» – владелец восьми объектов не-

движимости в Петербурге (помещения магазинов «Элис» и складские площади), а также ООО «Политекс», которому принадлежит производственная база холдинга в Калининграде. Общая сумма поручительства – 435 млн руб. – обеспечивает сам заем и купонные выплаты и превосходит стоимость чистых активов фирм-поручителей.

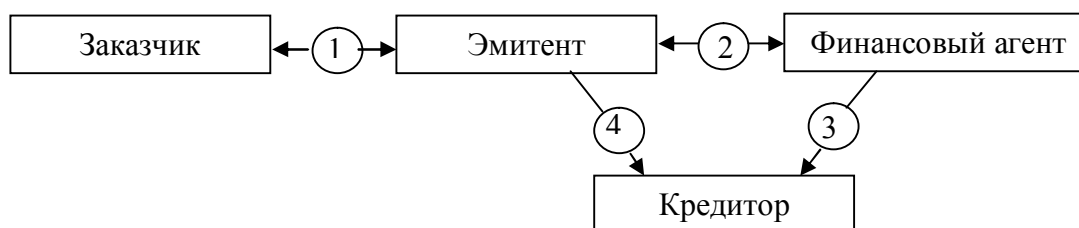
Купонный доход по результатам размещения займа ожидается до 13,5% годовых. В планах ГК «Элис» – реализация нескольких крупных инвестпроектов в сфере недвижимости. В I квартале 2006 г. она намерена приступить к строительству двух жилых комплексов (в Московском районе и в Шувалово-Озерках) общей площадью свыше 130 тыс. м<sup>2</sup>. Весной рядом с «Владимирским Пассажем» начнется возведение бизнес-центра с многоярусным паркингом (общая площадь около 5 тыс. м<sup>2</sup>).

При схеме облигационного жилищного займа граждане имеют возможность постепенно накапливать средства на приобретение жилья путем покупки облигаций. Накопив необходимый пакет облигаций, гражданин вправе обменять его на жилье соответствующей площади. Как правило, облигации жилищного займа дают право на приобретение жилья в домах, построенных муниципалитетом. Облигации жилищного займа могут иметь кратко-, средне- и долгосрочный периоды обращения.

Эмитент может погасить облигации денежными средствами исходя из рыночной стоимости 1 м<sup>2</sup> общей площади построенного жилья, жильем, обменом на облигации последующих серий. Каждая облигация дает право на получение определенного количества площади жилья (не менее 0,1 м<sup>2</sup>). Срок их обращения может достигать 30 лет. В России предельный срок – 10 лет. Цена облигаций устанавливается на основе себестоимости строительства и индексируется в соответствии с изменением стоимости строительства жилья. При отказе от приобретения жилья облигации выкупаются по текущей номинальной цене.

Граждане, желающие приобрести жилье и купившие не менее 30% от требуемого для этого количества облигаций жилищного займа, имеют право заключить с эмитентом договор купли-продажи на приобретение жилья при условии оплаты оставшейся стоимости.

В данной схеме прямые договорные отношения между кредитором и эмитентом заменяются на систему выпуска и размещения ценных бумаг целевого назначения, дающих право на получение жилья. Иными словами, облигации жилищного займа гарантируются незавершенным строительством конкретных жилых объектов. Развитие договорных отношений между участниками данной схемы представлено на рис. 3.5.



**Рис. 3.5** Договорные отношения при схеме финансирования жилья с использованием облигаций жилищного займа: 1) договор о выполнении функций заказчика и эмитента облигаций жилищного займа; 2) договор о выполнении функций финансового агента; 3) договор купли-продажи облигаций жилищного займа; 4) договор погашения облигаций жилищного займа жильем договоров долевого участия, но с более высокой ликвидностью и обязательной индексацией номинальной стоимости в зависимости от определенного индекса. Номинальная стоимость жилищного сертификата устанавливается в единицах общей площади жилья, а также в его денежном эквиваленте. Схема индексации номинальной стоимости жилищного сертификата устанавливается при его выпуске и остается неизменной в течение определенного срока действия.

Частным случаем облигационного займа с целью финансирования жилищного строительства являются выпуск и продажа накопительных жилищных сертификатов.

Номинальная стоимость жилищного сертификата устанавливается в единицах общей площади жилья, а также в его денежном эквиваленте. Схема индексации номинальной стоимости жилищного сертификата определяется при его выпуске и остается неизменной в течение определенного срока.

*Жилищный сертификат можно рассматривать как бескупонную облигацию с возможностью натуральной формы погашения.* Сертификат представляет собой высоколиквидную ценную бумагу, дающую право на получение от 0,1 до 1 м<sup>2</sup> жилья определенного качества и местоположения в строящемся или реконструируемом доме.

Как правило, срок действия жилищных сертификатов не ограничен. После формирования пакета, достаточного для получения жилого объекта недвижимости желаемой площади, его владелец предъявляет сертификаты к погашению и через определенное время становится владельцем жилья от эмитента сертификатов.

К основным особенностям финансирования объектов недвижимости жилищными сертификатами можно отнести:

- эквивалентность жилищного сертификата определенной площади;
- разделение процесса строительства на несколько этапов, под финансирование каждого из которых реализуется определенное количество сертификатов;
- формирование цены жилищных сертификатов в зависимости от затрат по каждому этапу строительства и от уровня инфляции, приведенных к 1 м<sup>2</sup> общей площади жилых объектов недвижимости;
- выбор покупателем сертификатов формы их погашения.

Жилищные сертификаты имеют ряд преимуществ по сравнению с ипотекой:

- отсутствует угроза выселения при потере платежеспособности;

- цена сертификата ниже цены 1 м<sup>2</sup> жилья, тогда как приобретение жилого объекта недвижимости через схемы ипотечного кредитования увеличивает его стоимость зачастую в 2-3 раза;

- сертификаты можно приобретать постепенно, по мере появления свободных денежных средств, ипотека же накладывает долговременные и жесткие ограничения на семейный бюджет.

Жилищные сертификаты дают владельцам право на получение жилья в домах, под которые производится эмиссия. При этом банк может размещать сертификаты на рынке ценных бумаг, беря на себя роль финансового агента между их эмитентом и покупателем, одновременно становясь поручителем (гарантом) возвратности средств в случае провала проекта строительства. Поручителем по жилищным сертификатам может быть и страховая компания.

*Натуральный доход* по жилищным сертификатам получается при погашении жилыми объектами недвижимости соответствующей площади, а *денежный* – при погашении по цене строительства 1 м<sup>2</sup> общей площади объекта, построенного на средства от продажи жилищных сертификатов.

Поскольку погашение сертификата происходит из расчета одна ценная бумага – единица площади жилого объекта недвижимости, эмитент жилищных сертификатов может использовать нетрадиционные формы предоставления объектов:

- обмен жилого объекта недвижимости меньшей площади на объект большей площади с передачей эмитенту жилищных сертификатов в количестве, равном разнице между площадями;

- предоставление льготных условий продажи пакетов жилищных сертификатов.

На операции с жилищными сертификатами распространяются правила налогообложения, применяемые к другим ценным бумагам: отсутствие начисления и уплаты НДС, освобождение от уплаты подоходного налога в определенном размере в случае получения дохода от продажи жилищных сертификатов физическим лицам.

В процессе строительства жилого объекта недвижимости жилищные сертификаты можно свободно покупать и продавать. Если купленных сертификатов недостаточно, чтобы получить жилой объект в момент сдачи первой очереди строительства, они подлежат погашению. При этом клиенту предлагают два варианта:

- 1) погашение денежными средствами по стоимости построенного жилого объекта недвижимости;

- 2) погашение жилищными сертификатами следующей серии с повышающим коэффициентом (поскольку стоимость сертификатов для строящегося объекта ниже стоимости законченного строительства).



Жилищные сертификаты можно трактовать как безвозмездную жилищную субсидию. Об этом свидетельствует ряд программ федерального и регионального значения, реализуемых на территории России.

Долговые ценные бумаги на этапе эмиссии оцениваются по номинальной, эмиссионной, рыночной и настоящей стоимости. *Номинальная стоимость* долговых ценных бумаг – это сумма, указанная на самих ценных бумагах и подлежащая к выплате инвестору по окончании срока займа, т. е. это стоимость погашения данного обязательства. *Эмиссионная стоимость* – это цена, по которой эти ценные бумаги приобретают инвесторы. *Рыночная стоимость* – это сумма, выплачиваемая на фондовом рынке по ценным бумагам с похожими условиями заимствования и риска.

На этапе эмиссии для долговых ценных бумаг, если они являются долгосрочными и по ним предполагается выплата процентов, рассчитывается настоящая стоимость. *Настоящая стоимость* долговых ценных бумаг – оценка реальной стоимости денежных средств состоянием на конкретный момент времени, если эти средства планируется получить в будущем. Величина настоящей стоимости ценных бумаг на этапе эмиссии зависит от срока получения денежных средств и рыночной ставки процента, характеризующей обесценение денежных средств во времени. Настоящая стоимость, рассчитанная по рыночной ставке процента с учетом срока получения денежных средств, на дату баланса будет отличаться от ее фактической стоимости. В связи с этим настоящая стоимость ценных бумаг на дату баланса рассчитывается по методу эффективной ставки процента.

На рынке ценных бумаг находятся облигации двух типов. Купонные облигации продаются по номинальной стоимости и обеспечивают владельцу облигации регулярные купонные выплаты плюс получение номинала в срок погашения облигации. Бескупонные, чисто дисконтные облигации продаются по дисконтной цене ниже номинала, и выплата по ним производится один раз в день погашения облигации, когда владелец облигации получает ее полную стоимость. При оценке облигаций обоих типов основное значение имеет концепция приведенной стоимости, под которой в общем случае понимают ту сумму денег, которую инвестор должен заплатить за финансовое или реальное средство, чтобы через определенные промежутки времени это средство приносило требуемые инвестором суммы денег.<sup>1</sup>

Приведенную стоимость PV облигации высчитывает по формуле:

$$PV = P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+i)^t} + \frac{M_n}{(1+i)^n}, \quad (3.1)$$

где:

PV – приведенная стоимость облигации, равная цене P<sub>0</sub> облигации в момент ее покупки (при t=0);

---

<sup>1</sup> При подготовке использованы материалы Аскинадзи В. М. Рынок ценных бумаг. М., Международный институт эконометрики, информатики, финансов и права, 2002.

$C_t$  – периодические купонные выплаты по облигации  $M_n$  – номинальная стоимость облигации  $i$  – ставка дисконта;

$n$  – количество периодов, по окончании которых высчитываются купонные выплаты.

Приведенную стоимость  $PV$  бескупонных облигаций определяют по формуле (3.2), полагая величины купонных выплат  $C_t=0$ .

$$PV = P_0 = \frac{M_n}{(1+i)^n}, \quad (3.2)$$

Отметим, что использование формул (3.1) и (3.2) предполагает ряд условий: считается, что инвестор владеет облигациями вплоть до срока их погашения; время покупки облигаций совпадает со сроком купонной выплаты; формулу (4.3) применяют при ежегодных купонных выплатах, если же эти выплаты производят  $m$  раз в год, то в формулу следующие изменения:

1) уменьшают в  $m$  раз величины купонных выплат (каждая купонная выплата станет равной  $C_t/m$ );

2) уменьшают в  $m$  раз ставку дисконта (требуемую норму отдачи)  $i$ ;

3) увеличивают в  $m$  раз количество периодов, после которых осуществляются купонные выплаты.

Тогда формулу для подсчета текущей стоимости облигации со сроком погашения  $n$  лет и купонные выплаты по которой производят  $m$  раз в год, можно представить в виде:

$$PV = P_0 = \sum_{t=1}^{m \times n} \frac{C_t/m}{(1+i/m)^t} + \frac{M_n}{(1+i/m)^{m \times n}}. \quad (3.3)$$

Рассмотрим пример вычисления цены облигации  $P_0$  (что эквивалентно определению ее приведенной стоимости). Пусть имеется облигация со следующими характеристиками: номинальная стоимость –  $M_n=1000$ руб.; срок погашения –  $n=20$  лет; купонная выплата – 5%, т. е.  $C_t=0,0571000=50$  руб., производится раз в год; требуемая ежегодная норма отдачи (требуемая ежегодная доходность), или ставка дисконта, – 7%. Подставив эти данные в формулу (3.1), получим:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{20} \frac{50}{(1+0,07)^t} + \frac{1000}{(1+0,07)^{20}}. \quad (3.4)$$

Вычисления дают цену облигации на момент продажи:

$$P_0=529,7+258,4=788,1 \text{ руб.}$$

Определение стоимости бескупонных облигаций значительно проще. Предположим, что рассмотренная нами облигация является бескупонной, ее цена будет:

$$P_0 = \frac{M_n}{(1+i)^n} = \frac{1000}{(1,07)^n} = \frac{1000}{(1,07)^{20}} = 258,4 \text{ рублей} \quad (3.5)$$

Рассчитаем цену облигации в случае многократных купонных выплат в течение года: положим  $m=2$ , т. е. процент по облигации выплачивается раз в полгода. Для нашей облигации применительно к формуле (3.3) имеем:  $m \times n = 2 \times 20 = 40$ ;  $C_t/2 = 25$  руб.;  $i/2 = 3,5\%$ , значит:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{40} \frac{25}{(1+0,035)^t} + \frac{1000}{(1+0,35)^{40}}. \quad (3.6)$$

*Существует строгая взаимосвязь между ценой облигации, купонной выплатой, требуемой доходностью и сроком погашения:*

1. Цена облигации  $P_0$  и требуемая доходность (требуемая отдача)  $i$  находятся в обратной зависимости – повышение (понижение) величины  $i$  приводит к падению (росту) цены  $P_0$ .

2. Взаимосвязь между ценой облигации  $P_0$ , купонной выплатой  $C_t$  (выраженной в виде процента) и требуемой доходностью  $I$  проявляется следующим образом:

– когда процент  $C_t$  купонной выплаты равняется  $i$ , то цена облигации  $P_0$  равняется номинальной стоимости  $M_n$ . Поскольку величины номинала  $M_n$  и процента купонной выплаты  $C_t$  задаются изначально в момент эмиссии и не меняются вплоть до погашения облигации, а требуемая доходность  $i$  и текущая цена  $P_0$  облигации могут меняться под воздействием рыночных факторов, то справедливо и обратное утверждение: всякий раз, когда цена облигации совпадает с ее номиналом, требуемая доходность облигации равняется проценту купонных выплат;

– если купонная ставка процента  $C_t$  выше требуемой доходности  $i$ , текущая цена облигации превосходит ее номинальную стоимость;

– когда купонная ставка  $C_t$  становится ниже требуемой доходности, текущая цена облигации будет меньше номинала.

3. Цена облигации зависит от срока, оставшегося до ее погашения, причем эта зависимость определяется соотношением купонной ставки процента и требуемой доходности.

Как следует из таблицы 3.3., если купонная выплата  $C_t$  равняется требуемой доходности  $i$ , то цена облигации вне зависимости от срока, оставшегося до погашения, всегда равна номинальной стоимости (1000 руб. в нашем случае). Если же  $C_t \neq i$ , то цена облигации  $P_0$  равняется номиналу только в момент ее погашения. При этом, когда облигация имеет дисконт, т. е.  $C_t < i$ , то цена облигации постепенно повышается по мере приближения срока погашения; когда  $C_t > i$  и облигация может быть продана с премией, то цена облигации медленно падает с приближением срока погашения.

**Зависимость цены облигации от срока, оставшегося до ее погашения,  
при различных величинах  $C_t$**

Годы до погашений	$C_t=i=5\%$			$i=7\%>C_t$			$i = 3\%<C_t$		
	PV купонных выплат	PV номинала	$P_0$	PV купонных выплат	PV номинала	$P_0$	PV купонных выплат	PV номинала	$P_0$
20	623,1	376,9	1000	529,7	258,4	788,1	743,9	553,7	1297,6
15	519,0	481,0	1000	455,4	365,4	820,8	596,9	641,9	1238,8
10	386,1	613,9	1000	351,2	508,3	859,5	426,5	744,1	1170,6
5	216,5	783,5	1000	205,0	713,0	918,0	229,0	862,6	1091,6
1	48,6	952,4	1000	46,7	934,6	981,3	48,5	970,9	1019,4
0	0	1000	1000	0	1000	1000	0	1000	1000

Цена облигации, приобретаемой не в день выплаты купонных сумм, определяется по формуле:

$$P_0 = f \times \frac{C_t}{(1+i)^f} + \sum_{t=1}^{n-1} \frac{C_t}{(1+i)^{t+f}} + \frac{M_n}{(1+i)^{n-1+f}} + (1-f) \times C_t, \quad (3.7)$$

где  $f$  – коэффициент, подсчитываемый следующим образом:

$$f = \frac{\text{число дней между датой покупки и следующей купонной выплатой}}{\text{число дней в разорванном купонном периоде}}$$

При вычислении  $f$  необходимо учитывать следующие правила: 1) день покупки облигации не учитывается, а день купонной выплаты учитывается; 2) если при расчете денежных потоков от облигации используется календарный год, то необходимо в каждом месяце брать календарное число дней. Если же год принимается равным 360 дней, то каждый месяц считается равным 30 дням. В формуле (3.7):

– первое слагаемое – приведенная стоимость оставшейся части разорванной купонной суммы;

– второе слагаемое – приведенная стоимость оставшихся до погашения неразорванных купонных выплат;

– третье слагаемое – приведенная стоимость номинала;

– четвертое слагаемое – заработанная продавцом облигации часть разорванной купонной суммы, называемая *накопленным купоном*.

Существует несколько видов категории доходности облигаций, из которых наиболее часто применяют номинальную, или купонную; текущую и доходность к погашению.

*Номинальная доходность* (купонная ставка) показывает процентную величину суммарного ежегодного дохода, полученного от облигации в виде купонных выплат, по отношению к номинальной стоимости облигации:

$$\text{номинальная доходность} = \frac{\text{ежегодный купонный доход}}{\text{номинальная стоимость облигации}}$$

*Текущая доходность* устраняет первый недостаток номинальной доходности, так как при ее исчислении используется не номинальная, а текущая рыночная цена облигации:

$$\text{текущая доходность} = \frac{\text{ежегодный купонный доход}}{\text{номинальная стоимость облигации}}$$

*Доходность к погашению* (yield to maturity – YTM) является наиболее часто употребляемой мерой оценки доходности облигаций, поскольку она устраняет оба недостатка, присущих номинальной и текущей доходности. Существует несколько эквивалентных определений доходности к погашению.

*Первое определение* основывается на предложении, что инвестор всегда имеет альтернативу - вложить деньги, предназначенные для покупки облигации, в банк. В таком случае под доходностью к погашению облигации следует понимать ту единственную и неизменную ставку процента (с учетом начисления сложного процента через определенные промежутки времени), которая, будучи выплачиваемой банком на инвестированную сумму, обеспечивала бы инвестору получение тех платежей, которые предусмотрены условиями выпуска облигации.

*Второе эквивалентное определение доходности к погашению:* YTM – это такая ставка дисконта, при которой приведенная стоимость денежных потоков, обеспечиваемых облигацией (купонные выплаты и номинал), равна рыночной цене облигации  $P_0$  на момент вычисления текущей стоимости. Подобное определение доходности к погашению эквивалентно понятию *внутренней нормы отдачи* (internal rate of return – IRR) инвестиций.

*Третье альтернативное определение:* YTM – это средняя геометрическая годовая норма отдачи, которую инвестор ожидает получить от своей инвестиции в момент покупки облигации, рассчитывая держать облигацию вплоть до ее погашения.

В общем случае отдача облигации состоит из трех компонентов:

- 1) цены ликвидации (номинал  $M_n$  при погашении облигации; цена продажи  $P_{\text{прод}}$  в случае продажи облигации до срока ее погашения);
- 2) суммы купонных выплат за  $n$  периодов выплаты процентных сумм  $= n \times C_t$ ;
- 3) суммы процента на процент.



*Пример.* Пусть инвестор приобретает облигацию со сроком погашения 30 лет по номинальной стоимости и с ежегодной купонной ставкой 8%. Если облигация приобретена по номиналу, то ее доходность к погашению, а следовательно, и прогнозируемая годовая средняя геометрическая норма отдачи равна купонной ставке и составляет 8%. Если в последующие 30 лет инвестор реинвестирует все полученные купонные суммы по ставке 8%, то его суммарный доход (отдача облигации) будет состоять:

1) из номинальной стоимости облигации, выплаченной в момент погашения (1000руб.);

2) купонных выплат (за 30 лет он 30 раз), т. е. суммарные процентные выплаты равны:  $30 \times 50 = 1500$  руб.;

3) процента на процент. Чтобы его высчитать, воспользуемся таблицей аннуитетов, которая показывает, что фактор аннуитета для 8% и 30 периодов равен 113,28. Значит, суммарная величина накопленного процента равна:  $113,28 \times 80 = 9062,7$ . Но из этой суммы 2400руб. составляют купонные выплаты, а чисто процент на процент равен:  $9062,7 - 2400 = 6662,7$ руб. Для получения такого дохода, а следовательно, и предполагаемой нормы отдачи (или, что равноценно, доходности к погашению) инвестор должен реинвестировать купонные суммы по ставке процента, равной доходности к погашению.

Поскольку третья компонента суммарной отдачи облигации предполагает начисление сложного процента на купонные выплаты, то очевидно, что эта компонента будет зависеть в основном от двух факторов – величины купонной выплаты и срока до момента погашения: с ростом величины купонной ставки и срока до погашения доля процента на процент в суммарном доходе повышается.

На практике многие инвесторы продают ценные бумаги раньше срока их погашения. В этом случае для суммарной отдачи облигаций необходимо вычислить три составляющие по отношению к дню продажи, а не к моменту погашения. Кроме того, вместо номинальной стоимости облигации (которую получают при ее погашении) необходимо брать цену ее продажи. При вычислении составляющих дохода облигации в будущем (к моменту ее продажи) главная сложность состоит в определении предполагаемой стоимости облигации в день ее реализации. Данная операция подразумевает прогнозирование рыночной ставки процента, по которой необходимо дисконтировать потоки денег, не реализованных к моменту продажи облигации. Для определения отдачи в момент продажи облигации необходимо пользоваться наблюдающимися, реализованными (а не прогнозируемыми) данными о цене продажи.

*Пример.* Предположим, что инвестор покупает по номинальной стоимости 1000 р. облигацию со сроком погашения 10 лет и ежегодными купонными выплатами 7% (если облигация приобретена по номинальной стоимости, то в момент продажи ее доходность к погашению также составляла 7%). Инвестор уверен, что ему удастся реинвестировать получаемые купонные выплаты по ставке 8% в течение семи лет, после чего он намерен продать облигацию. Из каких составляющих формируется его суммарный доход в момент продажи об-

лигации и чему будет равна доходность к моменту продажи, или средняя годовая геометрическая доходность облигации?

Определим предполагаемую цену продажи облигации, т. е. приведенную стоимость оставшихся потоков денег. До погашения облигации через 7 лет останется три года. Каждый год инвестор должен получать по 70 р. купонных выплат, а в момент погашения ему выплатят номинал (1000 р.). Ставка дисконта / = 8%. Отсюда цена продажи

$$P_{\text{пр.}} = \sum_{t=1}^3 \frac{70}{(1,08)^t} + \frac{1000}{(1,08)^3} = 973,8 \text{ руб.}$$

Остальные составляющие отдачи облигации находим исходя из того, что реинвестирование 70 р. по ставке 8% в течение 7 лет даст в общей сложности 624,6 р. Отсюда  $70 \cdot 7 = 490$  р. составят суммарные купонные выплаты, а  $624,6 - 490 = 134,6$  р. - проценты на процент.

Итак, суммарная отдача облигации через 7 лет в момент продажи будет состоять из цены продажи - 973,8 р.; суммарных купонных выплат - 490 р.; процентов на процент- 134,6 р.; итого:  $973,8 + 490 + 134,6 = 1598,4$  р. Ожидаемая средняя геометрическая годовая норма отдачи составит  $(1598,4/1000)^{1/7} - 1 = 0,0693$ , или 6,93%.

Новым краткосрочным долговым инструментом для российского фондового рынка являются *биржевые облигации*.

Привлекательность биржевых облигаций обусловлена преимуществами, заложенными в механизме их выпуска и обращения. Например, по сравнению с классическими облигациями достоинства нового вида ценных бумаг заключаются в отсутствии необходимости государственной регистрации и подготовки большого количества объемных эмиссионных документов. По сравнению с векселями это биржевое обращение характеризуется отсутствием рисков, связанных с «бумажным» характером векселя. В то же время при подготовке выпуска биржевых облигаций эмитент должен затратить много времени на выбор организаторов займа и юридического консультанта, согласование структуры и условий выпуска, подготовку маркетинговых материалов, формирование синдиката, проведение встреч с инвесторами и, наконец, на согласование документов с фондовой биржей. Это является существенным недостатком при необходимости привлечения краткосрочных заимствований, так как эмитенты вынуждены брать на себя дополнительный временной риск. Размещение биржевых облигаций может быть приостановлено решением ФСФР и фондовой биржи.

### 3.2. Вексель

Основные особенности вексельного института отчетливо наметились и получили развитие в середине XII в. в Италии. Становление рынка товаров в различных странах привело к распространению ремесла менял. Кроме того, значи-

тельные неудобства и опасности, связанные с перевозкой больших сумм денег, привели к возникновению и развитию новой формы обмена денег посредством расписок. Первоначально такого рода операции осуществлялись через отделения меняльных контор. Таким образом, простой обмен превращался в обязательство, дававшееся менялой, об уплате против полученных им наличных денег эквивалента в другом месте и через определенное время. Причем обязанность уплатить определенную сумму возлагалась на третье лицо, находящееся в месте платежа. Такое принятие на себя обязательства платежа впоследствии получило наименование «акцепта».

Таким образом, вексель возник из потребностей в переводе денег и оформлении отсрочки платежа при совершении каких-либо гражданских и имущественных операций.

Векселя имели широкое хождение в дореволюционной России, а также в годы нэпа, так как коммерческое кредитование носило повсеместный характер. После этого вексель практически не применялся во внутригосударственном хозяйственном обороте, несмотря на то, что широко использовался во внешнеэкономических операциях. Возрождение векселя в России произошло в 1991 г., когда он был полностью признан: всем государственным предприятиям разрешили вексельное кредитование и его применение в хозяйственных операциях. Тогда же появились региональные и общероссийские программы развития вексельного обращения. Самой первой стала программа Эмиссионного синдиката (ЭС) в составе ряда банков и Российского брокерского дома (РБД). Широкому распространению векселей способствовали обеспечение свободной торговли векселями на фондовых (в том числе биржевых) площадках, проведение постоянно действующих вексельных аукционов. Преимуществом корпоративных векселей является то, что они (в отличие от денег) не могут быть немедленно списаны за долги налоговыми службами, т. е. экономят налоги. Векселя можно заложить, внести в виде взноса в уставный капитал вновь образованной компании, а также учесть в банке, т. е. продать ему.

*Вексель* (от нем. Wechsel – обмен) – это ценная бумага, оформленная в строгом соответствии с требованиями закона, содержащая безусловное абстрактное денежное обязательство, выданное одной стороной (векселедателем) другой стороне (векселедержателю) и дающее его владельцу бесспорное право требовать по истечении определенного срока с лица, выдавшего (или акцептовавшего) обязательство, уплатить обозначенную в нем денежную сумму. Вексель сочетает в себе черты ценной бумаги и платежного средства. Он является абстрактно-денежным документом и в силу этого не обеспечивается залогом (залогом). Одно из отличий векселя от других долговых обязательств состоит в том, что вексель может передаваться из рук в руки по передаточной надписи – индоссаменту, проставляемой на оборотной стороне векселя или на добавочном листе (аллонже). При этом вместе с векселем другому лицу передается право на получение платежа. Реквизиты векселя определены законодательством и являются обязательными. Отсутствие в документе каких-либо из установленных обозначений лишает его силы векселя.

*Векселедатель* – заемщик, должник, выдавший кредитору (векселедержателю) вексель, по которому получен кредит и по которому к определенному сроку он должен погасить вексель, вернуть указанную в нем сумму денег. Векселедатель может указать какое-либо лицо для акцепта или платежа по векселю. При предъявлении требований со стороны векселедержателя векселедателю тот обязан уплатить:

- 1) неакцептованную или неоплаченную сумму векселя с процентами (при их обусловленности);
- 2) проценты со дня срока платежа;
- 3) издержки по протесту и другие издержки;
- 4) пеню со дня срока платежа.

Споры по обязательствам, вытекающим из векселя, рассматриваются на основе специального вексельного права, а не общего гражданского права (как в случае долговой расписки). В частности, в вексельном праве предусматривается жесткий и простой механизм взимания долга. В случае неплатежа векселедержатель может совершить у нотариуса протест, и нотариальная запись протеста (акт протеста) будет иметь силу судебного решения. Имея на руках опротестованный вексель, векселедержатель может обращаться в службу исполнения судебных решений для принудительного исполнения обязательства.

В соответствии с выполняемыми функциями различают векселя двух типов:

1) *товарный*, используемый при расчетах за товары, выполненные работы и оказанные услуги. Товарный вексель может быть выдан любым юридическим лицом. Бланки товарных векселей единого образца выпускаются Министерством финансов РФ и реализуются через банки;

2) *финансовый*, выдаваемый под полученные на возвратной основе денежные суммы. Финансовые векселя могут выпускать только организации, имеющие лицензию, выдаваемую Центральным банком Российской Федерации.

По схеме выпуска и обращения принято выделять:

1) *простой* вексель (иначе соло-вексель) – обязательство, выдаваемое заемщиком на имя кредитора;

2) *переводный* вексель (тратта) – письменный приказ одного лица (кредитора, именуемого трассантом) другому (заемщику, плательщику, именуемому трассатом) уплатить определенную сумму денег третьему лицу (предъявителю, именуемому ремитентом);

3) *коммерческий* вексель, выдаваемый заемщиком под залог товаров; банковский вексель – тратта, выставяемая банками данной страны на своих зарубежных корреспондентов (на иностранные банки);

4) *казначейские* векселя, выпускаемые государством для покрытия своих расходов.

*Простой вексель* – ценная бумага, удостоверяющая безусловное денежное обязательство векселедателя уплатить по наступлении срока определенную сумму денег £ владельцу векселя (векселедержателю). Векселя, срок платежа по которым не указан, рассматриваются как подлежащие уплате по предъявлении. Простой вексель чаще всего используется при оформлении ссуд. Простой век-

сель дает безусловное право его держателю (владельцу или предъявителю) требовать с лица, выдавшего (или акцептовавшего) вексель, уплаты оговоренной в нем денежной суммы.

В соответствии с Положением о простом векселе и независимо от того, что в этом векселе участвуют два лица, платеж по векселю может быть обеспечен полностью или частично посредством поручительства – авалья. Такое обеспечение дается третьим лицом (обычно банком) как за векселедателя, так и за каждое обязанное по векселю лицо. Оплатив вексель, авалист приобретает все права, вытекающие из векселя. Отметка об авале может быть сделана на векселе, добавочном листе или даже на отдельном листе за подписью авалиста с указанием того, за кого именно он дан. Авалист и лицо, за которое он поручился, несут солидарную ответственность.

Простой вексель содержит следующие реквизиты:

- 1) наименование «вексель» на том языке, на котором составлен документ;
- 2) простое и ничем не обусловленное обещание уплатить определенную сумму;
- 3) указание срока платежа;
- 4) указание места, в котором должен совершиться платеж;
- 5) наименование того, кому или по приказу кого платеж должен быть совершен;
- 6) указание даты и места составления векселя;
- 7) подпись векселедателя;
- 8) наименование плательщика.

*Переводный вексель* – ценная бумага, которая представляет особый письменный приказ кредитора (векселедателя) плательщику об уплате третьему лицу (векселедержателю) в указанный срок определенной суммы денег, указанной в переводном векселе. Векселедатель обязан уплатить вексельную сумму, если плательщик не акцептовал (не принял) вексель к оплате и не заплатил по векселю.

Субъектами переводного векселя являются:

- 1) векселедатель (трассант);
- 2) первый приобретатель (векселедержатель), получающий в силу векселя право требовать платеж по нему;
- 3) плательщик (трассат), которому векселедержатель предлагает произвести платеж.

*Обязательства по переводному векселю* для трассата (плательщика) возникают лишь с момента акцепта (принятия) им векселя, в противном случае он остается (для векселя) посторонним лицом. Исходя из этого получателю денег по векселю до наступления срока платежа следует выяснить отношение плательщика к оплате векселя. Для этого он предъявляет вексель трассату с предложением его акцептовать и, следовательно, принять на себя обязательства произвести платеж. В случае неоплаты векселя в указанный в нем срок или отказа трассата от акцепта вексель предъявляется к протесту.

*Протест переводного векселя* в неплатеже (неакцепте) и недатировании акцепта производится нотариусом. Векселедержатель для совершения протеста



должен предъявить такой вексель нотариусу по местонахождению плательщика. Нотариус в день принятия векселя к протесту предъявляет плательщику требование о платеже или акцепте векселя. Если после этого последует платеж, нотариус, не проводя протеста, возвращает вексель плательщику с надписью по установленной форме на самом векселе о получении платежа и других причитающихся сумм. Нотариусом составляется акт по установленной форме о протесте в неплатеже или неакцепте. Одновременно он делает соответствующую запись в реестре, а также отметку о протесте в неплатеже или неакцепте на самом векселе, если плательщик ответил отказом на требование произвести акцепт или платеж векселя.

Протест переводного векселя влечет за собой ряд последствий:

1. Органы суда по искам, основанным на опротестованных векселях, вправе выдавать судебные решения.

2. Наступает ответственность перед векселедержателем всех обязанных по векселю лиц, которые отвечают солидарно.

3. Неся определенные издержки, вызванные совершением протеста векселя и неполучением платежа по нему, векселедержатель вправе требовать с обязанных лиц сумму, большую, чем указано в векселе (неуплаченную вексельную сумму с процентом).

Простой вексель выписывает и подписывает векселедатель. В российской коммерческой практике используются преимущественно простые векселя. Это объясняется тем, что структура отношений при применении простого векселя проще, чем при использовании переводного. Кроме того, российское законодательство предусматривает уплату налога на операции с ценными бумагами в размере 0,3% от суммы сделки, который должен взиматься при заключении договора купли-продажи переводного векселя и не взимается с аналогичной сделки по простому векселю.

Простые векселя могут быть использованы во взаиморасчетах, для вексельного кредитования, для привлечения денежных средств.

В зависимости от формирования доходов векселя делятся на процентные и дисконтные. Процентные векселя – это ценные бумаги, на вексельную сумму которых начисляются проценты. Дисконтные векселя – это ценные бумаги, которые продаются со скидкой по отношению к вексельной сумме. Дисконт – это разница между вексельной суммой и суммой платежа при продаже векселя.

Согласие принять плательщиком на себя обязательства оплатить вексель в срок получило название «вексельный акцепт». Именно акцепт делает вексель платежным средством. Вексель может быть предъявлен для акцепта до наступления срока платежа плательщику в его местонахождении (местожительстве). В некоторых ситуациях акцепт не обязателен. В любом случае векселедатель может воспретить в векселе предъявление его к акцепту. Плательщик, не акцептовавший вексель, не является ответственным по векселю, несмотря на то, что может оплатить его. При отказе плательщика от оплаты наступает ответственность трассанта как плательщика. Векселедатель может обусловить, что вексель должен быть предъявлен к акцепту с назначением или без назначения срока. Обычно чтобы подтвердить обязательство плательщика оплатить вексель, пре-

дусматривающий отсрочку платежа, к акцепту предъявляются срочные векселя. Акцепт нужен и для векселей сроком «платеж во столько-то времени от предъявления», а также в случаях, специально оговоренных условиями вексельного обращения. Вексель может быть предъявлен к акцепту с наступлением срока платежа. Вексель с оплатой «в определенный срок от предъявления» должен быть представлен акцепту в течение одного года. Векселедатель может изменить этот срок в любую сторону. Такой акцепт должен быть датирован днем, в котором он был выписан, если векселедержатель не потребует, чтобы он был датирован днем предъявления. Платательщик может потребовать предъявления векселя на следующий день.

Акцепт отмечается на векселе пометкой «акцептован» или равнозначным словом и подписывается платательщиком (достаточно и одной подписи платательщика на лицевой стороне векселя). Обычно вексель к акцепту предъявляют держатели или трассанты, а платательщик может ограничить его частью суммы. Акцепт должен быть простым и ничем не обусловленным. Производится он, как правило, через банк. Как только платательщик письменно сообщает о своем акцепте или когда он возвращает акцептованный им вексель векселедержателю, его обязанность по векселю становится безотзывной. Вместе с тем акцепт не обязательное условие для оплаты векселя платательщиком. Иногда и при использовании простого векселя требуется распространение на него правил об акцепте. В этом случае векселедатель назначает в качестве платательщика самого себя.

*Поручительство по векселю обрело другое название векселя – аваль - (авалист), или гарант.* Оформляется гарант надписью на векселе или на аллонже либо выдачей отдельного документа (уже не для всех держателей, а для одного – с указанием места выдачи документа). Лицо, совершившее аваль (авалист), принимает на себя ответственность за выполнение вексельных обязательств кем-либо из обязанных по векселю лиц – акцептантом, векселедателем, индосантом. Аваль широко используется в практике обращения простых и переводных векселей. В России авалистами часто выступают представители хозяйственной и административной сферы, особенно часто - банки. Авалист должен указать, за кого он гарантирует. Если в векселе не указано, за кого дан аваль, считается, что он дан за трассанта (векселедателя). Здесь появляется новая фигура вексельного обращения – гонорат, обязанное по векселю лицо, в отношении которого с поручительством за него выступило третье лицо. Ответственность авалиста и гонората одинакова.

Оплатив вексель, авалист имеет право требовать возмещения ущерба с того лица, за которого он дал аваль, а также с лиц, ответственных перед последним. Кроме того, авалист вправе ограничить свое обязательство суммой, сроком либо каким-то другим условием. Подпись, поставленная на лицевой стороне векселя, признается за аваль, но лишь в случае, если она не принадлежит векселедателю (трассанту) или платательщику.

Форма кредитования банком векселедержателя путем досрочной выплаты ему указанной в векселе суммы за вычетом процентов с момента учета векселя до срока платежа по нему, а также суммы банковской комиссии называется *век-*

*сельным кредитом.* При этом свои права по векселю при этом векселедержатель передает банку посредством индоссамента.

В качестве обеспечения векселя заемщика принимаются:

- 1) гарантии банков и финансовых структур;
- 2) страховые обязательства;
- 3) гарантии органов государственного управления;
- 4) государственные и муниципальные ценные бумаги, облигации;
- 5) акции и ценные бумаги, находящиеся в собственности заемщика;
- 6) недвижимое имущество и имущественные права заемщика;
- 7) плата за услуги заемщика;
- 8) товарные активы, подтвержденные складскими и товарораспорядительными документами;
- 9) другие формы обеспечения, признанные оператором достаточными.

*Кредитор имеет право:*

- 1) требовать от заемщика представления по предмету договора займа необходимых документов, указания уровня доходности  $i$ , векселя заемщика;
- 2) отказать в предоставлении займа при неподтвержденной ликвидности объектов обеспечения займа;
- 3) организовывать биржевой и внебиржевой оборот векселей заемщика;
- 4) осуществлять торговлю векселями заемщика по согласованию с ним либо при нарушении условий договора займа и т. д.

*Заемщик имеет следующие права:*

- 1) депонировать векселя до завершения передачи залога на счете «депо» в банке заемщика под свою ответственность;
- 2) заключать договоры непосредственно с головными операторами;
- 3) заключать форвардные контракты с операторами на продажу обеспеченных векселей заемщика;
- 4) получать вознаграждение от операторов при условии совместного выполнения программных мероприятий по ликвидации неплатежей.

Переход (или передача) векселя из одних рук в другие, движение векселей в сфере обращения как денежных документов от одного лица к другому в соответствии с необходимостью осуществления между ними вексельных расчетов называется вексельным обращением. Эмитентами векселей могут быть все официально признанные хозяйствующие субъекты.

Высокая обращаемость векселей позволяет решать проблемы взаимных расчетов и неплатежей. Поскольку число индоссаментов ничем не ограничено, достаточно ликвидные векселя за непродолжительное время могут сократить неплатежи на суммы, в десятки раз превышающие номиналы векселей. Векселями погашаются долги перед контрагентами и задолженность перед местным бюджетом и государственными внебюджетными фондами.

С векселями осуществляются различные операции:

- 1) *домицилирование* – это оплата векселя по поручению клиента (векселедателя), который по предварительной договоренности с банком указывает место платежа;

2) *инкассирование* – это выполнение поручения векселедержателя по получению в установленный срок причитающихся платежей по векселю;

3) *дисконт векселей* – это их учет (прием, приобретение) в банках, в ходе которого банк получает учетную ставку;

4) *форфейтирование*, т. е. покупка вексельных долгов, когда векселедержатель делает передаточную надпись покупателю с оговоркой типа «без оборота на меня»;

5) *депонирование векселей*, т. е. их сдача на хранение в специализированные финансово-кредитные и инвестиционные институты.

Для эффективного вексельного обращения необходимы следующие условия:

1) оперативная система взыскания долга по векселю и эффективная система рассмотрения вексельных споров;

2) создание вексельных судов для ускорения процедуры рассмотрения вексельных исков и взыскания по неплатежам;

3) действие вексельных центров по обслуживанию корпоративных долговых обязательств в качестве финансовых посредников и т. д.

*Особенности обращения векселей заключаются в* значительном разбросе цен на рынке; ограниченном круге участников на рынке корпоративных векселей; выдвигании эмитентом в ряде случаев дополнительных условий и ограничений; использовании векселя как средства расчета с кредиторами.

В деловой практике обращения векселей принята следующая терминология.

*Вексель дружеский* - вексель, не связанный с реальной коммерческой сделкой. Кредитор по одному векселю является должником по другому. Например, векселедатель, испытывающий финансовые затруднения, выписывает дружеский вексель первому векселедержателю, который использует такой вексель для последующих расчетов. В дальнейшем, когда векселедатель рассчитывается по векселю, первый векселедержатель компенсирует ему расходы.

*Вексель дутый* - вексель, не имеющий товарного покрытия и никакой ценности, жаргонное обозначение дружеского векселя, в частности, такого, сумма которого завышена для создания иллюзии прибыльности.

*Вексель акцептованный* - вексель, имеющий согласие (акцепт) плательщика (трассата) на его оплату. Акцепт оформляется надписью на векселе («акцептован», «принят», «обязуюсь заплатить» и т. д.) и подписью трассата, может быть просто подписан плательщиком на лицевой стороне векселя. Он имеет силу акцепта. Плательщик посредством акцепта принимает на себя обязательство оплатить вексель в срок. В случае неплатежа векселедержатель может предъявить акцептанту прямой иск.

*Вексель банковский* помогает банкам аккумулировать деньги, а векселедержателям - получать доход. Удостоверяет при наступлении условленного срока беспорное право владельца получить и безусловное обязательство векселедателя уплатить определенную сумму денег лицу, давшему банку деньги в кредит.

Банковский вексель является средством накопления, так как выполняет функцию срочного депозита (от 1 недели до 1 года). При получении, например,

денежного кредита может использоваться векселедержателем в качестве залога под выгодный процент у другого займодавца. Кроме того, он является средством оплаты и гарантии по товарным сделкам и другим хозяйственным услугам. Передаточной надписью (индоссаментом) векселедержателя может быть передан в качестве средства платежа другому юридическому или физическому лицу.

*Вексель предъявительский* - вексель, который подлежит оплате немедленно по требованию предъявителя.

*Вексель безусловный* - вексель, не обремененный никакими условиями и подлежащий по предъявлении оплате наличными.

*Вексель бронзовый* - дутый частный финансовый вексель, не имеющий никакой ценности. Он выписывается либо вымышленными фирмами, либо двумя субъектами друг на друга, после чего учитывается в банке. Бронзовый вексель является откровенно фиктивным. Гашение векселей для их оплаты осуществляется новыми векселями, которые учитывают в других банках, и т. д.

*Вексель встречный* - вексель, по которому два лица выступают по отношению друг к другу в качестве кредиторов и заемщиков. Выдается двумя лицами друг другу с целью учета этих векселей в банке, а не на основе состоявшейся между ними сделки.

*Вексель гарантийный* - вексель, выданный в обеспечение хозяйственной сделки без получения векселедателем от векселедержателя означенной в нем суммы.

*Вексель домашний* - переводный вексель, выставленный банком на свое отделение или филиал, расположенный за рубежом.

*Вексель домицилированный* (от лат. *domicilium* - местожительство) - вексель, имеющий оговорку, зафиксированную векселедателем, о том, что он подлежит оплате третьим лицом (домицилиатом) по месту жительства плательщика или в месте, отличном от места жительства векселедателя. Предъявляется к оплате домицилиату, который лишь своевременно оплачивает вексель за счет плательщика и предоставляет в его распоряжение необходимые средства, не являясь ответственным по векселю лицом. В современной коммерческой практике в качестве домицилиата обычно указывают банк, предварительно получив его согласие.

*Вексель казначейский* - краткосрочные государственные обязательства, разновидность ценных бумаг, выпускаемых государством в обращение для покрытия бюджетных расходов. Казначейские векселя в основном реализуются среди кредитных учреждений (банков) по цене ниже номинальной (с дисконтом к номинальной стоимости), а выкупаются по полной нарицательной стоимости сроком действия 3,6 и 12 месяцев. Эмиссию и погашение казначейских векселей производят центральные банки по поручению казначейств. Доход держателя казначейского векселя равен разнице между ценой погашения (номинальной) и продажной ценой. Обычно выпускается на предъявителя и не имеет процентных купонов. Покупка и продажа ценных бумаг на свободных денежных рынках является основой денежно-кредитной политики.



*Вексель коммерческий* - вексель, возникающий на основе торговой сделки, срок его действия - до 270 дней. Он выдается заемщиком кредитору под залог товара. Коммерческий простой (или переводной) вексель корпорации, правительственного агентства или банковской холдинг-компании, применяемый для краткосрочного кредитования, как правило, не имеет специального обеспечения, но подкреплен неиспользованными банковскими кредитными линиями. Такие векселя продаются непосредственно инвестору или дилерам с дисконтом к номиналу. Последние, в свою очередь, продают их инвесторам.

*Вексель обеспечительский* - при задолженности в течение длительного времени в случае необязательности или ненадежности заемщика от него может быть потребован обеспечительский вексель. Он хранится на депонированном счете заемщика и не предназначается для дальнейшего оборота, в этом случае вексель используется как обеспечение ссуды. Если платеж совершается в срок, вексель погашается. Если же выплата ссуды задерживается» должнику предъявляется претензия.

*Вексель опротестованный* - вексель, по которому векселедержателем нотариально удостоверен отказ должника от оплаты. Протест векселя - это официальное (нотариальное, судебное) подтверждение фактов, с которыми связано наступление определенных правовых последствий. Акт протеста удостоверяет факт отказа плательщика в платеже, акцепте и датировании акцепта. Совершение протеста в течение нескольких дней, следующих за днем платежа, позволяет держателю векселя предъявить иск всем лицам, несущим солидарную ответственность за главного должника.

Для удостоверения факта отказа от акцепта или платежа по векселю векселедержатель должен обратиться в установленный срок в нотариальный орган для совершения протеста. Держатель должен известить непосредственного индоссанта и трассанта об отказе в акцепте или в платеже в течение четырех рабочих дней, следующих за днем протеста. Каждый индоссант обязан в течение двух рабочих дней, следующих за днем получения соответствующего послания, сообщить своим индоссантам о полученном извещении. Такое уведомление предыдущего векселедержателя называется нотификацией. Индоссант, не пославший извещение в установленный срок, не теряет своего права, но несет ответственность за ущерб, который может произойти от его небрежности (в пределах, не превышающих вексельную сумму). Опротестованные векселя изымаются из оборота (не являются средством платежа, не могут служить обеспечением платежа в банк и т. п.). Протест в неакцепте освобождает от предъявления к платежу и от протеста в неплатеже. При условии включения в вексель оговорки «без протеста» для осуществления прав регресса векселедержатель освобождается от совершения протеста по векселю, но не избавляется ни от предъявления векселя в установленные сроки, ни от посылки извещения. Оговорка «без протеста» ускоряет рассмотрение дела. Должник автоматически признается банкротом, если по решению суда он отказывается платить по векселю. За совершение протестов всех видов в нотариальном учреждении взимается госпошлина.

*Вексель срочный* - вексель с фиксированным сроком, обозначенным на нем и ограниченным датой платежа по нему. Оплачивается он по полной стоимости, но возможен и частичный платеж, от которого векселедержатель не вправе отказываться. При оплате вексель погашается. Если векселедатель предусматривает начисление процента на вексельные суммы, то векселедержатель должен его выплатить. Это касается векселей со сроками оплаты по предъявлению или во столько-то времени от предъявления. В остальных векселях такое условие следует считать ненаписанным.

Векселя могут быть выставлены *на срок*:

- по предъявлении (предъявляются к оплате в течение 1 года с даты выдачи). Векселедатель может установить, что вексель не должен предъявляться к оплате раньше определенной даты, с которой начинается исчисление годового срока. Срок этот может быть изменен векселедателем или индоссантами в любую сторону;
- в установленный промежуток времени от предъявления. При этом срок платежа определяется датой акцепта (или датой протеста). Датирование акцепта здесь обязательно. Недатированный акцепт при отсутствии протеста в отношении акцептанта считается сделанным в последний день срока, предусмотренного для предъявления к акцепту;
- в установленный промежуток времени от даты составления. В этом случае срок платежа определяется сразу же в момент выставления (составления) векселя;
- на определенную дату. Такие векселя предъявляются к оплате в указанную дату (либо в один из двух следующих рабочих дней).

*Вексель товарный* - частный вексель, возникающий на основе реальных сделок по купле-продаже товаров в кредит.

*Вексель товарный* - вексель, выдаваемый банковским учреждением другому банковскому учреждению для получения взамен него денег. Срок их обращения не ограничен. Бланк банковского переводного векселя позволяет сделать на нем до 6 передаточных надписей (индоссаментов). Финансовые (банковские) векселя не связаны с реальной товарной сделкой, а служат средством мобилизации временно свободных денежных средств. Они являются лидерами рынка банковских ценных бумаг. На их основе оформляются ссуды между хозяйствующими субъектами либо просроченная кредиторская задолженность. В этом случае проводится вексельное кредитование, когда вместо денег заемщик получает от банка те или иные банковские векселя. Выписка таких векселей - сугубо банковская операция, на которую нужна лицензия. Операции с финансовыми векселями сопряжены с определенным риском, так как обычно гарантами по ним выступают банки-векселедатели. Обычно финансовые векселя передаются заемщику с дисконтом, но могут передаваться и по номиналу. Взамен заемщик выписывает срочное обязательство или вексель на сумму долга (если он получен с дисконтом) или на сумму долга плюс проценты на момент возвращения долга (если он получен по номиналу). Для банковских векселей, в отличие от большинства ценных бумаг, выпускаемых банками, не требуется регистрация Центрального банка, что чревато переоценкой банком своих кре-

дитных возможностей. Тем не менее они остаются популярным инструментом. Эти векселя могут быть выданы под депозиты. Они высоколиквидны, так как могут быть предъявлены любому члену банковского синдиката и досрочно погашены.

Существуют следующие виды финансовых (банковских) векселей: дисконтные, валютные, золотые, кратко-, средне- и долгосрочные, высоко- и низкоминальные и т. д.

*Вексель частный* - вексель, выданный частным лицом.

*Вексельная книжка* - сброшюрованные векселя, служащие универсальным средством при немедленной оплате. Вексельная книжка выпускается в обращение и продается коммерческими банками, содержит определенное количество векселей, сумма каждого из которых определяется ее обладателем. Все средства с расчетного счета клиентов могут быть направлены на покупку таких книжек и обращены в векселя.

Преимущество вексельных книжек состоит в том, что, в отличие от средств, находящихся на расчетных счетах, на вексельные суммы банк начисляет проценты, да и расчеты с использованием векселей происходят гораздо быстрее.

Обращение векселей регулируется *вексельным правом* - совокупностью юридических и правовых норм. Вексель - строго формализованный документ. Форма векселя, порядок его выставления, оплаты, обращения, права и обязанности сторон и все прочие вексельные правоотношения (например порядок предъявления исков в случае неакцепта или неплатежа) регулируются вексельным законодательством. Все, что не оговорено в вексельных нормативных актах, в случае с векселями запрещено (недействительно).

Операции с векселем регулируются особым (фактически международным) вексельным законодательством, в частности Женевской конвенцией 1930 г., на основании которой были приняты Постановление ЦИК СССР (1937 г.) и последующие документы в наше время. Женевский вексельный закон (или Единый образный вексельный закон - ЕВЗ) от 7 июня 1930 г. № 358-360 используют страны:

- подписавшие и ратифицировавшие или официально присоединившиеся к Женевской конвенции и издавшие на ее основе свои национальные вексельные законы (Австрия, Венгрия, Германия, Италия, Польша, Финляндия, Франция, Япония и др.);

- подписавшие, но не ратифицировавшие Женевскую конвенцию и официально не присоединившиеся к ним, но издавшие на ее основе свои национальные вексельные законы (Аргентина, Болгария, Румыния, Сирия, Турция, Эфиопия и др.).

Английский закон о переводных векселях 1882 г. применяется в Австралии, Англии, Индии, Канаде, США, ЮАР и др.

Среди стран с иными основами вексельного законодательства можно назвать Египет, Иран и пр.

В России, кроме того, правовые отношения на вексельном рынке основываются на законе «О переводном и простом векселе» от 11 марта 1997 г., который, например, устанавливает:

- вексельную дееспособность граждан, частных предпринимателей и юридических лиц РФ;
- абстрактный характер обязательства (текст векселя не должен содержать ссылок на основание, по которому он выдан);
- бесспорный характер обязательств по векселю, если он признан подлинным;
- безусловный характер обязательств (любое условие исполнения платежа, например, «подписание акта приемки», «передача таких-то ценностей», «наступление такого-то события» и т. п., не имеет юридической силы);
- денежный характер обязательства (не может считаться векселем обязательство, по которому уплата долга совершается товаром, оказанием услуг и т. п.);
- обязательность применения принципа документарности при составлении векселя;
- простую письменную форму (выпуск векселя в виде записи на счетах невозможен);
- строго установленную форму (вексель должен иметь обязательные реквизиты. Отсутствие хотя бы одного из них приводит к непризнанию документа векселем, превращает его в обычную долговую расписку или приказ о выплате денежных средств, выводит из сферы действия вексельного права и соответствующих ему процедур взыскания задолженностей и подчиняет рассмотрение обстоятельств, связанных с документом, нормам общего гражданского права);
- солидарную ответственность по векселю (при неисполнении обязательства основным должником векселедержатель может обратиться за взысканием долга к любому из прежних держателей векселя, который при его погашении приобретает право требования вексельной суммы<sup>1</sup> у любого из лиц, указанных в вексельной цепочке);
- соответствие пени по выставленному к оплате векселю учетной ставке ЦБ РФ.

Неурегулированные законодательством вопросы вексельного обращения могут быть решены с помощью организаций профессиональных участников вексельного рынка. Одной из них является Ассоциация участников вексельного рынка (АУВЕР), учрежденная в 1996 г. Задачей этой организации является, в частности, разработка правил и стандартов проведения операций с векселями.

Комиссия ООН по праву международной торговли (ЮНСИТРАЛ) ведет работу по унификации вексельного законодательства.

Функции вексельного законодательства:

1. Единообразный вексельный закон направлен на унификацию вексельных законов и устранение сложностей использования векселей в международных расчетах и служит базой для национального законодательства в большинстве стран.

2. Вексельное законодательство регулирует учет, обращение векселей и операции с ними.

---

<sup>1</sup> Денежная сумма, указанная в векселе и подлежащая платежу

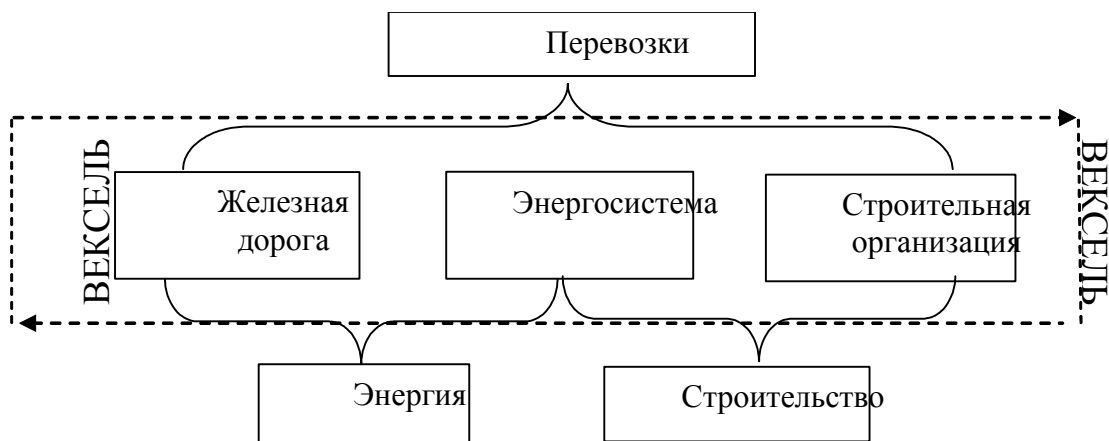
3. Вексельное законодательство определяет терминологию вексельного обращения, такие понятия, как «индоссамент», «векселедатель», «индоссант», «акцепт», «авалист» и т. д.

В соответствии с Женевской конвенцией вексель должен иметь следующие обязательные реквизиты: вексельную метку- наименование «вексель» в тексте документа; безусловный приказ или обязательство уплатить определенную сумму; наименование плательщика и первого держателя; указание срока платежа; указание места совершения платежа; наименование ремитента; указание даты и места составления документа; подпись векселедателя.

Документ, в котором нет указанных обозначений, не имеет силы векселя, за исключением специально оговоренных вексельным законодательством случаев. Так, векселя, срок платежа по которым не указан, рассматриваются как подлежащие уплате по предъявлению. Место, обозначенное рядом с наименованием плательщика (место составления документа), при отсутствии особых указаний считается местом платежа и местожительством плательщика (векселедателя). Вексель, в котором не указано, где он составлен, признается подписанным на месте, обозначенном рядом с наименованием векселедателя. Вместе с тем в векселе могут быть вексельные оговорки - предусмотренные законом отметки об особых обстоятельствах, не отраженных в тексте.

Рассмотрим наиболее распространенные вексельные схемы:<sup>1</sup>

1. *Применение простого векселя для проведения взаиморасчетов по строительству жилья* (рис. 3.6). Как правило, в таких операциях используют векселя надежных банков или транспортной, энергетической, металлургической и других отраслей, продукция или услуги которых достаточно ликвидны.



**Рис. 3.6** Схема применения простого векселя для проведения взаиморасчетов по строительству жилья

Допустим, железная дорога имеет кредиторскую задолженность перед энергосистемой за поставленную энергию в размере 5 млн р., но не имеет «живых»

<sup>1</sup> При подготовке использован конспект лекций: Секо Е. В. Финансирование и кредитование строительства. - СПб.: СПб ГАСУ, 2000



денег для ее оплаты. В таком случае она может выпустить вексель на эту сумму с обязательством уплатить ее через определенный срок. Энергосистема принимает данный вексель и передает его строительной организации, которой она должна авансировать строительно-монтажные работы, но не может этого сделать из-за отсутствия денег на расчетном счете. Строительная организация принимает вексель и использует его для погашения кредиторской задолженности железной дороге за услуги по перевозке грузов для строительства жилья.

Финансовая привлекательность такой схемы заключается в том, что строительная организация, принимая вексель, учитывает его с дисконтом (по цене ниже номинала). Величина дисконта будет зависеть от срока оплаты векселя (чем больше срок, тем выше дисконт) и от процентных ставок на рынке кредитов.

Предположим, что курсовая стоимость векселя железной дороги на фондовом рынке составляет 40% от номинала. В этом случае строительная организация зачтет аванс от энергосистемы, оплаченный векселем, в размере 2 млн р. Предъявив вексель железной дороге, строительная организация может погасить кредиторскую задолженность перед железной дорогой на сумму 5 млн р. Доход по такой сделке составит 3 млн р.

Эффект от таких сделок может быть очень значительным. Кроме того, такие схемы, как правило, предусматривают досрочное погашение кредиторских задолженностей перед векселедателем. Выпуск таких векселей (называемых иногда расчетными) сопровождается гарантийными письмами векселедателя с обязательством досрочно погасить вексель в счет кредиторской задолженности векселедержателя.

*2. Применение простого векселя для кредитования строительства жилья.* Заемщик получает кредит в банке не денежными средствами, а векселями, т. е. обращающимися долговыми обязательствами банка. При этом банку нет необходимости предварительно привлекать денежные средства и платить за их привлечение. Благодаря этому вексельный кредит может выдаваться под значительно более низкие проценты, чем обычные денежные ссуды (процент по вексельным кредитам может быть в 2-3 раза ниже, чем по обычным). Это весьма привлекательно для заемщика.

Как правило, схема выглядит следующим образом. Банк выдает строительной организации кредит в виде пакета собственных векселей. Строительная организация использует векселя банка как средство платежа для расчета с субподрядчиками и поставщиками, которые рассчитываются векселями банка со своими партнерами. При наступлении срока погашения векселедержатели предъявляют векселя в банк для оплаты деньгами. Банк выплачивает по векселям денежные средства за счет поступлений средств от заказчика строительной продукции. Деньги переводятся на расчетный счет строительной организации за выполненные объемы работ.

Необходимыми условиями являются высокая степень надежности банка и согласие участников на вексельные расчеты. Следует иметь в виду, что вексель не отменяет договора. Бухгалтерские проводки и налогообложение определяет именно сделка - независимо от того, выдан ли вексель поставщику, банку и т. п. Договор важен потому, что в него в случае неоплаты векселя могут быть вклю-

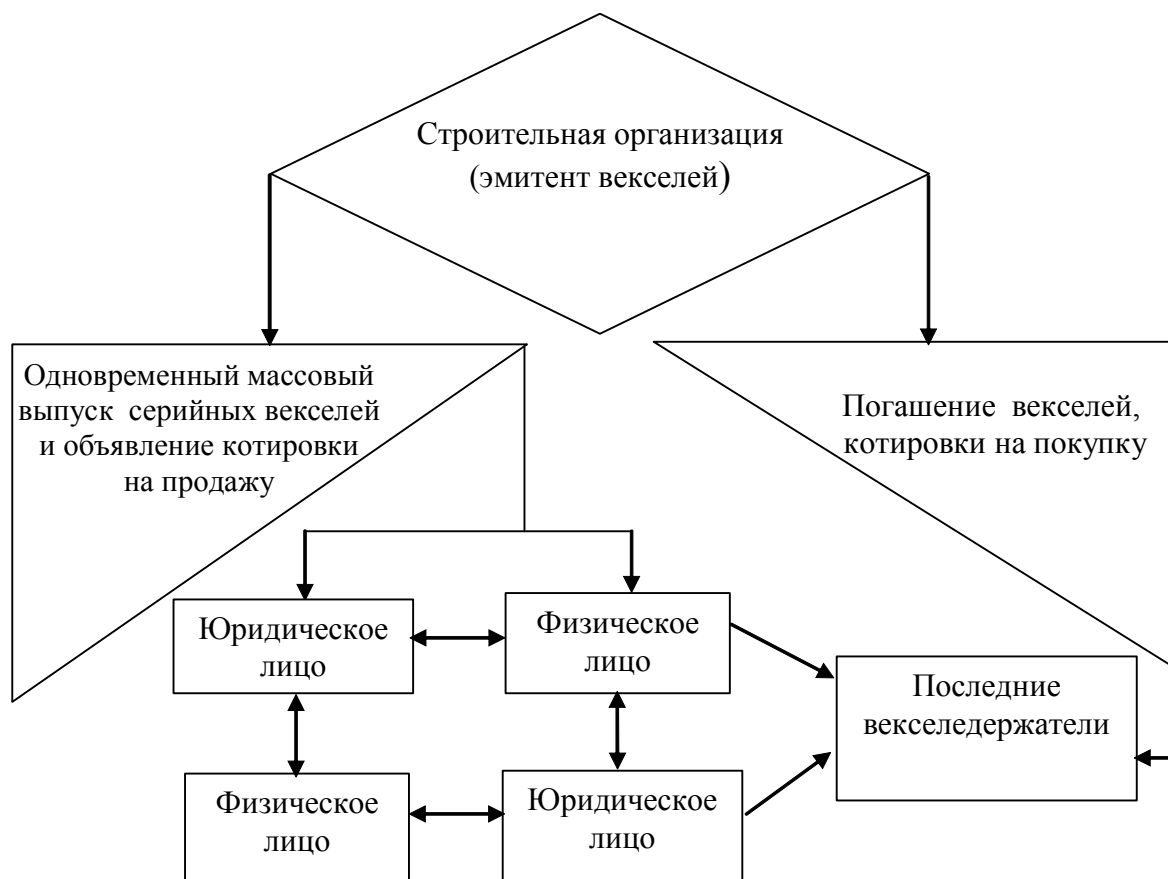
чены дополнительные (вневексельные) гарантии и штрафные санкции, помимо мер, предусмотренных вексельным законодательством.

Договор с использованием векселей должен быть заключен в письменной форме.

2. *Применение простого векселя для привлечения средств на строительство объекта недвижимости* (рис. 3.7). В отечественной практике привлечение средств с помощью векселей чаще всего используют банки, хотя векселя с той же целью может выпускать любая другая организация, например строительная.

При выдаче векселей коммерческими организациями не практикуется требование по резервированию средств, которые обязательны для банков.

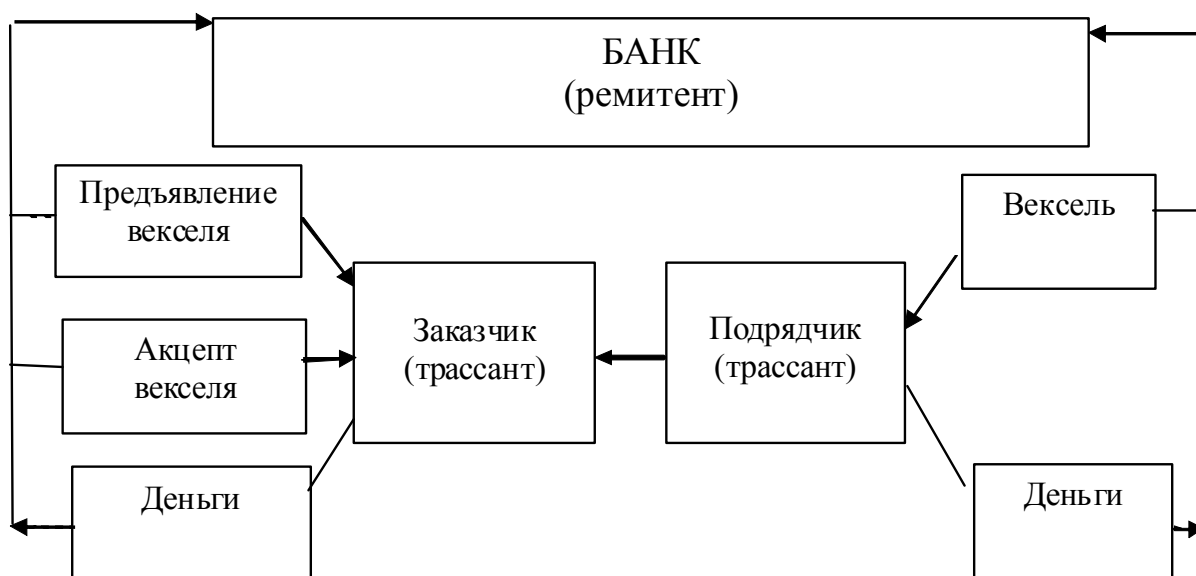
Ставка налога на доход по векселю значительно ниже общей ставки налога, что является мощным стимулом для вкладчика средств. Кроме того, вексель может быть использован как средство взаиморасчетов между юридическими и физическими лицами. При привлечении средств с помощью векселей эмитент производит одновременный массовый выпуск серийных векселей и объявляет их котировку на продажу. Любое юридическое или физическое лицо может приобрести вексель, если его устраивают надежность эмитента и доходность векселя.



**Рис. 3.7** Схема применения простого векселя для привлечения средств на строительство жилья

При выдаче векселя строительным организациям следует исходить прежде всего из собственной платежеспособности, так как неоплата векселя приведет к подрыву кредита со стороны как поставщиков, так и банков. Сроки и суммы выданных векселей не должны вести к ухудшению ликвидности. В договорах с поставщиками и субподрядчиками следует предусматривать порядок расчета векселями. В частности, в договорах необходимо указывать, что поставщик (или субподрядчик) предоставляет строительной организации кредит, плата за который производится в виде дисконта или процентной ставки, указанной на векселе, с целью отнесения этих выплат на себестоимость строительно-монтажных работ. На случай возможных трудностей с оплатой векселей желательно заключать с банками и страховыми компаниями договора, предусматривающие получение аваля данных организаций. При этом финансовая служба строительной организации обязана обеспечить соблюдение показателей структуры баланса, которая должна быть равна коэффициенту текущей ликвидности не менее 2 и коэффициенту обеспеченности собственными средствами - не ниже 0,1. Несоблюдение этих соотношений может свидетельствовать о появлении банкротства. Выдача векселей влияет на эти показатели.

3. *Использование переводного векселя для финансирования строительства жилья* (рис. 3.8). По условиям договора заказчик оплачивает строительно-монтажные работы строительной организации только после их полного завершения.



**Рис. 3.8.** Схема использования переводного векселя с целью финансирования строительства объектов недвижимости

4. Последняя, нуждаясь в средствах для проведения работ, получает кредит в банке и трассирует переводной вексель на заказчика, предлагая тем самым ему уплатить банку в определенный срок сумму взятого кредита. Переводной вексель акцептуется заказчиком, который после этого становится прямым должником по векселю, поскольку акцептант по переводному векселю обязан так же, как векселедатель по простому. Строительная организация передает переводной вексель в банк. В случае согласия принять его банк переведет на счет строительной организации сумму, обычно несколько меньшую вексельной. Разница составит доход банка.

### 3.3. Ипотечные ценные бумаги

На протяжении трех десятилетий ипотечное кредитование - неотъемлемая часть американского рынка ценных бумаг. За это время появились различные схемы, формы и виды ценных бумаг на базе ипотечного кредита. Однако первая и самая простая схема (так называемая сквозная - pass-through) остается одной из самых популярных. Она реализуется в основном через два государственных агентства (FNMA и GNMA) и одно полугосударственное (FHLMC).

*Ипотечный рынок* состоит из трех основных элементов: рынка ипотечных кредитов (первичного ипотечного рынка), рынка ипотечных ценных бумаг (вторичного ипотечного рынка, который тоже делится на первичный и вторичный) и рынка недвижимости.

*Рынок ипотечных кредитов* (первичный ипотечный рынок) охватывает сферу деятельности кредитора и заемщика, между которыми в соответствии с договором ипотечного кредитования возникают обязательства. Участниками первичного рынка выступают граждане и ипотечные банки, ипотечные компании и другие учреждения, предоставляющие гражданам кредиты под залог недвижимости (рис. 3.9). Если кредитором является банк, то для него важна возможность возобновления кредитных ресурсов, которые он может выдавать в виде новых долгосрочных ипотечных кредитов очередным заемщикам (для решения этой задачи организуется вторичный ипотечный рынок).

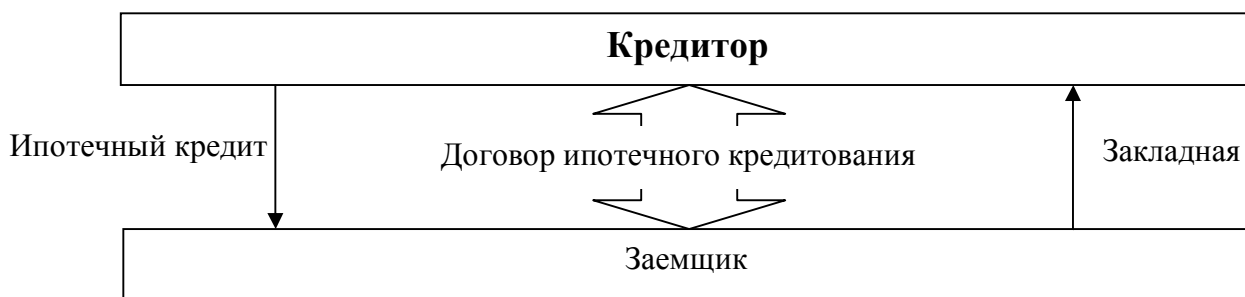


Рис. 3.9 Рынок ипотечных кредитов

Первичный ипотечный рынок охватывает всю совокупность деятельности залогодержателей (кредиторов) и залогодателей (заемщиков).

На рынке *ипотечных ценных бумаг* (вторичном ипотечном рынке) осуществляется продажа закладных по предоставленным ипотечным кредитам. Закладная - юридический документ о закладе (залоге) недвижимого имущества, удостоверяющий отдачу объекта недвижимости в обеспечение обязательств под кредит (ссуду).

Впервые понятие закладной как свободно обращающейся на рынке ценной бумаги появилось в федеральном законе 1998 г. «Об ипотеке (залоге недвижимости)» от 16 июля 1998 г. № 102-ФЗ. Закладная передается путем совершения очередной передаточной надписи (требуется лишь последующая государственная регистрация передачи), что упрощает передачу прав по рассматриваемым правоотношениям. Удобство закладной заключается в том, что она сама может быть предметом залога. Тем не менее рынок закладных в России так и не сформировался.

Особый интерес участников фондового рынка вызывают *ипотечные облигации* и *ипотечные сертификаты участия*. Определения, правила оборота и категории инвесторов в эти бумаги установлены ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» от 29 октября 2003 г. № 152-ФЗ.

*Облигация с ипотечным покрытием* - облигация, исполнение обязательств по которой обеспечивается залогом ипотечного покрытия. *Ипотечный сертификат участия* - именная ценная бумага, удостоверяющая долю ее владельца в праве общей собственности на ипотечное покрытие, право требовать от выдавшего ее лица надлежащего доверительного управления ипотечным покрытием, право на получение денежных средств, полученных во исполнение обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие, а также иные права, предусмотренные настоящим ФЗ.

Сертификат участия - новая бумага для нашего рынка, предполагающая более сложный финансовый механизм. Каждый покупатель ценной бумаги имеет свою долю в общей собственности на имущество, составляющее «покрытие» сертификатов. Владелец сертификата является как бы собственником ипотечных кредитов и одновременно выступает в качестве учредителя и выгодоприобретателя по договору доверительного управления этим имуществом. Он получает почти все средства, которые выплачивает по кредиту заемщик (за вычетом вознаграждения управляющего).

*Ипотечный агент* — специализированная коммерческая организация,<sup>1</sup> исключительным предметом деятельности которой является приобретение прав требования по кредитам (займам), обеспеченным ипотекой, и (или) закладных и которой в соответствии с настоящим ФЗ предоставлено право осуществлять эмиссию облигаций с ипотечным покрытием.

---

<sup>1</sup> Ст. 8 ФЗ РФ № 152. «Об ипотечных ценных бумагах» от 11 ноября 2003 года в ред. Федеральных законов от 29.12.2004 № 193-ФЗ, от 27.07.2006 № 141-ФЗ.



Предметом деятельности ипотечного агента может быть только приобретение требований по кредитам (займам), обеспеченным ипотекой, и (или) закладных, которые могут быть приобретены ипотечным агентом на основании договора купли-продажи, мены, цессии (уступки требования), иной сделки об отчуждении этого имущества, в том числе связанной с оплатой уставного капитала (акций) ипотечного агента этим имуществом, а также в результате универсального правопреемства.

Ипотечный агент имеет гражданские права и несет гражданские обязанности, необходимые для реализации указанной деятельности, которая может осуществляться только ипотечным агентом в форме акционерного общества. В уставе ипотечного агента должны быть определены предмет и цель деятельности в соответствии с ФЗ. Внесение в устав изменений и (или) дополнений, связанных с изменением и (или) дополнением предмета или цели деятельности, не допускается.

Полное фирменное наименование ипотечного агента на русском языке должно содержать слова «ипотечная специализированная организация» или «ипотечный агент».

Ипотечный агент не может иметь штат сотрудников. Полномочия единоличного исполнительного органа ипотечного агента должны быть переданы коммерческой организации, которая не может вести бухгалтерский учет этого ипотечного агента. Ведение бухгалтерского учета должно быть передано специализированной организации, которая не может осуществлять полномочия единоличного исполнительного органа этого ипотечного агента.

Ипотечное покрытие могут составлять только обеспеченные ипотекой требования о возврате основной суммы долга и уплате процентов по кредитным договорам и договорам займа, в том числе удостоверенные закладными, и (или) ипотечные сертификаты участия, удостоверяющие долю их владельцев в праве общей собственности на другое ипотечное покрытие, денежные средства в валюте Российской Федерации или иностранной валюте, а также государственные ценные бумаги и объекты недвижимости.

Требования по обеспеченным ипотекой обязательствам могут входить в состав ипотечного покрытия только при их соответствии следующим условиям:

- основная сумма долга по каждому договору или закладной не должна превышать 70% рыночной стоимости (определенной независимым оценщиком) недвижимого имущества, являющегося предметом ипотеки;
- договор об ипотеке не должен предусматривать возможность замены или отчуждения залогодателем заложенного недвижимого имущества, являющегося предметом ипотеки, без согласия залогодержателя;
- недвижимое имущество, заложенное в обеспечение исполнения соответствующего обязательства, должно быть застраховано от риска утраты или повреждения в пользу кредитора в течение всего срока действия обязательства. При этом страховая сумма должна быть не меньше суммы обеспеченного ипотекой требования;
- если должником является физическое лицо, его жизнь и здоровье должны быть застрахованы в течение всего срока действия обязательства. При этом

страховая сумма должна быть не меньше суммы обеспеченного ипотекой требования;

- предметом договора займа должны являться только денежные средства. Обязанность должника возвращать основную сумму долга и одновременно уплачивать проценты на нее периодическими платежами (за исключением первых 12 месяцев) должна предусматриваться не менее чем в 50% обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие.

Ипотечное покрытие не должны составлять требования в отношении закладных, заложенных в обеспечение иных обязательств.

Требования, обеспеченные последующей ипотекой, могут составлять ипотечное покрытие только при условии, что основная сумма долга по обязательству, обеспеченному предшествующей ипотекой, и основная сумма долга по обязательству, обеспеченному последующей ипотекой, в совокупности не превышают 70% рыночной стоимости (определенной независимым оценщиком) недвижимого имущества, являющегося предметом ипотеки.

Доля требований, обеспеченных залогом объекта недвижимости, строительство которого не завершено, не должна превышать 10% от размера ипотечного покрытия. Размер ипотечного покрытия определяют путем суммирования размера требований, суммы денежных средств и стоимости иного имущества, составляющих ипотечное покрытие, и в порядке, установленном федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Одно и то же имущество, в том числе требования по одним и тем же обязательствам, может входить в состав только одного ипотечного покрытия. Ипотечные сертификаты участия не могут входить в состав ипотечного покрытия, долю в праве общей собственности на которое они удостоверяют.

Требование по обеспеченному ипотекой обязательству, входящее в состав ипотечного покрытия, должно быть подтверждено:

- выпиской из Единого государственного реестра прав на недвижимое имущество и сделок с ним;

- договором об ипотеке, на котором совершена специальная регистрационная надпись, удостоверяющая проведение государственной регистрации в соответствии с законодательством РФ, или его нотариально удостоверенной копией;

- кредитным договором или договором займа, на основании которых возникло обеспеченное ипотекой обязательство, либо нотариально удостоверенной копией договора;

- закладной со всеми приложениями, если имели место составление и выдача закладной, или ее нотариально удостоверенной копией;

- документом, выражающим содержание сделки, по которой были переданы права кредитора и залогодержателя по обеспеченному ипотекой обязательству, и на котором совершена специальная регистрационная надпись, удостоверяющая проведение государственной регистрации в соответствии с законодательством, или его нотариально удостоверенной копией.

Учет требований и иного имущества, составляющих ипотечное покрытие, осуществляется путем ведения реестра ипотечного покрытия с указанием:

- суммы (размера) требования (в том числе основной суммы долга и размера процентов) или стоимости имущества;

- названия и достаточного для идентификации описания имущества, составляющего ипотечное покрытие, и (или) имущества, на которое установлена ипотека в обеспечение исполнения обязательства, требование по которому составляет ипотечное покрытие. Если таким имуществом является жилое помещение, в составе сведений о его месте нахождения не указывается номер жилого помещения (жилого дома, квартиры);

- рыночной стоимости (денежной оценки) имущества, на которое установлена ипотека;

- срока уплаты суммы требования или, если эта сумма подлежит уплате по частям, сроков (периодичности) соответствующих платежей и размера каждого из них либо условий, позволяющих определить эти сроки и размеры платежей (плана погашения долга);

- степени исполнения обязательства, требование по которому составляет ипотечное покрытие;

- иных сведений, установленных федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Требования или иное имущество считаются включенными в состав ипотечного покрытия с момента внесения соответствующей записи в реестр ипотечного покрытия. Реестр ипотечного покрытия должен вестись, в частности, с использованием электронной базы данных.

*Ограничение использования понятий, связанных с выпуском ипотечных ценных бумаг.*<sup>1</sup> Ни одно лицо, за исключением лиц, имеющих в соответствии с настоящим Федеральным законом право выпускать ипотечные ценные бумаги, не вправе привлекать денежные средства и иное имущество с использованием слов «облигации с ипотечным покрытием», «ипотечные сертификаты участия» и «ипотечное покрытие», а также не вправе использовать в своем наименовании слова «ипотечная специализированная организация» или «ипотечный агент» в любом сочетании.

*Эмиссию облигаций с ипотечным покрытием* могут осуществлять только ипотечные агенты и кредитные организации.

Облигации с ипотечным покрытием выпускаются в одной из форм, предусмотренных ФЗ от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее - ФЗ «О рынке ценных бумаг»). При документарной форме обязательным реквизитом сертификата облигации является указание о порядке и условиях выплаты дохода владельцам облигаций с ипотечным покрытием, а также о порядке и условиях погашения таких облигаций (ст. 9).

Облигации с ипотечным покрытием *должны закреплять право владельцев* на получение фиксированного процента их номинальной стоимости. Выплата процентов по облигациям с ипотечным покрытием осуществляется не реже одного раза в год (ст. 10).

---

<sup>1</sup> Статья 6 ФЗ РФ № 152. «Об ипотечных ценных бумагах» от 11 ноября 2003 года в ред. Федеральных законов от 29.12.2004 № 193-ФЗ, от 27.07.2006 № 141-ФЗ.

В решении о выпуске облигаций должны быть определены *срок их погашения* (частичного погашения) *и стоимость* (порядок ее определения), выплачиваемая *по каждой облигации при ее погашении* (частичном погашении).

Центральный банк РФ вправе устанавливать для кредитных организаций, осуществляющих эмиссию облигаций с ипотечным покрытием, правила расчета и значения следующих обязательных нормативов, определенных ФЗ от 10 июля 2002 г. № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)»: норматива достаточности собственных средств (капитала); нормативов ликвидности; размеров процентного и валютного риска. Кроме того, он устанавливает для таких организаций требования к раскрытию информации о своей деятельности дополнительно к требованиям, установленным другими федеральными законами.

При оценке облигаций с ипотечным покрытием рейтинговым агентством, признанным в порядке, установленном законодательством РФ, эмитент облигаций обязан раскрывать и предоставлять сведения о такой оценке.

В распространяемой или публикуемой информации об ипотечных сертификатах участия и осуществлении доверительного управления их ипотечным покрытием должны содержаться:

- полное или сокращенное фирменное наименование управляющего ипотечным покрытием; индивидуальное обозначение, идентифицирующее ипотечные сертификаты участия, удостоверяющие долю их владельцев в праве общей собственности на ипотечное покрытие; номер и дата регистрации правил доверительного управления ипотечным покрытием, а также номер и дата выдачи лицензии управляющему ипотечным покрытием;

- информация о местах (с указанием адреса и (или) номера телефона), где до приобретения сертификатов можно ознакомиться с правилами доверительного управления ипотечным покрытием, реестром ипотечного покрытия, а также иными документами, предусмотренными настоящим ФЗ и нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг;

- сведения об оценке сертификатов рейтинговым агентством, признанным в порядке, установленном законодательством РФ (в случае проведения такой оценки);

- положение о том, что стоимость сертификатов может увеличиваться и уменьшаться, что государство не гарантирует доходность инвестиций в данные сертификаты, а также сведения о том, что до приобретения ипотечных сертификатов участия следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления ипотечным покрытием.

Эмитент облигаций и управляющий ипотечным покрытием несут ответственность за содержание и форму распространяемой или публикуемой информации о выпуске ипотечных ценных бумаг, их ипотечном покрытии, в том числе за распространение или опубликование неточной, неполной или вводящей в заблуждение информации, а также за ее несвоевременное распространение или опубликование. Сведения не должны содержать:

- недобросовестную, недостоверную, неэтичную, заведомо ложную, скры-

тую, вводящую в заблуждение информацию;

- информацию, которая не имеет документального подтверждения;
- информацию, не имеющую непосредственного отношения к выпуску ипотечных ценных бумаг и их ипотечному покрытию;
- ссылки на утверждение или одобрение органами государственной власти какой-либо информации о деятельности, связанной с выпуском ипотечных ценных бумаг.

Коммерческая организация до получения соответствующей лицензии не вправе предоставлять для распространения или опубликования информацию о своей деятельности в качестве управляющего ипотечным покрытием.

Эмитент облигаций обязан обеспечить всем заинтересованным лицам возможность ознакомления с информацией, содержащейся в реестре ипотечного покрытия, а также получения копий реестра или выписок из него. Он также должен опубликовать информацию об эмиссии таких облигаций в соответствии с ФЗ «О рынке ценных бумаг», иными федеральными законами и нормативными правовыми актами РФ и правила доверительного управления ипотечным покрытием до начала выдачи ипотечных сертификатов участия и сообщения о регистрации изменений и дополнений, вносимых в правила доверительного управления ипотечным покрытием.

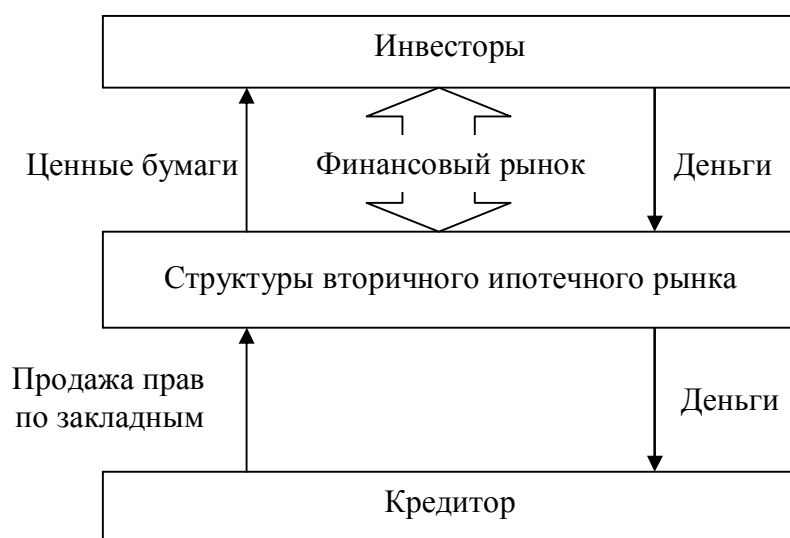
Согласно требованиям нормативных правовых актов федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, опубликованию подлежат:

- баланс имущества, составляющего ипотечное покрытие, бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках управляющего ипотечным покрытием;
- отчет об исполнении обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие, сведения о вознаграждении управляющего и расходах, подлежащих возмещению за счет имущества, составляющего ипотечное покрытие;
- иные документы в соответствии с настоящим ФЗ;
- информация о принятии решения о передаче прав и обязанностей по договору доверительного управления ипотечным покрытием другому лицу, которое имеет право выдавать ипотечные сертификаты участия.

Государственное регулирование выпуска ипотечных ценных бумаг, деятельности ипотечных агентов и управляющих ипотечным покрытием, а также государственный контроль за их деятельностью осуществляют федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг и Центральный банк в соответствии с законодательством Российской Федерации.

*На вторичном ипотечном рынке* (рис. 3.10) происходит формирование совокупного кредитного портфеля ипотечной системы за счет трансформации прав по обязательствам и договорам об ипотеке (закладных) в обезличенные ценные бумаги и размещения их среди долгосрочных инвесторов. Ипотека рассматривается уже как закладная, удостоверяющая права залогодержателя на объект недвижимости, и свободно обращается на рынке.





**Рис. 3.10** Рынок ипотечных ценных бумаг

Вторичный ипотечный рынок является связующим звеном между заемщиками и кредиторами на первичном ипотечном рынке, обеспечивая аккумуляцию денежных средств и направляя финансовые потоки в ипотечные кредиты. Чтобы ипотечные ценные бумаги могли получить правовой статус обращения на ипотечном рынке, они должны отвечать требованиям:

- обращаемости (способности покупаться и продаваться на рынке недвижимости). Являясь оборотоспособной ценной бумагой, закладная передается путем совершения очередной передаточной надписи (требуется лишь последующая государственная регистрация передачи);
- стандартности (формы, содержания, правила);
- доступности для гражданского оборота (быть объектом сделок с недвижимостью);
- документальности (содержать все предусмотренные законодательством реквизиты);
- регулируемости и признания государством;
- ликвидности.

Рынок ипотечных ценных бумаг также делится на *первичный* и *вторичный*. На первичном рынке осуществляется начальное размещение ипотечных ценных бумаг среди кредиторов. Экономическая сторона возникновения закладных, обеспеченных объектами недвижимости, связана с созданием условий предоставления значительному числу инвесторов возможности получить относительно дешевые и долгосрочные кредиты под залог ипотечных ценных бумаг и имущественных прав на объекты недвижимости. Особенности таких ценных бумаг являются превращение в ликвидную (денежную) форму имущественных прав на объекты недвижимости залогодателя; возможность их использования в качестве залога под ипотечный кредит.

Рефинансирование банков через механизм выпуска ипотечных облигаций под залог закладных происходит следующим образом:

- коммерческий банк заключает с юридическими и (или) физическими ли-

цами кредитные договора под залог недвижимости с оформлением соответствующих закладных;

- ипотечные агентства выкупают закладные у банка через выпуск облигаций, размещаемых на фондовом рынке;

- денежные средства, полученные от размещения облигаций на фондовом рынке, возвращаются к кредитору;

- государство гарантирует выплаты по облигациям.

Известны различные варианты организации работы, связанной с эмиссией ипотечных облигаций. В качестве примера можно привести деятельность Федерального агентства по ипотечному жилищному кредитованию (ФАИЖК), которое вместе с Центральным банком России и крупными банками-эмитентами ипотечных облигаций - должно рефинансировать ипотечные банки путем выкупа закладных (рис. 3.11).



**Рис. 3.11.** Схема ипотечного жилищного кредитования с участием Федерального агентства по ипотечному жилищному кредитованию

ФАИЖК, созданное в 1997 г., получает государственные гарантии, под которые выпускает облигации. Бумаги размещаются среди инвесторов. На вырученные средства ФАИЖК через свои региональные представительства выкупает закладные у банков (60% ипотечных кредитов, выданных с участием ФАИЖК, приходится на регионы). С 2003 по 2005 г. Агентство получило госгарантии на сумму около 9 млрд р. На 1 мая 2005 г. по схеме ФАИЖК предоставлено 16,5 тыс. кредитов на 6,6 млрд р. по средней ставке 15% годовых.

До 2006 г. государственные гарантии распространялись только на покупку банковских займов. Нововведения разрешают агентству использовать госгарантии «для приобретения прав требования по кредитам и займам, предоставленным банком, иной кредитной организацией или юридическим лицом гражданам... на приобретение жилых домов и помещений и обеспеченным ипотекой». Это позволяет ФАИЖК выкупать ипотечные кредиты как у жилищно-накопительного кооператива, так и у потребительского общества.

Кроме того, гарантии бюджета могут использоваться для приобретения ипотечных ценных бумаг, выкупа и погашения собственных облигаций ФАИЖК и даже для погашения «кредитов и займов, привлеченных агентством».

При создании агентства за основу была взята американская классическая модель ипотеки, поэтому нормативная база по ипотечному кредитованию в нашей стране опирается на двухуровневую систему. Общая схема организации работы по выпуску ипотечных облигаций выглядит следующим образом:

1. Эмитент формирует пул закладных.

2. Эмитент оформляет бланковую передаточную надпись на закладной и передает все документы по пулу ипотек документарному хранителю для проверки, сертификации и последующего хранения в течение всего срока действия пула. Документарный хранитель передает заключение по проверке ипотечному агентству, действующему в рамках рассматриваемой схемы, либо эмитенту. Эмитент направляет пакет документов для оформления гарантии (список ипотечных ссуд, составляющих пул; проспект эмиссии ценных бумаг; заключение документарного хранителя по ссудам) на рассмотрение и утверждение в агентство по ипотечному кредитованию.

3. Агентство проверяет полученные документы и, если они отвечают необходимым критериям, переводит право требования по ипотеке, составляющей пул, на себя и выдает гарантию по выпускаемым ценным бумагам. Эмитент обязан обслуживать пул, для чего агентство заключает с ним договор на обслуживание и выдает доверенность.

4. Эмитент публикует проспект эмиссии и размещает ценные бумаги. При размещении в реестре, ведущемся регистратором, открываются счета владельцев с зачислением на них ценных бумаг.

5. В ходе действия пула эмитент осуществляет обслуживание ипотеки, составляющей пул, учет и контроль платежей заемщиков, аккумулирует платежи, переоформляет закладные, ипотечные договоры.

6. Все платежи от заемщиков по ипотеке перечисляются на специальные счета, списания с которых производятся в строго определенных случаях: на оп-

лату гарантии агентства по ипотечному кредитованию, для компенсации услуг задействованных в схеме участников и на выплату процентов и основной суммы долга по облигациям.

Данная схема выпуска облигаций предполагает перевод прав требования по ипотечным кредитам от эмитента к агентству по ипотечному кредитованию на все время действия пула. В договоре может быть закреплено право агентства возвратить эмитенту закладные от пула при неплатежеспособности заемщиков по ипотеке. При этом агентство наделяет эмитента полномочиями по обслуживанию ипотечных кредитов, составляющих пул, на основании агентского соглашения.

Перевод права требования необходим для снижения риска неоплаты облигаций в случае неплатежеспособности или банкротства эмитента.

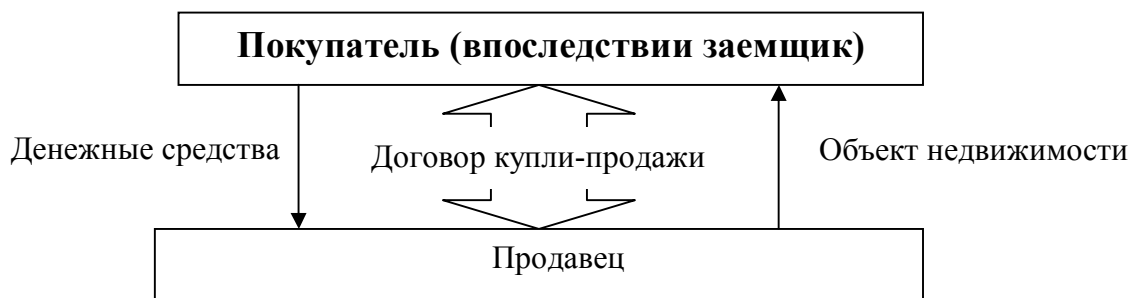
Вторичный рынок ипотечных ценных бумаг - это рынок, на котором происходит их оборот. Вторичный рынок не увеличивает стоимости привлеченных финансовых ресурсов, но создает механизм их ликвидности и спрос на ипотечные ценные бумаги. Стимулирование операций на вторичном рынке ипотечных ценных бумаг предполагает такие операции кредиторов, как выдача поручительств за заемщиков по переуступаемым кредитам и доверительное управление правами требования по ипотечным кредитам.

В США рынок ипотечных ценных бумаг представляет собой наиболее динамично развивающийся сегмент национального фондового рынка. В 2002 г. общий объем рынка ипотечных облигаций составил 4,3 трлн дол. (22% от общего объема облигаций в США), из них 1,67 трлн дол. пришлось на ипотечные ценные бумаги, выпущенные в предыдущем году (это 36,6% всей эмиссии долговых обязательств).

Наиболее распространенным в мире видом ипотечных ценных бумаг являются сквозные ипотечные сертификаты участия. Совокупная стоимость эмитированных бумаг такого типа только в Америке превышает 2 трлн дол.

В Италии и Германии рынок ипотечных ценных бумаг в последнее время вытесняется так называемыми банковскими облигациями. В этой схеме государство не участвует, ипотечный банк сам выпускает бумаги и сам кредитует заемщика. Ресурсы этих банков состоят из собственных накоплений и ипотечных облигаций. Этот путь позволяет быстро наращивать капитал банка.

*Рынок недвижимости.* Функционирование первичного и вторичного ипотечных рынков невозможно без рынка недвижимости, на котором происходят сделки с конкретными объектами, в частности купля-продажа объектов недвижимости, последующий залог которых обеспечивает дальнейшее функционирование ипотечных рынков (рис. 3.12).



**Рис. 3.12.** Рынок недвижимости

Рассмотрим взаимодействие первичного и вторичного ипотечных рынков, а также рынка недвижимости. Потенциальный заемщик обращается в ипотечный банк за кредитом. У клиента имеются определенные требования к объекту недвижимости. На основании предоставленной заемщиком и проверенной сотрудниками банка информации о доходах делается предварительный расчет максимально доступной суммы кредита и графика ежемесячных платежей, подбирается объект недвижимости. Если банк принял решение о выдаче кредита, то:

- между банком и заемщиком заключается кредитный договор, затем покупатель (заемщик) и продавец заключают договор купли-продажи объекта недвижимости, который регистрируется в ГБР;
- между банком и заемщиком заключается договор ипотечного кредитования, который также регистрируется в ГБР;
- заемщик страхует собственную жизнь, объект недвижимости и право собственности на него.

Таким образом кредитор создает первичный рынок ценных бумаг. Он может сохранить выданные закладные в собственном портфеле ценных бумаг или передать их другим инвесторам, которые создают вторичный рынок закладных. Покупая закладные, инвесторы обеспечивают банки дополнительными денежными средствами для новых кредитов. Компании, работающие на вторичном рынке, также могут сохранять ипотечные кредиты в собственном инвестиционном портфеле либо выпускать ценные бумаги, обеспеченные закладными.

Покупателями указанных ценных бумаг могут выступать коммерческие банки, инвестиционные и пенсионные фонды, страховые компании. При этом эмитент гарантирует держателям таких ценных бумаг своевременные ежемесячные выплаты процентов и основной части долга.

Когда банки предоставляют гражданам новые кредиты под залог объектов недвижимости, опираясь на финансовые ресурсы, мобилизованные на вторичном рынке, цикл повторяется.



## ГЛАВА 4.

### АКЦИИ КАК ОСНОВНОЙ ИСТОЧНИК СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА

#### 4.1. Структура собственного капитала

*Капитальные ценные бумаги* предназначены для образования или увеличения собственного капитала компаний, нацеленных на получение прибыли, которой они затем поделятся с держателями этих бумаг. К их числу относятся акции, облигации, паи кооперативов, инвестиционные сертификаты, закладные листы и их разновидности. Рынок капитальных ценных бумаг является основой формирования капитала АО.

Собственный капитал АО включает акционерный капитал и резервный, который создается за счет отчисления от прибыли (используется в качестве резервного фонда) для получения собственного капитала и выплаты дивидендов в периоды конъюнктурных спадов.

*Ценные бумаги - это авансированная часть собственного капитала компании.* Авансированный капитал имеет такую структуру:

- уставный капитал (акции, выпущенные в обращение по номинальной стоимости);
- сумма, полученная АО при реализации акций по стоимости, превышающей номинальную (эмиссионный доход);
- акции, выпущенные и распределенные между акционерами в счет дивидендов по номинальной стоимости.

Из суммы оплаченного капитала исключается стоимость акций, по которым осуществлена подписка, но полностью они не оплачены акционерами, а также стоимость акций собственной эмиссии, выкупленных у акционеров по цене, согласованной с учредителями.

В основу классификации авансированной части собственного капитала (уставный, паевой, дополнительно вложенный, неоплаченный и изъятый) положен принцип ее отражения на счетах бухгалтерского учета и в балансе компании.

В Великобритании (и в большинстве развитых западных стран) наиболее распространены такие организационно-правовые формы компаний, как акционерные общества и партнерства. Это свидетельствует о преобладании в собственном капитале доли инвестиционных взносов. Поэтому часто собственный капитал рассматривается как заимствованный компанией и подлежащий возвращению. Источники образования средств делятся на две группы: собственный (акционерный) капитал и ссудный (привлеченный) капитал. И первый, и второй являются обязательствами, долгами АО, потому что рано или поздно полученные средства придется возвращать. Авансированный капитал, составляющий незначительную долю в собственном капитале таких фирм, представ-

лен в отчетности в достаточно свернутом виде (в основном, как акционерный и дополнительный капитал).

Аналогично авансированный капитал представлен в балансах Франции и Греции (акционерный капитал и эмиссионный доход), Австрии и Швеции (акционерный капитал), Австралии (объявленный акционерный капитал и лаж на акции), Чехии (уставный фонд и капитальные фонды, в том числе эмиссионное ажио), Германии (уставный капитал), России (уставный и дополнительный капитал).<sup>1</sup> В Эстонии авансированный капитал делится на акционерный или паяевой капитал по номинальной стоимости; ажио (завышение / занижение номинальной стоимости); капитал, переданный по договору дарения; собственные акции или собственные паи (уменьшают сумму авансированного капитала).<sup>2</sup>

Французские компании могут выкупить и реализовать собственные акции только на определенных условиях: для передачи работникам, при уменьшении акционерного капитала или с целью регулирования ситуации на рынке, если компания включена в листинг (в этом случае она может заключать соглашения не более чем с 10% акций). Выкупленные собственные акции показываются в балансе как актив.<sup>3</sup>

В Бельгии авансированная часть собственного капитала представлена акционерным капиталом; премиями по акциям (разница между эмиссионной ценой и номинальной стоимостью, не подлежащей распределению); инвестиционными дотациями. Неоплаченные суммы объявленного капитала учитываются в составе дебиторской задолженности.<sup>4</sup> В Украине, в зависимости от стадии формирования, акционерный капитал может быть объявленным, подписанным, оплаченным, выкупленным.

Структура собственного капитала представлена на рис. 4.1.

Собственный капитал является абстрактной стоимостью имущества, принадлежащего владельцам АО. Сумма собственного капитала, отраженная в балансе, зависит от оценки активов и обязательств. Как правило, совокупная сумма собственного капитала только случайно может соответствовать совокупной рыночной стоимости акций компании или сумме, которую можно получить путем продажи чистых активов частями или АО в целом на основе принципа непрерывности.

В свое время в марксистской литературе получило распространение понятие «фиктивный капитал», которым обозначался не реальный капитал, пред-

---

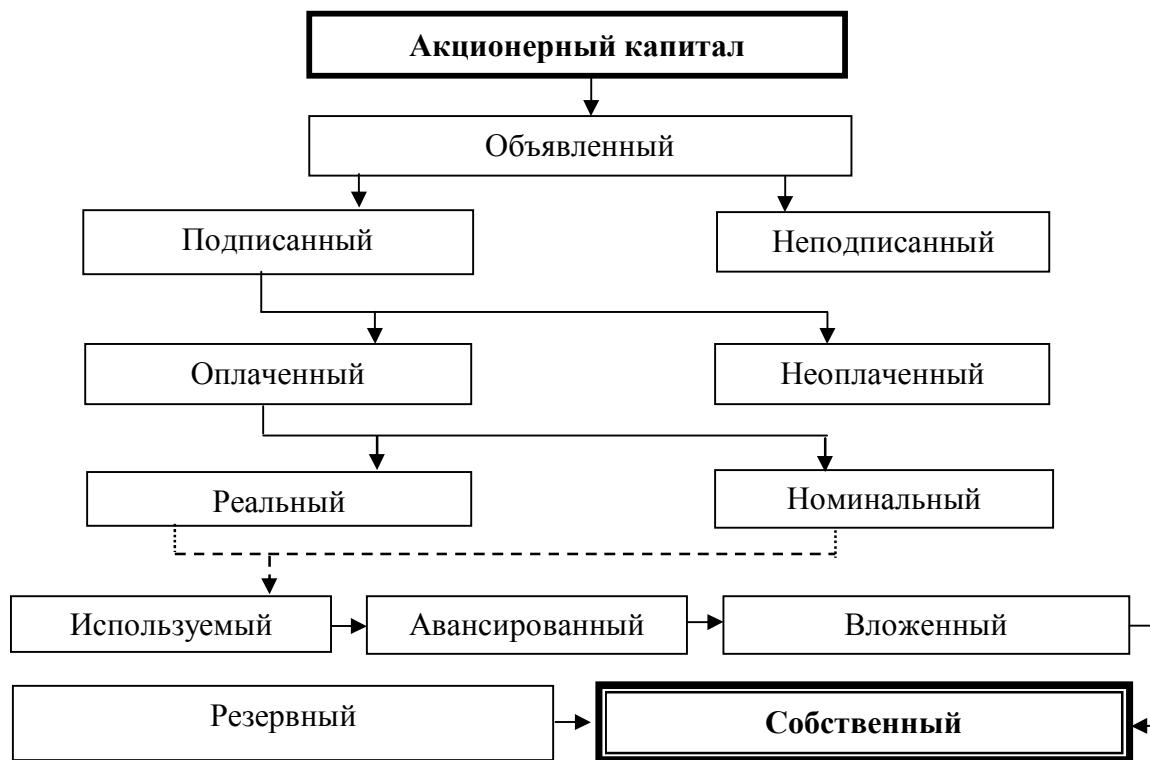
<sup>1</sup> Волкова О. Н. Бухгалтерский учет в Великобритании // Бухгалтерский учет. - 1999. - № 9. - С. 96-102; Ришар Ж. Бухгалтерский учет: теория и практика / Пер. с фр.; под ред. Я. В. Соколова. - М: Финансы и статистика, 2000. - 160 с; Островский О. М., Ковалев В. В. Интеграция России в международное бухгалтерское сообщество // Бухгалтерский учет. - 2002. - № 5. - С. 73-78; Молоток Я. В. Консерватизм как основной принцип бухгалтерского учета: опыт Германии // Бухгалтерский учет. - 1999. - X» 8. - С. 105-108.

<sup>2</sup> Линнакс Э. Книга о бухгалтерских счетах / Пер. с эстон. А. Свирина; ред.: В. Вайнгорт, Л. Павлова. - Таллин: Изд-во «Из первых рук», 1996. - 212 с.

<sup>3</sup> Соколов Я. В., Семенова М. В. Бухгалтерский учет во Франции // Бухгалтерский учет. - 2000. - №5. - С. 69-77.

<sup>4</sup> Дымова И. Э. Учет в Бельгии // Бухгалтерский учет. - 2001. - № 22. - С. 56-60.

ставленный в виде фабрик и заводов, товарных запасов, машин и оборудования, золота и денег, а его отражение в ценных бумагах. Такая трактовка раскрывает акции как ценные бумаги, не создающие стоимости или прибавочной стоимости, однако указывает, что фиктивный капитал, представленный в акциях, тесно связан с промышленным капиталом, который обладает способностью самовозрастать и создавать стоимость.<sup>1</sup>



**Рис. 4.1** Структура собственного капитала АО

Сегодня возможны две формы обращения финансово-кредитных инструментов - документарная и бездокументарная (в виде электронных файлов). Еще пару десятилетий назад безналичная форма существования ценных бумаг означала записи в особых книгах, которые хранились у специальных регистраторов. В настоящее время чаще всего используют электронные записи, которые по своей природе виртуальны, что полностью снимает ограничения (территориальные и временные) с прежнего фиктивного капитала.

Акционерный капитал - это основной базовый первоначальный капитал АО, образующийся в результате выпуска и продажи акций. Складывается он из средств акционеров, объединенных для получения прибыли, и, по сути, представляет собой смешанную форму собственности.

<sup>1</sup> Политическая экономия /Академия наук СССР. -М.: Политическая литература, 1954.-С. 175.

Различают *неоплаченный акционерный капитал* - часть акций, которую акционеры еще не оплатили, и *полностью оплаченный* - образующийся в результате полной оплаты акционерами купленных акций.

Капитал в форме акций получил наибольшее распространение благодаря ряду преимуществ. Создание АО позволяет за небольшой промежуток времени собрать значительные суммы, которые служат основой для нового производства или развития имеющегося. Так, российские железные дороги развиваются в основном благодаря созданию акционерных обществ. Акции позволяют в короткие сроки перемещать средства из одной отрасли в другую, а также между компаниями, поэтому экономика развивается ускоренными темпами. Появление и развитие АО и отношений между ними изменило отношения собственности. Акции представляют собой один из видов частной собственности, это коллективная собственность вкладчиков (акционеров). В процессе продажи и покупки акций собственники капитала меняются, что никак не отражается на благополучии компаний. Это наглядно показывает, что *основной капитал не является необходимым для воспроизводства, он нужен лишь для создания организации*. АО позволяет передать средства производства работникам компании, что избавляет от необходимости выплаты дивидендов и сохраняет прибыль. Развитие акционерной формы капитала значительно облегчило слияние различных капиталов, в том числе функционирующих в разных отраслях экономики.

*Используемый акционерный капитал*-это вклады, поступившие от акционеров на оплату акций, размещенных АО, и используемые обществом для осуществления уставной деятельности и извлечения прибыли.

*Вложенный капитал* -это средства, вложенные в активы компании акционерами в обмен на акции и образующие часть собственного капитала АО. При разделе прибыли между акционерами за основу берут величину вложенного капитала, процент прибыли начисляют на стоимость акций, купленных вкладчиком. Размер вклада указывают в учредительном договоре, в списке вкладчиков. Таким образом, *главным документом*, закрепляющим право собственности акционера на долю в уставном капитале АО, является акция - ценная бумага, у которой нет конечного срока погашения.

Капитал, вложенный в акцию, не может быть востребован обратно ее держателем (за исключением случая ликвидации АО). Однако он может быть превращен в деньги путем продажи этой бумаги. Владелец акции обладает ограниченной ответственностью, т. е. не отвечает по обязательствам общества в целом. Инвестор не может потерять больше, чем вложил в акцию.

## **4.2. Эмиссия и формирование стоимости акций**

Следует различать понятия «эмиссия» и «выпуск акций». *Выпуск акций* ~ это зарегистрированная в установленном порядке совокупность акций одного эмитента с одним государственным регистрационным номером, которые могут иметь разные условия эмиссии, но предоставлять одинаковые права. *Эмиссия*

*акций* - совокупность действий эмитента по поводу осуществления подписки на акции, т. е. мероприятия от принятия решения о выпуске акций до регистрации их выпуска. Иными словами, *уставный капитал связан с понятием выпуска акций, а процедура его формирования - с эмиссией*. Таким образом, эмиссия и выпуск собственных акций в первую очередь связаны с формированием собственного капитала, воплощенного на данном этапе в уставном капитале.

Процесс эмиссии включает следующие этапы:

- принятие общим собранием АО решения о размещении ценных бумаг;
- принятие эмитентом (утверждение советом директоров) решения о выпуске ценных бумаг;
- подготовку проспекта эмиссии ценных бумаг;
- регистрацию выпуска и проспекта эмиссии (осуществляется Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг - ФКЦБ);
- раскрытие информации, содержащейся в средствах массовой информации;
- изготовление сертификатов ценных бумаг;
- размещение эмиссионных ценных бумаг;
- регистрацию отчета об итогах выпуска ценных бумаг;
- раскрытие информации, содержащейся в отчете-сообщении, в средствах массовой информации;
- регистрацию изменений в уставе.

Владельцы привилегированных акций (в отличие от владельцев простых акций) получают гарантированные дивиденды в виде фиксированного процента и номинала акции и в виде твердой абсолютной суммы. Дивиденды им выплачиваются после выплат владельцам облигаций, но до владельцев обыкновенных акций. Привилегированная акция не дает права на управление компанией, а в отдельных, оговоренных, случаях она может быть отозвана (выкуплена) у владельцев по заранее установленным ценам, например, в связи с неожиданным ростом их курсовой стоимости. Выкупаются и обыкновенные акции, но по другим причинам, например, для предотвращения поглощения другой фирмой, когда менеджеры пытаются убедить акционеров и инвесторов в том, что акции недооценены на рынке. В результате цены на эти бумаги резко возрастают. В некотором смысле привилегированные акции можно охарактеризовать как бесценную облигацию. Они также могут содержать условия конвертируемости в другие ценные бумаги, как правило, в обыкновенные акции.

Акции обычно не хранятся на руках у владельцев, даже если они выпущены в бумажной форме. Принято право акционера на долю в собственности компании фиксировать в форме *единого сертификата*, в котором указаны имя инвестора и количество принадлежащих ему акций. Такой сертификат вместе с данными о владельце регистрируется в учетных книгах компании. Процесс обращения акции отражается в виде погашения сертификатов прежних владельцев и выдачи других сертификатов новым акционерам. *Сертификат* не следует путать с бланком акции.

Акция дает ее владельцу право на получение некоторой части прибыли АО в виде дивидендов. Обыкновенные акции не имеют гарантированных дивидендов, поскольку все вопросы, связанные с их выплатой, решает совет директоров



компании. Он может отменить выплату дивидендов, признав целесообразным инвестирование прибыли в производство. Этот недостаток обыкновенной акции компенсируется очень важным преимуществом: возможностью ее владельца голосовать на собраниях акционеров. Чем больше обыкновенных акций на руках, тем больше власть акционера в компании. Однако при ликвидации АО, к примеру в результате банкротства, владельцы обыкновенных акций получают остатки розданного кредиторами имущества в последнюю очередь. Ответственность за удачное руководство бизнесом в конечном итоге ложится на его собственников - акционеров.

Важнейшей характеристикой акции, как и любого вида товара, является ее цена. Различают несколько разновидностей цен на акции. Номинальная стоимость (традиционно применяется термин «стоимость», но не в научном смысле) указывается на самой акции, но какого-либо значения в расчетах ее номинальной стоимости не имеет. Она используется для учета. В некоторых странах, например в США, акции могут выпускаться без номинальной стоимости. Для их проводки по бухгалтерским счетам используют так называемую *объявленную стоимость*, которая отражается (объявляется) в проспекте эмиссии.

Рыночная (курсовая) стоимость - важнейшая разновидность денежной оценки ценной бумаги, поскольку именно она используется при покупке и продаже акций. Чаще всего эта цена определяется как базированный доход. Например, если акция дает твердые годовые дивиденды в 100 р., а норма ссудного процента (например, рефинансирования Центрального банка) равна 12% годовых, курсовая стоимость бумаги составит 500 р.:  $(100 \text{ р.} \times 100\%) / 12\%$ . Курсовая стоимость акции зависит также от спроса и предложения, которые определяются рыночной конъюнктурой.

Кроме того, рыночная цена акции, как и любой ценной бумаги, отражает компромисс для ее владельца между риском вложения в нее и ожидаемыми дивидендами.

Особо следует выделить так называемую *действительную стоимость* акции. Она имеет значение для инвестора, цель которого - получение дивиденда, и определяется исходя из ожидаемых доходов в виде дивидендов. Такую бумагу инвестор рассматривает как капитал, приносящий проценты. Действительная стоимость сравнивается с курсом (рыночной ценой) акции, и в результате делается вывод о целесообразности ее приобретения или дальнейшего владения.

Рыночная стоимость акции<sup>1</sup> формируется на организованном и открытом фондовом рынке в условиях конкуренции под влиянием множества факторов макро- и микроуровня.

В российском законодательстве понятие рыночной стоимости акций раскрывается ст. 3 ФЗ РФ № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29 июля 1998 г. с последними изменениями и дополнениями, а также ст. 3 стандарта оценки № 20-05-96.

*Рыночная стоимость* - это денежная величина, за которую предполагается переход акций из рук в руки в результате коммерческой сделки на определенную дату. При этом считается, что каждая из сторон действует разумно, располагая всей необходимой информацией и без принуждения.

Для формирования рыночной стоимости акций необходимо соблюдение ряда условий:

- рынок акций должен быть организованным, а информация о выставляемых котировках и событиях на фондовом рынке - доступной всем заинтересованным лицам;

- должно быть множество независимых участников рынка акций, так как при ограниченном их количестве возможно установление манипулятивных цен, формируемых под воздействием незначительного числа факторов;

- участники рынка должны действовать без принуждения, принимая во внимание множество факторов макро- и микроуровня;

- инфраструктура рынка должна обеспечивать всем участникам рынка соблюдение законности и норм делового оборота.

Рыночной стоимостью обладают:

- акции, активно обращающиеся на фондовом рынке и имеющие рыночные котировки профессиональных участников фондового рынка;

- акции, с пакетами которых осуществлялись реальные сделки между независимыми покупателями и продавцами в условиях конкуренции и открытой информации о торгах.

Для компаний, чьи акции обращаются или ограниченно обращаются на фондовом рынке (низколиквидные/неликвидные), процесс формирования стоимости акций существенно отличается от формирования стоимости свободно обращающихся акций. Это связано с тем, что информация о состоянии капитала и финансово-хозяйственной деятельности таких компаний, как правило, является закрытой и доступна ограниченному кругу лиц: менеджменту компаний; стратегическим акционерам, владеющим контрольными пакетами акций; государственным органам, осуществляющим контроль и надзор за деятельностью АО, а также специализированным организациям, например, банкам, в которых открыты счета, аудиторам-консультантам.

Низколиквидные и неликвидные акции обладают только внутренней (фундаментальной) стоимостью, являющейся основой для определения стоимости, близкой к рыночной. Внутренняя стоимость акций формируется под влиянием стоимости активов, текущего производственного и финансово-экономического состояния АО. Внутренняя стоимость рассчитывается независимым оценщиком на базе его знаний, профессионального мастерства и жизненного опыта, является его экспертной оценкой на определенную дату и позволяет определить стоимость, близкую к рыночной, так называемую рекомендуемую стоимость. Рекомендуемая стоимость - это величина, полученная расчетным путем и не прошедшая процедуру торгов между покупателем и продавцом в условиях конкуренции и равнодоступности информации, поэтому она не является рыночной и выступает основанием для принятия решений о сделке с акциями.

*Внутренней (фундаментальной) стоимостью* обладают:

- низколиквидные и неликвидные акции;

- акции, с пакетами которых реальные сделки между покупателями и продавцами не осуществлялись либо осуществлялись, но результаты торгов недоступны широкой общественности, поэтому не могут использоваться в каче-

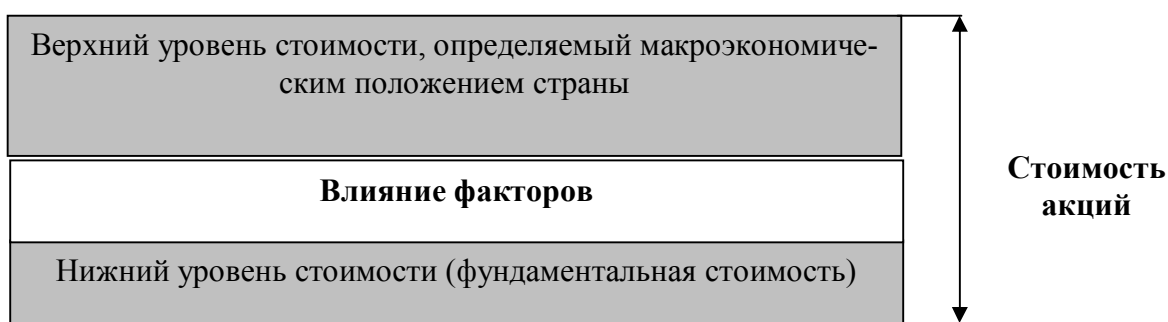
стве примера;

• акции, стоимость которых определяется на основе иных подходов (не рыночных котировок или реальных сделок). Например, при выходе одного из учредителей из состава ЗАО выкупная стоимость его доли определяется не на основе рыночных котировок, которые отсутствуют, а в соответствии с действующим законодательством по балансу - методом чистых активов. Такую сделку нельзя считать рыночной.

Формирование рыночной стоимости акций АО (рис. 4.2) - это процесс, происходящий на протяжении всего жизненного цикла компании. Капитал любого АО под воздействием различных факторов может возрастать или уменьшаться. Это находит отражение в изменении участниками фондового рынка котировочных цен на акции. Участники рынка акций покупают и продают корпоративные акции лишь по той цене которая, по их мнению, отражает наиболее точную стоимость в каждый конкретный момент времени. Рыночная цена акций включает всю информацию о случившихся событиях на фондовом рынке, а также информацию о предстоящих событиях, объявленных публично или ставших известными в результате доступа к инсайдерской информации.

Подчеркнем, что акции как титул деловой собственности на капитал акционерной компании, выраженный имуществом и другими активами, предоставляют акционерам-инвесторам определенные права, позволяют собственнику не только управлять деятельностью акционерной компании, но и получать часть прибыли в виде дивидендных выплат.

Таким образом, рыночная стоимость акций российских компаний - это паритет цен между продавцами и покупателями акций, причем верхняя граница стоимости формируется факторами макроуровня, характеризующими финансово-экономическую ситуацию в стране, а нижняя - стоимостью активов, финансово-экономическим положением и перспективами развития бизнеса акционерной компании<sup>1</sup> (рис. 4.3).

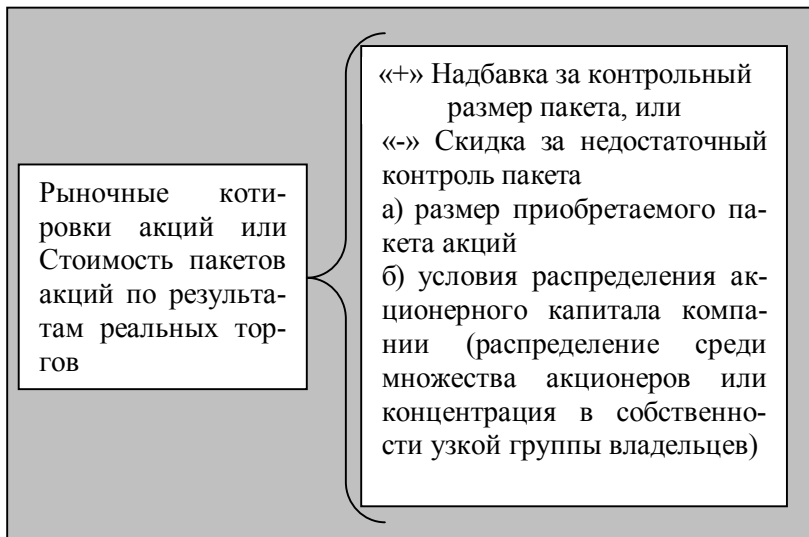


**Рис. 4.3.** Формирование стоимости акций отечественных акционерных обществ

<sup>1</sup> Минасое О. Ю. Формирование рыночной стоимости акций российских предприятий: Дис. канд. экон. наук. - М, 2002. - 195 с.

**Акции, обладающие рыночной стоимостью:**  
 акции, активно обращающиеся на фондовом рынке и имеющие рыночные котировки профессиональных участников рынка (ликвидные и высоколиквидные акции)  
 акции, с пакетами которых осуществлялись реальные сделки между независимыми покупателями и продавцами в условиях конкуренции и открытой информации о торгах

**Рыночная стоимость**



**Акции, обладающие внутренней (фундаментальной) стоимостью:**  
 низколиквидные и неликвидные акции  
 акции, с пакетами которых либо не осуществлялись реальные сделки между покупателями и продавцами, либо осуществлялись, но результаты торгов недоступны широкой общественности, поэтому не могут использоваться в качестве примера  
 акции, стоимость которых определяется на основе иных подходов, нежели рыночные котировки реальных сделок

**Стоимость, близкая к рыночной (рекомендуемая продавцу и покупателю акций стоимость)**



**Рис. 4.2.** Формирование стоимости акций

### 4.3. Модели оценки акций

Оценка ценных бумаг собственной эмиссии, воплощенных в собственном капитале, в частности в его авансированной части, не влияет на оценку собственного капитала в целом. В то же время для бухгалтерского учета акции собственной эмиссии должны быть оценены по номинальной, рыночной, эмиссионной, выкупной, учетной (балансовой) и ликвидационной стоимости (рис. 4.4).

При основании общества оплата его акций проводится по их *номинальной стоимости*, а во время всех последующих выпусков - по эмиссионной цене. Это обусловлено тем, что собственный капитал АО выше уставного, поскольку в процессе существования акционерного общества стоимость его активов увеличивается вследствие инфляционных процессов, присоединения нераспределенной прибыли и т. п.

Специфика акций состоит в том, что для них вводятся несколько категорий стоимостей: рыночная, экономическая, номинальная, балансовая, эмиссионная, ликвидационная.

*Рыночная стоимость* определяется рыночной ценой акции в каждый текущий момент. Если эту цену умножить на количество акций, находящихся в обращении, получится рыночная стоимость собственных средств корпорации.

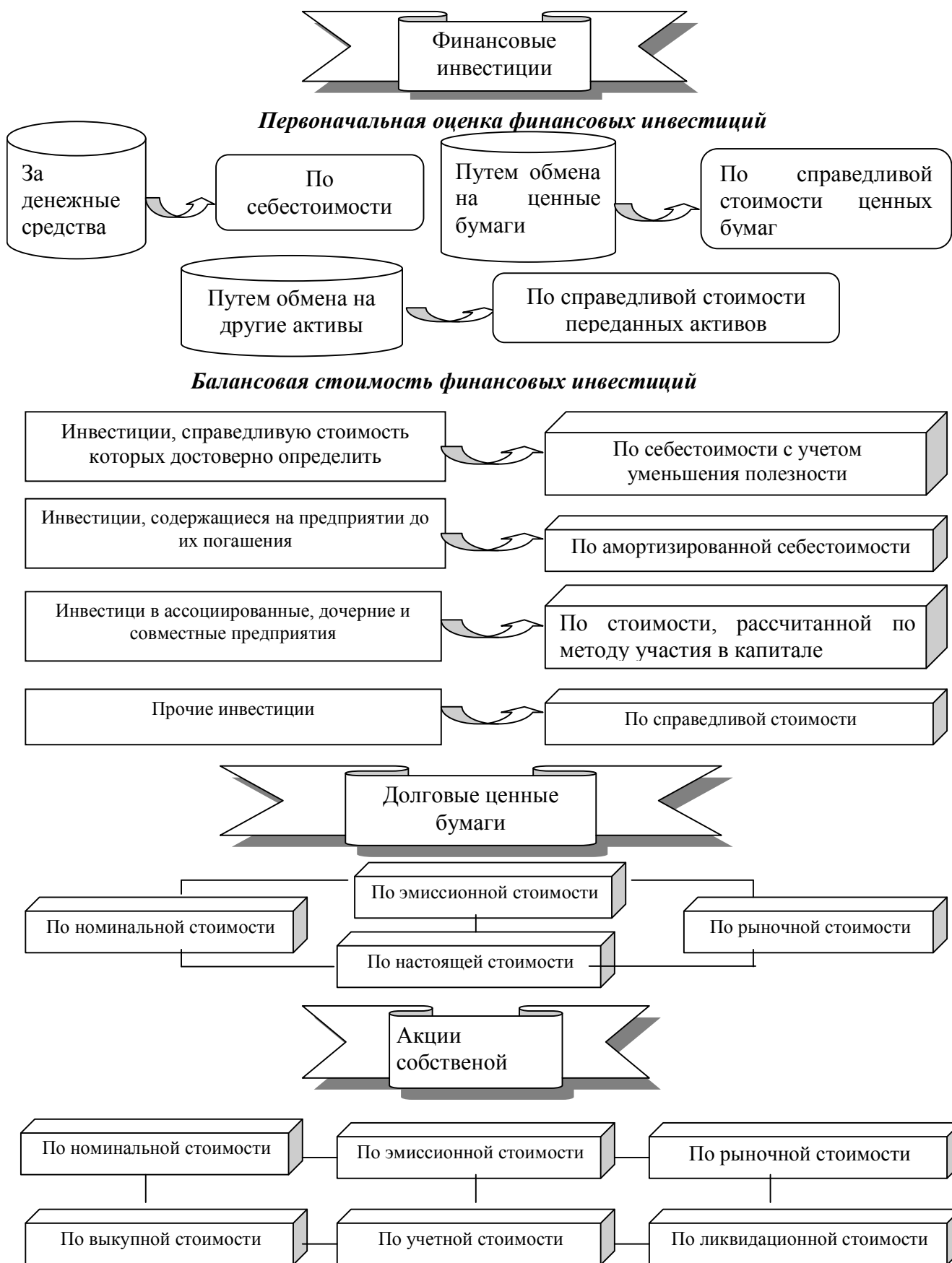
*Экономическая стоимость* акции представляет собой приведенную стоимость потоков денег, которые инвестор ожидает получить от акции в будущем. Иными словами, это дисконтированная стоимость будущего потока дивидендов и цены акции в момент ее продажи (акция обеспечивает только эти два вида денежных потоков).

*Номинальная стоимость*  $P_m$  - это официальная цена акции, установленная создателями АО в момент утверждения его устава; это доля уставного капитала, приходящаяся на одну акцию. Номинальная стоимость определяет минимальную стоимость акции, которая не может быть снижена путем выплаты дивидендов, это тот минимум, который могут получить владельцы акций в случае ликвидации АО. В связи с этим  $P_{нои}$  акций устанавливается обычно очень низкой. Умножив величину номинальной стоимости обыкновенной акции на количество акций данного эмитента (например, «Салюта»)  $N$ , находящихся в обращении, получим величину *уставного капитала «Салюта»* -  $NP_{ном}$ .

При первичном размещении дополнительных акций устанавливаемая цена размещения (*эмиссионная стоимость*)  $P_{азм}$  практически всегда превышает номинальную стоимость. Если было размещено дополнительно  $M$  акций «Салюта» по цене  $P$ , то собственные средства «Салюта» возрастут на величину  $MP$ . При этом сумма  $MP_{ми}$  добавится к уставному капиталу, а  $M(P - P_{вдм})$  войдет во вторую часть собственных средств «Салюта» - *добавочный капитал*.

Наконец, по результатам года «Салют» может иметь *чистую прибыль*, часть которой выплачивается акционерам в виде дивиденда, а оставшаяся часть *нераспределенная прибыль* - реинвестируется. Накопленные суммы нераспределенной прибыли учитываются нарастающим итогом.





**Рис. 4.4.** Способы оценки ценных бумаг

Общая сумма уставного капитала, добавочного капитала и нераспределенной прибыли составляет *собственные средства* АО и учитывается в разделе «капитал плюс резервы» пассива баланса.

*Балансовая стоимость* акции представляет собой величину, полученную делением суммы собственных средств фирмы на количество обыкновенных акций.

Балансовую стоимость акций определяют во время аудиторских проверок, если эмитент собирается пройти листинг для включения своих акций в список ценных бумаг, допущенных к биржевым торгам, а также во время ликвидации АО, чтобы определить долю собственности, приходящейся на акцию (если в составе капитала нет привилегированных акций). В ином случае определяется *ликвидационная стоимость* акций.

Существуют три теоретически! модели оценки акций: дисконтирования потока дивидендов, дисконтирования потока доходов и дисконтирования потока денег. Если используемые в этих моделях переменные величины подобраны правильно, то все модели дадут один и тот же результат. Наиболее часто используется *модель дисконтирования дивидендов*.

Представим, что в исходный момент времени  $t = 0$  цена акции составляла  $P_0$  р. По прошествии холдингового периода цена акции возросла до  $P_1$  р. и владельцу акции выплачивается дивиденд в размере  $D_1$  р. Тогда доходность акции за холдинговый период

$$k = \frac{P_1 + D_1 - P_0}{P_0}. \quad (4.1)$$

Эту формулу можно преобразовать и найти величину  $P_0$ :

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{P_1}{(1+k)}. \quad (4.2)$$

Норма отдачи  $k$ , которая в формуле (4.2) служит ставкой дисконта для вычисления приведенной стоимости акции, называется *рыночной ставкой капитализации*. В условиях эффективного рынка ставка капитализации отражает издержки упущенной возможности размещения денег в акцию.

Строго говоря, формула дисконтирования позволяет утверждать, что приведенная стоимость акции  $PV$  (определяющая ее цену в исходный момент времени) может быть представлена в виде

$$PV = P_0 = \frac{D_1}{(1+k_1)^1} + \frac{D_2}{(1+k_2)^2} + \frac{D_3}{(1+k_3)} + \dots + \frac{D_n}{(1+k_n)^n}, \quad (4.3)$$

где: –  $D_1, D_2, D_3, \dots, D_n$  – денежные потоки в момент  $1, 2, \dots, n$ ;

–  $k_1, k_2, k_3, \dots, k_n$  – рыночные ставки капитализации в момент  $1, 2, \dots, n$ ;

–  $n$  – количество лет, в течение которых инвестор предполагает владеть акцией.

Формула (4.3) предполагает, что инвестор должен задать прогнозируемые величины денежных потоков  $D_t$  и ставок дисконта  $k$ , на  $n$  лет вперед, что делает задачу вычисления  $P_0$  практически невыполнимой. Поэтому для построения приемлемой математической модели принимают существенные допущения и упрощения.

1. Будем считать, что  $k_x = k_2 = \dots = k$ . Иными словами, инвесторы всегда одинаково оценивают риск, связанный с данной акцией. Это допущение не столь жесткое, поскольку аналогично поступают и при оценке реальных средств.

2. Предполагается, что любая величина  $D_t = D_{t-1} \times (1+g)$ , где  $g$  – ставка прироста ежегодных выплат в год  $t$ ,  $D_t$  – сумма, выплачиваемая в год  $t$ ,  $D_{t-1}$  – сумма, выплачиваемая по акции годом раньше.

Наиболее простая модель оценки стоимости акции предложена американским экономистом Майроном Гордоном в 1962 г. Для ее построения Гордон пошел на другие упрощения: \*

- поскольку срок действия акции теоретически не ограничен, считаем, что поток денежных выплат представляет собой бесконечный поток дивидендов (ликвидационной суммы уже не будет, так как акция существует бесконечно долго). Иными словами, с учетом уже сделанных упрощений формулу (4.3) можно представить так:

$$PV = P_0 = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n}, \quad (4.4)$$

Гордон предложил считать все величины  $g$  одинаковыми, т. е. дивиденды возрастают ежегодно в  $(1+g)$  раз, причем величина  $g$  не меняется до бесконечности. Иными словами:

$$\begin{aligned} D_2 &= D_1 \times (1+g) \\ D_3 &= D_2 \times (1+g) = D_1 \times (1+g)^2 \\ D_4 &= D_3 \times (1+g) = D_1 \times (1+g)^3 \text{ и т. д.} \end{aligned}$$

С учетом этого допущения формула (4.5) примет вид:

$$PV = P_0 = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_1 \times (1+g)^2}{(1+k)^2} + \frac{D_1 \times (1+g)^3}{(1+k)^3} + \dots \quad (4.5)$$

Если же считать, что дивиденд  $D_1 = D_0 \times (1+g)$ , где  $D_0$  – дивиденд, выплачиваемый годом раньше, то формула (4.6) может быть записана так:

$$PV = P_0 = \frac{D_0 \times (1+g)^1}{(1+k)^1} + \frac{D_0 \times (1+g)^2}{(1+k)^2} + \frac{D_0 \times (1+g)^3}{(1+k)^3} \dots \quad (4.6)$$

Выражение (4.6) представляет собой бесконечно убывающую геометрическую прогрессию сумма членов которой

$$S = P_0 = \frac{D_1}{k - g}. \quad (4.7)$$

Итак, согласно модели Гордона, приведенная стоимость акции  $P_0$  определяется делением величины ожидаемого по результатам текущего года дивиденда  $D_1$  на разность между рыночной ставкой капитализации  $k$  и ожидаемой ставкой прироста дивиденда  $g$ .

Модель Гордона позволяет быстро оценить текущую стоимость акций. Однако, прежде чем ее применять и на этой основе принимать инвестиционное решение, необходимо иметь в виду следующее: поскольку модель предполагает дисконтирование поступающих дивидендов вплоть до бесконечности, формула (4.7) очень чувствительна даже к небольшим изменениям исходных данных.

Помимо упоминавшихся упрощений и дополнений, модель Гордона предполагает, что:

- $k$  должно быть всегда больше  $g$ , в противном случае цена акции становится неопределенной. Это требование вполне логично, так как темп прироста дивидендов  $g$  может в какой-то момент превысить требуемую норму отдачи акции  $k$ . Однако это не произойдет, если полагать выбранный срок дисконтирования бесконечным, ибо в данном случае дивиденды постоянно прирастали бы более высокими темпами, чем норма отдачи акции, что невозможно;

- фирма должна выплачивать дивиденды регулярно, в противном случае модель Гордона неприменима. Более того, требование неизменности величины  $g$  означает, что фирма направляет на выплату дивидендов всегда одну и ту же долю своего дохода;

- требование неизменности величин  $k$  и  $g$  вплоть до бесконечности ограничивает структуру капитала фирмы: считается, что единственным источником финансирования фирмы являются ее собственные средства, а внешние источники отсутствуют. Новый капитал поступает на фирму только за счет удерживаемой доли дохода, чем выше доля дивидендов в доходе фирмы, тем ниже уровень обновления капитала.

Конечно, весь набор ограничений в модели Гордона нереален, но он необходим для создания математической модели. Обратимся к формуле (4.8):

$$P_0 = \frac{D_1}{(k - g)} \quad (4.8)$$

и выразим отсюда ставку капитализации:

$$k = \frac{D_1}{P_0} + g. \quad (4.9)$$

Первое слагаемое  $D_1/P_0$  называют дивидендной доходностью, ее оценка не вызывает затруднений. Для оценки  $g$  можно применить следующий способ: пусть в течение года акция принесла прибыль  $E_1$ . Выплачиваемые дивиденды определяются долей выплат  $p$ :  $D_1 = pE_1$ . Например, если фирма выплачивает в виде дивиденда 40% годовых доходов на акцию, то  $p = 0,4$  и  $D_1 = 0,4E_1$ . Остальная часть идет на реинвестирование - на закупку нового или обновление старого оборудования. Эта часть определяется долей возврата  $b$ . Значит,  $p = (1-b)$  и  $D_1 = (1-b) \times E_1 = 0,4 \times E_1$ . Если предположить, что фирма использует только собственные средства, то норма отдачи реинвестированных доходов равняется отношению прибыли на акцию  $E_1$  к балансовой стоимости акции; эту норму отдачи называют доходностью капитала (return on equity - *ROE*):

$$ROE = \frac{\text{чистая прибыль на акцию } E_1}{\text{балансовая стоимость акции}}$$

Можно доказать, что величина  $g = b \times ROE$ . Если подставить полученные выражения для  $D_1$  и  $g$  в формулу (1.13), то получим:

$$P_0 = \frac{E_1 \times (1 - b)}{k - b \times ROE} \quad (4.10)$$

Данная формула связывает две нормы отдачи:  $k$  - ставку капитализации, определяющую издержки упущенной возможности приобретения акции, т. е. норму отдачи наилучшего альтернативного средства такого же уровня риска, и *ROE* - доходность капитала. Взаимодействие этих двух величин с учетом дивидендной политики фирмы (что определяется величиной  $b$  влияет на текущую стоимость акции. Все акции условно можно разбить на три группы: нормальных компаний, растущих фирм и угасающих фирм.

Для *нормальных фирм*  $k = ROE$ . Значит, нормальная фирма и ее конкуренты выбрали возможности инвестировать собственные средства в проекты с  $NPV > 0$  и вынуждены вкладывать деньги в инвестиции с  $NPV = 0$ . Поэтому *ROE* каждой фирмы уравниваются и приближаются к рыночной ставке капитализации  $k$ . Подставив  $k = ROE$  в формулу (4.10), получим

$$P_0 = \frac{E_1 \times (1 - b)}{(k - b \times ROE)^1} = \frac{E_1 \times (1 - b)}{(k - b \times k)} + \frac{E_1 \times (1 - b)}{(k \times (1 - b))} = \frac{E_1}{k} \quad (4.11)$$

Эта формула позволяет сделать два вывода. Во-первых, ставку дисконта можно выразить через соотношение *P/E*, только если  $k = ROE$  (замечание существенное, поскольку величина *P/E* является одной из важных качественных характеристик акций, приводящихся в таблицах их котировки). При использовании в качестве ставки дисконта в формуле Гордона величины, обратной *P/E*, можно получить результат, далекий от истины, если  $k \neq ROE$ . Во-вторых, если фирма «нормальная», то инвесторам абсолютно безразлична ее дивидендная политика -



они получают одинаковую отдачу от акции вне зависимости от соотношения дивидендов и ценового выигрыша.

Для растущей фирмы  $ROE > k$ , т. е. эта фирма имеет возможность инвестировать собственные средства в такие проекты, для которых  $NPV > 0$ . Иными словами, подобные фирмы имеют возможность приобретать капитальные ресурсы с издержками  $k$  процентов и получать от их эксплуатации норму отдачи  $ROE$ , превышающую  $k$ .

Наконец, для угасающей фирмы  $ROE < k$ , она не в состоянии реинвестировать деньги в проекты с  $NPV > 0$ . Подобные фирмы вынуждены значительно сокращать производство и, как правило, получают отдачу за счет более высокой доли дивиденда.

Необходимость рыночной оценки акций возникает при поглощении и слиянии общества, купле голосующего пакета акций, выдаче кредита под обеспечение акций, преобразовании ОАО в ЗАО, определении целесообразности купли ранее реализованных собственных акций, реорганизации и ликвидации общества.

В практике функционирования АО имеет место объединение компаний посредством *обмена функциями*. Существуют два варианта: 1 - обе компании сохраняются в неизменном виде, но происходит взаимный обмен акциями, таким образом, каждая компания владеет определенным количеством акций другой компании и ряд директоров входят в советы директоров обеих компаний; 2 - происходит слияние двух компаний и акции одной обмениваются на акции другой. Обмен может происходить с доплатой или без нее.

С рыночной стоимостью, как правило, совпадает выкупная стоимость акций, кроме случаев, когда акционерное общество реорганизуется.

В заключение подчеркнем, что главная экономическая и финансовая цель акционерного общества - это обеспечение благосостояния акционеров. При этом одни компании стремятся продемонстрировать динамичный рост прибыли и стоимости акций, а другие стараются стабильно выплачивать высокие дивиденды. В России возможно и то и другое одновременно.

## Раздел 2.

# ПРОФЕССИОНАЛЬНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

## Глава 5.

### ФЕНОМЕН РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

#### 5.1. Структура рынка ценных бумаг

Существуют различные определения понятия «рынок ценных бумаг»:

- место встречи покупателей и продавцов ценных бумаг;
- механизм, содействующий взаимодействию покупателей и продавцов или обмену финансовыми активами;
- совокупность экономических отношений, связанных с выпуском и обращением ценных бумаг.

Все эти понятия можно свести воедино и дать следующее определение: *рынок ценных бумаг* - это совокупность экономических отношений между продавцами и покупателями ценных бумаг.

В зависимости от длительности периодов, на которые привлекаются временно свободные денежные средства, выделяют:

- *денежный рынок*, на котором временно свободные денежные средства населения привлекаются на короткий период (до одного года);
- *финансовый рынок, или рынок капиталов* (совокупность экономических отношений между продавцами и покупателями в валютно-финансовой сфере), отличающийся более длительным периодом обращения ценных бумаг.

Источники формирования денежного и финансового рынков могут быть:

- *внутренними*, являющимися основой формирования денежного капитала, используемого для прибыльного инвестирования, производства товаров или предоставления услуг, приобретения ценностей, включая ценные бумаги. К ним относятся сбережения населения, амортизационные отчисления, чистая прибыль компаний, средства негосударственных пенсионных фондов, страховых фондов, трастовых компаний;

- *внешними* (ссуды банков и средства, полученные от продажи ценных бумаг различных эмитентов).

В зависимости от целей и задач участников функции рынка ценных бумаг условно можно разделить на две группы:

I. Общерыночные функции (присущи каждому рынку):

- *коммерческая* - функция получения прибыли от операций на данном рынке;
- *ценовая* - формирование рыночных цен, их постоянное движение и т. д.;
- *информационная* - обеспечение рыночной информацией об объектах тор-

говли, ее участниках, четкой и бесперебойной системой приема, передачи и обработки данных, поступающих от участников сделок;

- *организационная* - наличие инфраструктуры, включающей систему специальных организаций, обслуживающих клиентов (депозитарии, расчетно-денежные, клиринговые и регистрационные центры и т. п.);

- *регулирующая* - разработка правил торговли, порядка разрешения споров между участниками, установление приоритетов, создание органов контроля или даже управления и т. д.

II. Специфические функции (отличают данный рынок от других):

- *перераспределительная* (перераспределение денежных средств между отраслями и сферами рыночной деятельности; перевод сбережений (прежде всего населения) из непроизводительной формы в производительную; финансирование дефицита государственного бюджета на неинфляционной основе без выпуска в обращение дополнительных денежных средств);

- *страхование рыночных или финансовых рисков*, или хеджирование (страхование снижения риска финансовых потерь). Стало возможным благодаря появлению класса производных ценных бумаг (фьючерсных или опционных контрактов).

Следовательно, рынок ценных бумаг должен обеспечивать оптимальные условия для взаимодействия покупателей и продавцов.

*В соответствии с целями инвесторов рынок ценных бумаг выполняет следующие функции:*

- коммерческую - получение максимальной прибыли;
- страховую - сохранение и приращение капитала;
- функцию спекулятивной игры;
- перераспределительную - расширение сферы влияния.

Указанные функции должны выполняться в соответствии с нормами закона и базироваться на требованиях нормативных актов, регламентирующих деятельность рынка ценных бумаг.

В зависимости от исследуемых признаков рынок ценных бумаг классифицируют:

- по географическим признакам и общественному признанию: *международные* и *национальные* рынки;

*местные* и *региональные* (территориальные) рынки;

- по организации торговли ценными бумагами:

*первичный рынок*, на котором происходит первичное размещение всех существующих видов ценных бумаг. Он включает рынки акций, облигаций, государственных краткосрочных облигаций (ГКО), государственного сберегательного займа (ОГСЗ), облигаций федерального займа (ОФЗ), облигаций валютного займа, казначейских обязательств, финансовых инструментов и золотого сертификата;

*вторичный рынок*, на котором осуществляется перепродажа ранее выпущенных ценных бумаг и финансовых инструментов. Он включает фондовые биржи, а также фондовые отделы товарных бирж.

Если инвесторы приобретают ценные бумаги у непосредственных эмитентов, то считается, что сделки совершаются на первичном рынке. С точки зрения

действующих правил сделки на первичном рынке подразделяют на частное (закрытое) размещение и открытое (публичное) размещение. При частном размещении новые ценные бумаги продают заранее определенному количеству покупателей (обычно крупным фондам, страховым компаниям и т. п.). Процедура частного размещения включает принятие эмитентом решения о выпуске ценных бумаг, их регистрацию, изготовление сертификатов ценных бумаг (для документарной формы), размещение ценных бумаг и регистрацию отчета об итогах их выпуска.

Публичное размещение эмиссионных ценных бумаг проводится среди неограниченного круга владельцев. При публичном, а также закрытом размещении (когда заранее известный круг владельцев превышает 500 либо общий объем эмиссии превышает 50 тысяч минимальных размеров оплаты труда) осуществляется регистрация проспекта эмиссии ценных бумаг. При этом процедура эмиссии дополняется следующими этапами: подготовкой проспекта эмиссии, его регистрацией и раскрытием всей информации, содержащейся в отчете об итогах выпуска.

В последнее время на рынке ценных бумаг широко распространен метод IPO.<sup>1</sup> Это комплексный инструмент привлечения инвестиций, открывающий широкие возможности для развития бизнеса. Улучшение имиджа компании, повышение доверия инвесторов и кредиторов приводят к сокращению ставок по кредитам и купона по облигациям; улучшение структуры капитала и привлечение значительных средств позволяют компании сделать качественный рывок в развитии за счет поглощения новых компаний или выхода на новые рынки;<sup>2</sup> появляется возможность привлекать средства на бирже через доразмещение акций (*follow-on*) и вторичные размещения (*SPO*).

Однако сейчас все больше лидеров рынка считают, что публичность не всегда во благо. Раньше компания проходила определенный цикл в развитии за 30 лет. Сегодня надо заниматься тотальным обновлением каждые два-три года. При наличии полной информации инвесторы могут счесть что-то слишком рискованным, что-то - слишком затратным и отказаться от инвестирования.

Сама по себе процедура IPO достаточно проста. Необходимо подготовить пакет документов, в который входят финансовые отчеты, составленные по приемлемым для международного рынка стандартам - МСФО. Подготовка к выходу на биржу занимает около полугода. Дальше разрабатывается проект соглашения с банком, размещающим акции, проводятся предварительное исследование рынка, регистрация на биржах, и начинаются торги.

На первичном рынке ценных бумаг центральное место занимает банк. Эта кредитная организация имеет право привлекать во вклады денежные средства физических и юридических лиц; размещать привлеченные средства от своего имени

---

<sup>1</sup> IPO (от англ. *Initial Public Offering*) - первоначальное публичное размещение акций на рынке.

<sup>2</sup> Компания «Армада» стала первым отечественным IT-разработчиком, который провел IPO на российских площадках. Компания разместила в РТС и на ММВБ акции общей стоимостью 760 млн р. При этом спрос на бумаги превысил предложение почти в 10 раз.

и за свой счет на условиях возвратности, срочности и платности; открывать и вести банковские счета юридических и физических лиц.

Основными видами деятельности первых банков<sup>1</sup> являлись выпуск, размещение и торговля ценными бумагами, консультационная деятельность, учет и хранение ценных бумаг. На рынке ценных бумаг коммерческие банки выступают в качестве как профессиональных, так и непрофессиональных участников.

*Непрофессиональная деятельность* кредитных организаций на рынке ценных бумаг осуществляется на основании общей лицензии на проведение банковских операций и предполагает эмиссию собственных ценных бумаг с целью формирования либо увеличения уставного капитала и привлечения заемных средств, а также приобретение ценных бумаг для привлечения доходов по ним или участия в управлении другими компаниями.

Чтобы заниматься *профессиональной деятельностью*, требуется лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг (закон РФ «О рынке ценных бумаг», а также новая редакция закона «О банках и банковской деятельности»). Лицензирование осуществляет Банк России по следующим видам профессиональной деятельности: брокерской (за исключением операций с физическими лицами), брокерской с физическими лицами, дилерской, по доверительному управлению ценными бумагами, депозитарной и клиринговой. Для получения лицензии необходимо наличие в штате кредитной организации специалистов, имеющих квалификационные аттестаты ФКЦБ по каждому виду профессиональной деятельности.

Банк России не может:

- выдать лицензию на профессиональный вид деятельности на рынке ценных бумаг никому, кроме расчетных центров и клиринговых организаций;
- выступать инвестиционным институтом по негосударственным ценным бумагам, если в составе его привлеченных средств есть средства граждан;
- заниматься деятельностью, связанной с выпуском акций, для привлечения денежных средств инвесторов.

Банк России имеет право выполнять функции инвестиционной компании и финансового брокера при условии, что деятельность последнего осуществляется им через фондовую биржу.

Согласно российскому законодательству и ФЗ «О банках и банковской деятельности», коммерческим банкам разрешается выпускать, покупать, продавать, хранить акции или облигации и осуществлять с ними иные операции.

С целью привлечения денежных средств для пополнения своих ресурсов или финансирования инвестиционных проектов и отдельных мероприятий банк может выпускать свои ценные бумаги. При выпуске акций банк сначала является продавцом, а затем - объектом долевой собственности акционеров; при выпуске облигаций - сначала продавцом, а потом - должником.

Свои ценные бумаги банк продает среди узкого круга инвесторов и распространяет на конкурсной основе большому кругу инвесторов.

---

<sup>1</sup> Первые банки появились в 1822 г. в Бельгии и выполняли небольшой объем операций, как банковских, так и фондовых.



*Коммерческие банки* выступают на рынке ценных бумаг в качестве профессиональных участников и могут:

- выкупать собственные ранее выпущенные акции с последующей перепродажей с целью их погашения;
- отзывать облигации для их досрочного погашения;
- оказывать брокерские и консультационные услуги;
- выполнять расчеты по поручению клиентов, в том числе по операциям с ценными бумагами;
- выполнять трастовые операции - операции по управлению средствами клиента, осуществляемые от своего имени и по поручению клиента на основании договора;
- заниматься посредническими операциями между эмитентами ценных бумаг и инвесторами с целью получения максимально возможной прибыли;
- осуществлять операции репо - разновидность срочной сделки, заключающейся в том, что владелец ценных бумаг продает их банку с обязательством последующего выкупа через определенный срок по новой, более высокой цене.

Кроме того, банки могут осуществлять следующую *предпринимательскую деятельность*:

- брокерскую и дилерскую с целью распространения собственных акций и облигаций;
- депозитную;
- расчетно-клиринговую - по переводу ценных бумаг и денежных средств в связи с операциями с ценными бумагами;
- ведение и хранение реестра акционеров;
- организацию торговли ценными бумагами. Развертывание первичного рынка ценных бумаг возможно:
  - при развитии приватизации предприятий, компаний и ассоциаций;
  - возникновении условий для развития корпоративных облигаций. На Западе основу первичного рынка ценных бумаг составляют облигации, выпущенные компаниями, а главными посредниками при их размещении выступают инвестиционные банки. В РФ такой рынок отсутствует;
  - выступлении инвестиционных банков главным посредником при размещении облигаций на первичном рынке ценных бумаг. Посреднические фирмы успешно функционируют в США, Канаде, Англии, Японии. В России инвестиционные банки выполняют функции долгосрочного кредитования, а не посредничества при размещении ценных бумаг.

В мировой практике основными задачами инвестиционных банков являются размещение ценных бумаг (в США, Канаде, Англии, Японии) и предоставление среднесрочных и долгосрочных кредитов (в Западной Европе и развивающихся странах).

После первичного размещения лишь небольшая часть ценных бумаг остается в портфелях держателей в течение всего срока своего существования, основная их масса рано или поздно попадает на фондовый рынок для перепродажи. Торговля ценными бумагами после их первоначальной продажи эмитентом происходит на вторичном рынке. Вторичное обращение фондовых инструментов вы-

глядит чисто спекулятивной операцией, так как оно ничего не прибавляет к капиталам, приобретенным эмитентами ценных бумаг на первичном рынке. Это верно, однако, именно *вторичный рынок* создает механизм, направляющий капитал к наиболее эффективным сферам национального хозяйства, так как популярность высокодоходных ценных бумаг перспективных производств позволяет размещать их новые выпуски и привлекать новые капиталы.<sup>1</sup>

О строении *вторичного рынка* можно судить по концепции четырех рынков.

На *первом рынке* выступает фондовая биржа, на которой осуществляются сделки с зарегистрированными фондовыми ценностями.

*Вторым* рынком называют внебиржевой сектор рынка ценных бумаг, на котором осуществляются операции с бумагами, не зарегистрированными на бирже.

*Третьим* считается внебиржевой сектор, на котором происходит купля-продажа ценных бумаг, зарегистрированных через посредников.

*Четвертый*, также внебиржевой, сектор ориентирован исключительно на институциональных инвесторов. Особенность его состоит в том, что сделки совершаются без посредников, через компьютерные системы.

Три последних рынка составляют *внебиржевой оборот*. Значение внебиржевой торговли в каждой стране различно. Важным преимуществом внебиржевого рынка является его автоматизация, что позволяет пользователям (покупателям и продавцам) отслеживать все изменения на рынке ценных бумаг.

Третий и четвертый рынки стремительно развиваются.

Третий рынок отличается тем, что время проведения на нем торгов не фиксировано и сделки по акциям продолжают заключаться вне зависимости от работы биржи. Этот вид рынка особо развит на Нью-Йоркской фондовой бирже, а также на Торонтской, Токийской, Лондонской биржах, успешно торгующих акциями отечественных и иностранных компаний, используя электронную сеть.

Четвертый рынок основан на электронной системе торговли акциями, позволяющей инвесторам заключать сделки друг с другом при помощи мощной компьютерной системы, минуя биржу и уплачивая сравнительно небольшие комиссионные. В любое удобное время инвесторы отправляют файл с заявками по сети. Если потенциальный участник торгов быстрее других обнаружит данный файл, сделка считается состоявшейся. К преимуществам электронной системы можно отнести анонимность инвесторов и их намерений, возможность выставлять на торги целые портфели ценных бумаг и дешевизну торговли портфелями ценных бумаг. Недостатком данной системы является то, что она не может обеспечить ликвидность многих акций даже спустя несколько дней после выдачи поручения.

Неорганизованному рынку принадлежит значительная роль в обслуживании оборота ценных бумаг. В странах с развитой рыночной экономикой он контактирует с организованным рынком (например, в торговле акциями), а также органически дополняет биржевой механизм в торговле долговыми ценными бумагами.

---

<sup>1</sup> Галанов В. А. Биржевое дело: Учебник. - М.: Финансы и статистика, 2000. - 80 с.

Торговля на организованном рынке строго регламентирована и ведется профессионалами узкой квалификации. Неорганизованный рынок проводит свои операции на основе переговоров по менее жестким (по сравнению с биржевыми) правилам. Оперирующие на нем посредники часто совмещают функции брокера и дилера (в рамках одной конкретной сделки такое совмещение функций не допускается). Во внебиржевом обороте нет единого физического центра для осуществления операций (биржевого зала), сделки по купле-продаже ценных бумаг производятся по телефонным или компьютерным линиям связи, факсу, электронной почте и т. п.

В ряде стран неорганизованный рынок не играет значительной роли в фондовой торговле, в других - он лидирует по объемам продаж ценных бумаг. Так, в США более  $\frac{4}{5}$  всех операций с ценными бумагами на вторичном рынке приходится на внебиржевой оборот, обслуживающий почти все операции с государственными долговыми бумагами.

В последнее время сложно четко разграничить биржевую и внебиржевую торговлю. Формальным разграничением становится показатель, которым пользуются биржи для оценки комиссионных или учета операций, необходимых для определения объема деятельности обслуживающих биржи учреждений.

Большинство фондовых бирж Запада устанавливают высокие стандарты для допуска ценных бумаг к котировке. Внебиржевой рынок возник как альтернатива биржевому обороту. Для проведения операций с бумагами новых компаний и корпораций, параметры которых не соответствуют критериям, предъявляемым для их регистрации на бирже, функционирует неорганизованный рынок.

В России внебиржевой рынок ценных бумаг работает очень активно: имеются телефонные и компьютерные сети, дилерские фирмы. Выработка общих правил совершения операций на этом рынке в рамках законодательства ведется Министерством финансов РФ. Начиная с 1992 г. в крупнейших финансовых центрах России ведущие дилерские фирмы постоянно публикуют в печати собственные котировки акций и приватизационных чеков с твердым обязательством их покупки и продажи по объявленным ценам.

Фондовая биржа представляет собой организованный вторичный рынок, на котором владельцы ценных бумаг совершают сделки купли-продажи через членов биржи, выступающих в качестве посредников. Роль фондовой биржи в экономике страны раскрывается в ее функциях: мобилизация и концентрация свободных денежных средств; накопление их посредством продажи ценных бумаг; финансирование и кредитование государствами хозяйствующих субъектов; обеспечение высокого уровня ликвидности.

Предметом деятельности фондовой биржи являются обеспечение необходимых условий нормального обращения ценных бумаг, определение их рыночных цен (цен, отражающих равновесие между спросом и предложением), распространение информации о них, поддержание высокого уровня профессионализма участников рынка. Фондовая биржа - это некоммерческая организация, она не преследует цели получения прибыли, основана на самокупаемости и не выплачивает доходов от своей деятельности своим членам.

Круг бумаг, с которыми проводятся сделки, ограничен. Членами фондовых бирж в РФ могут быть инвестиционные институты, а также государственные исполнительные органы, в основные задачи которых входит осуществление операций с ценными бумагами (реальных, спекулятивных и арбитражных). В торгах на фондовой бирже участвуют брокеры, являющиеся членами биржи, или их уполномоченные - трейдеры. Операции на фондовой бирже могут осуществлять только ее члены. Торговать ценными бумагами на фондовой бирже разрешено также дилерам, имеющим лицензии на право ведения операций с ценными бумагами.

Чтобы получить допуск к биржевой торговле, компания должна удовлетворять требованиям в отношении объемов продаж, размеров прибыли, числа аукционеров, рыночной стоимости акций, периодичности и характера отчетности и т. п. Члены биржи или государственный орган, контролирующий их деятельность, устанавливают правила ведения биржевых операций, режим, регулирующий допуск к котировке, и т. д.

Ценные бумаги, продаваемые и покупаемые на фондовой бирже, должны пройти процедуру листинга, т. е. должны быть допущены к торгам комитетом по листингу, имеющимся на бирже. Допуск ценных бумаг к обращению на фондовой бирже осуществляется на основе специальной аудиторской проверки. В настоящее время процедура листинга, позволяющая провести биржевую экспертизу вводимых в обращение акций на их обеспеченность активами и финансовую устойчивость эмитентов, введена на ведущих российских биржах: МЦФБ, РФБ, СПФБ, ММФБ.

Для оформления заявки на листинг корпорация заполняет специальный бланк, из которого биржа получает детальную информацию о заявителе и его операциях. В заявке указаны все факты материального характера, касающиеся бизнеса корпорации. Оценка компании для получения листинга и, соответственно, рейтинга ее акций опирается на обработку и обобщение информации.

Такая жесткая процедура позволяет не только выявить наиболее надежные и качественные фондовые ценности, но и подтвердить высокий престиж фондовой биржи среди инвесторов. Часть ценных бумаг, прошедших листинг, отбирается в котировальный лист фондовой биржи. Включение выпуска ценных бумаг в котировальный бюллетень существенно облегчает их реализацию и помогает инвесторам принять более взвешенное инвестиционное решение.

Курс ценных бумаг на организованном рынке устанавливается в зависимости от дохода, выплачиваемого по данной бумаге, соотношения между текущим спросом и предложением на нее. На бирже обобщается отношение инвестора к каждому виду ценных бумаг и на этой основе осуществляются операции их купли-продажи.

Фондовая биржа должна обеспечивать определение курсов ценных бумаг только в зависимости от спроса и предложения и пресекать недобросовестные манипуляции. Задача организованного рынка - предотвратить внезапные резкие колебания цен на фондовые инструменты, поддерживать их плавный и ритмичный характер, причем между ценой покупки и продажи не должно быть большого разрыва, чтобы объем сделок не снижался.

Этому способствуют система государственного регулирования части фондовых операций и внутренние правила поведения профессиональных участников рынка ценных бумаг. В большинстве стран введены ограничения в игре на понижение курсов ценных бумаг, запрет пулов, регламентирование стратегии дилеров, предписывающее им противодействовать наметившейся негативной тенденции, чтобы стабилизировать рынок. Государство издает законы, которые регулируют порядок образования акционерных обществ, порядок эмиссии и виды разрешенных к эмиссии ценных бумаг, ставки налога на прибыль при операциях с ценными бумагами, деятельность биржи и разрешение или запрещение отдельных видов сделок с ценными бумагами и т. п.

Государство воздействует на состояние рынка ценных бумаг через кредитно-денежную политику Центрального банка. Состояние фондового рынка тесно связано с регулированием денежной массы в обращении, поощрением или сдерживанием кредита с целью уменьшить или увеличить денежные резервы коммерческих банков. ЦБ продает или покупает государственные облигации в период высокой экономической конъюнктуры, чтобы избежать «перегрева» экономики. Он предлагает коммерческим банкам купить у него ценные бумаги, казначейские билеты, векселя, ГКО, ОФЗ и др., чтобы снизить их кредитные возможности по отношению к экономике и населению. В период спада, кризисного состояния экономики, когда кредитная активность банков падает, ЦБ создает возможности для рефинансирования коммерческих банков и ставит их в такие условия, когда им выгодно продавать Центральному банку свои ценные бумаги в результате кредитные резервы коммерческих банков возрастают.

Успешное функционирование фондового рынка определяется наличием полноценной законодательной, материально-технической и организационной базы, включая всех институциональных участников рынка ценных бумаг.

*Фондовая биржа* - это основа индустрии рынка ценных бумаг, определяющая политику на рынке капиталов. В рыночных условиях она становится центром руководства экономикой, связующим звеном всей экономической инфраструктуры. Помогая финансировать и кредитовать государство и крупное производство, она контактирует с товарным рынком а через норму ссудного процента - с денежным рынком. В результате взаимодействия курсов акций и процентных ставок фондовая биржа, собирая огромные свободные денежные средства, инвестирует их в развитие различных отраслей народного хозяйства.

В будущем планируется создать крупный акционерный корпоративный и мелкий акционерный сектора внутри самих фондовых бирж. Акции крупных российских компаний будут котироваться на основном рынке биржи, а средних и мелких компаний - на вторичном и третичном рынках.

На вторичном рынке можно выделить следующие подвиды рынков:

- *кассовый рынок* (сделки по купле-продаже ценных бумаг осуществляются в течение 1-2 рабочих дней);
- *срочный рынок* (сроки исполнения сделок составляют от двух рабочих дней до трех месяцев);
- *простой аукционный рынок* (функционирует при наличии большого числа покупателей, когда высок спрос на ценные бумаги, и нескольких продавцов);



- *голландский аукционный рынок* (покупатели заранее подают заявки с указанными в них ценами, которые анализируют эмитент или посредник. После рассмотрения заявок устанавливается единая официальная цена на ценные бумаги);

- *двойной аукционный рынок* (в торговле участвует множество продавцов и покупателей, которые соревнуются за право покупки или продажи ценных бумаг);

- *онкольный рынок* (используется, когда спрос и предложение невелики. Происходит накопление заявок на покупку или продажу ценной бумаги, и приоритет отдается заявкам, в которых указывается согласие на любую цену при заключении сделок);

- *непрерывный аукционный рынок* (заявки на покупку или продажу ценных бумаг исполняются немедленно после их поступления);

- *дилерский рынок* (организовывается дилерами, имеющими средства для приобретения или продажи ценных бумаг за свой счет).

В странах с развитой рыночной экономикой торговля по типу *дилерского рынка* организуется для покупки и продажи биржевых товаров, по которым непрерывная аукционная торговля затруднена относительно малым числом сделок, а также ценных бумаг внебиржевого рынка. Профессиональные участники фондового рынка, проводящие операции с ценными бумагами за свой счет и получающие прибыль в форме наценки при реализации ценных бумаг, являются дилерами. Дилеры, оперируя на рынке ценных бумаг, могут занимать длинные и короткие позиции. В первом случае дилер имеет запас ценных бумаг для реализации, во втором - при благоприятной конъюнктуре рынка дилер заключает сделки на бумаги, которыми он в данный момент не владеет и которые должен купить на рынке для выполнения своих обязательств по контракту.

Дилеры, специализирующиеся на операциях с индивидуальными инвесторами, считаются дилерами розничного оборота, а торгующие с другими дилерами - инвесторами-оптовиками.

На Западе, помимо дилерских рынков, существует несколько видов рынков ценных бумаг, которые различаются механизмом торговли: организация фондовой торговли в форме простых аукционных рынков, двойных онкольных и непрерывных аукционов.

*Простые аукционы* чаще всего используются при первичном размещении государственных ценных бумаг, например краткосрочных казначейских векселей, на распространение которых государство обладает монополией. При наличии большого числа потенциальных продавцов проведение простых аукционов нецелесообразно. На фондовом рынке наиболее эффективна торговля ценными бумагами по принципу двойных аукционов, так как в этом случае конкурируют и продавцы, и покупатели ценных бумаг, идентичных в пределах одного выпуска.

*Двойная аукционная торговля* в форме онкольного рынка строится на основе метода, согласно которому поручения на приобретение и продажу ценных бумаг, поступившие в течение заранее установленного интервала времени, исполняются (если они могут быть удовлетворены) по единой цене исходя из текущего состояния спроса и предложения.

Торговля по системе *непрерывного двойного аукциона* ведется на фондовых биржах (Нью-Йоркской и Токийской) по ценным бумагам, имеющим стабильный

ликвидный рынок. При этой технологии приоритетность исполнения заявок определяется не только предельными ценами, но и очередностью их поступления. Применение этой системы объясняется тем, что именно на организованном фондовом рынке концентрируется общий поток заказов, а также есть специалисты, обязанностью которых является постоянное определение пен на фондовые инструменты.

В 1989 г. в России первой биржей стала Российская товарно-сырьевая биржа (Москва), которая вскоре открыла фондовый отдел. В дальнейшем вся ее деятельность сконцентрировалась на ценных бумагах (в том числе на ваучерах). Вторая биржа появилась в Ленинграде в том же 1989 г. - Ленинградская фондовая биржа<sup>1</sup> (в 1991 г. переименована в Санкт-Петербургскую фондовую биржу).

В настоящее время ведущими являются *Российская торговая система, Валютная биржа* в Москве и отчасти в Санкт-Петербурге и Новосибирске. На этих биржах, кроме валютных торгов, организована торговля ценными бумагами.<sup>2</sup>

*Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ)* - крупнейшая универсальная биржа России, организованная в январе 1992 г. 30 ведущими банками, Центральным банком, Министерством финансов, правительством Москвы и Ассоциацией российских банков для торгов с валютой. Почти сразу же после организации она стала вести операции и с ценными бумагами. С 1993 г. на бирже продаются правительственные ценные бумаги (ГКО и ОФЗ). В 1995—1997 гг. основной валютный оборот перешел на внебиржевой рынок, и биржа ввела торги ценными бумагами и облигациями, а в 1996-1997 гг. была создана система расчетов, регистрации и хранения ценных бумаг для организации торгов на бирже.

*Российская торговая система (РТС)*, вторая по величине фондовая биржа страны, создана в январе 1997 г. фондовыми брокерами и дилерами, а также коммерческими банками. Первые операции с ценными бумагами в системе on line начались в середине 1995 г., что послужило основой для последующего становления РТС. Система расчетов на бирже недостаточно отработана, что ведет к задержкам расчетов до двух-трех недель и является главным тормозом на пути развития биржи и ее широкого использования всеми игроками рынка. Услугами биржи пользуются в основном те клиенты, которые не выдерживают требований для котировки своих бумаг или организации торгов на ММВБ.

---

<sup>1</sup> Вскоре в стране было открыто несколько сотен бирж. Так, в одном Санкт-Петербурге в 1992 г. их насчитывалось до 150. Биржи открывались во многих населенных пунктах. В дальнейшем, когда биржи стали лицензировать, многие из них прекратили свою деятельность или были переименованы. Популярным стало название «бурса», но и эти структуры просуществовали недолго. Достаточно быстро основная масса бирж прекратила свое существование.

<sup>2</sup> В ряде городов еще сохраняются отдельные биржи, например, Санкт-Петербургская фьючерсная биржа и фондовая биржа «Санкт-Петербург». Однако они небольшие и заняты в основном валютными обменами и налично-денежными операциями. Так, биржа «Санкт-Петербург» смогла получить своеобразную индульгенцию на торговлю акциями ОАО «Газпром» и совместно с РТС наладила их торговлю, что позволило расширить число клиентов и существенно поднять ее оборот. Однако из-за пересмотра в 2006 г. стратегии реализации акций ОАО «Газпром» основной оборот акций переместился на Московскую межбанковскую валютную биржу.

В России процесс учреждения бирж и перераспределения активности далек от завершения. Существуют определенные тенденции по организации бирж угля, металлов, зерна и, конечно, нефти и газа.<sup>13</sup>

Развитие фондовых бирж во многом зависит от массы поступающих ценных бумаг. В мировой практике фондовые биржи являются вторичным рынком, и поступление ценных бумаг на них происходит после прохождения первичного рынка. В России же зачастую ценные бумаги поступают на фондовые биржи, минуя первичный рынок. Они же должны специализироваться на «переработке» старых выпусков ценных бумаг.

В РФ рынок ценных бумаг представлен в основном фондовыми и товарными биржами, а четкого разграничения между первичным и вторичным рынками пока нет.

## 5.2. Основные участники рынка ценных бумаг

Выпуском, размещением и торговлей ценными бумагами разрешено заниматься профессиональным участникам, получившим соответствующую лицензию. Участниками рынка ценных бумаг могут быть как юридические, так и физические лица, обслуживающие функционирование рынка.

К основным участникам относятся:

- *эмитенты* - юридические лица или органы исполнительной власти, которые в соответствии с законом имеют право на выпуск и обращение ценных бумаг от своего имени и несут обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ими;

- *инвесторы* - лица, владеющие ценными бумагами. Всех инвесторов можно классифицировать по различным признакам.

В зависимости от *инвестиционного стиля* выделяют:

- *тактиков* - стремятся к быстрому получению дохода. Основным источником получения прибыли является спекуляция ценными бумагами;

- *стратегов* - не нацелены на максимизацию прибыли, основной задачей считают возможность участвовать в управлении АО. В одном случае это представительство в совете директоров, в другом - попытка завладения контрольным пакетом акций.

С учетом *тактики действий* различают:

- *рискованных инвесторов*, идущих на риск для получения максимального дохода в короткий период времени;

- *консервативных инвесторов*, составляющих портфели ценных бумаг в расчете на долгосрочную перспективу. Поэтому состав входящих в них фондовых инструментов меняется достаточно медленно;

- *умеренных инвесторов*, как правило, это люди преклонного возраста, идущие на небольшой риск и не стремящиеся обеспечить прирост размеров своих

---

<sup>1</sup> В настоящее время ведется работа по открытию Российской нефтяной биржи в Санкт-Петербурге в историческом здании биржи на Васильевском острове.

вкладов в расчете на длительную перспективу.

В зависимости от существующего *статуса* можно выделить:

- *корпоративных инвесторов* - это в основном акционерные общества, располагающие свободными денежными средствами;

- *институциональных инвесторов*, вкладывающих средства в наиболее выгодные на определенный момент времени портфели, составленные из государственных, муниципальных и корпоративных ценных бумаг. В качестве институциональных инвесторов могут выступать банки, инвестиционные фонды и компании, пенсионные фонды и страховые компании.

Частные инвесторы - это физические лица, использующие свои сбережения для приобретения ценных бумаг и последующего получения определенной выгоды. Ими, как правило, являются работники приватизированных предприятий, которые в начальный период приватизации приобрели акции своих предприятий. Они являются основными владельцами корпоративных акций фондового рынка России.

Все инвесторы стремятся максимизировать доход от роста курсовой стоимости ценных бумаг и выплат по ним при минимальном риске инвестирования;

- *профессиональные участники РЦБ* - юридические лица или индивидуальные предприниматели, осуществляющие виды деятельности, указанные в законе «О рынке ценных бумаг». Согласно этому закону, все виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг осуществляются на основании лицензии, выдаваемой Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) или уполномоченными ею органами;

- *инвестиционные институты* - финансовые посредники, выполняющие на рынке ценных бумаг строго определенные функции за счет собственных и заемных средств. Организация, занимающаяся посреднической деятельностью, должна быть юридическим лицом. Учредителями инвестиционных институтов могут быть как российские, так и зарубежные юридические лица.

К инвестиционным институтам относятся:

1. *Фондовые брокеры* - биржевые посредники при заключении сделок между покупателями и продавцами ценных бумаг. В качестве брокера могут выступать как физические лица, так и организации. Профессиональная брокерская деятельность на фондовом рынке выполняется на основании лицензии, полученной в установленном порядке в местных финансовых органах.

Для деятельности на рынке ценных бумаг брокер или брокерская организация должны отвечать следующим квалификационным требованиям:

- иметь в штате специалистов, у которых есть квалификационные аттестаты;
- обладать установленным минимальным собственным капиталом (не менее 50 млн р.);

- иметь разработанную систему учета и отчетности, точно и полно отражающую операции с ценными бумагами.

В *обязанности брокера* входит добросовестное выполнение поручений клиентов. Брокер и клиент свои отношения строят на договорной основе. При этом могут использоваться как договор поручения, так и договор комиссии. В первом

случае брокер выступает от имени и за счет клиента; во втором - он выступает от своего имени, но действует в интересах клиента и за его счет.

Фактом исполнения договора поручения или комиссии считается передача клиенту официального извещения брокера о заключении сделки.

Брокер хранит, использует и учитывает денежные средства клиентов, предназначенные для приобретения ценных бумаг; удостоверяется в дееспособности клиентов - физических лиц и в правомочии клиентов - юридических лиц; оказывает консультационные услуги по вопросам приобретения ценных бумаг; вправе запрашивать у клиентов информацию об их финансовом состоянии.

При осуществлении *брокерской* деятельности на рынке ценных бумаг *профессиональный участник рынка должен:*

- лично исполнять поручения клиентов в порядке их поступления;
- действовать исключительно в интересах клиентов;
- при заключении договора на брокерское обслуживание письменно уведомить клиента о возможных рисках;
- доводить до сведения клиента всю необходимую информацию, связанную с исполнением обязательств по купле-продаже ценных бумаг;
- обеспечить сохранность ценных бумаг клиента;
- в сроки, установленные договором, представить клиенту отчет о ходе его исполнения;
- обеспечить конфиденциальность имени клиента и его платежных реквизитов.

Свой основной доход брокер получает за счет комиссионных, размер которых зависит от суммы сделки.

2. *Фондовые дилеры* - члены фондовых бирж и банки, занимающиеся куплей-продажей ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и продажи ценных бумаг. Доход дилера состоит из разницы цен продажи и покупки!

При осуществлении *дилерской* деятельности на рынке ценных бумаг *профессиональному участнику следует:*

- исполнять обязанности, указанные в договоре купли-продажи;
- своевременно информировать клиентов обо всей поступающей информации по купле-продаже ценных бумаг;
- не осуществлять умышленной манипуляции ценами и не давать клиенту искаженную информацию о состоянии на рынке;
- при возникновении конфликтов, связанных с осуществлением дилерской деятельности, немедленно информировать об этом клиента;
- совершать сделки по купле-продаже ценных бумаг клиента в первоочередном порядке по отношению к собственным сделкам;
- вести учет сделок с ценными бумагами в соответствии с требованиями нормативных правовых актов и саморегулируемой организации;
- представлять отчетность в порядке, предусмотренном правовыми актами Федеральной комиссии;
- в соответствии с законом о «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» информировать инвестора о его правах и пре-



доставлять по его требованию необходимую информацию и документы; соблюдать законодательство Российской Федерации.

При осуществлении дилерской деятельности на рынке ценных бумаг *не допускается*:

- заключение сделок по купле-продаже ценных бумаг, если у депозитария, ведущего учет по названным сделкам, отсутствует лицензия на осуществление депозитарной деятельности;
- заключение сделок по купле-продаже, если у регистратора, осуществляющего перерегистрацию прав собственности на указанные сделки и ценные бумаги, отсутствует лицензия на право ведения деятельности по составлению реестра владельцев именных ценных бумаг;
- совершение сделок с ценными бумагами до их полной оплаты и регистрации отчета об итогах их выпуска;
- предложение неограниченному кругу лиц ценных бумаг эмитентов без раскрытия информации о ценных бумагах в полном объеме;
- совершение сделок с использованием услуг организаций, не имеющих лицензии на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

3. *Инвестиционные консультанты*, оказывающие консультационные услуги на рынке ценных бумаг.

4. *Инвестиционные компании* - юридические лица, совершающие сделки на рынке ценных бумаг за свой счет. Играют важную роль в размещении ценных бумаг нового выпуска. На первичном рынке инвестиционные компании выполняют следующие основные функции: формирование выпуска ценных бумаг, андеррайтинг, создание синдиката, размещение ценных бумаг, стабилизация цен распространяемых финансовых средств, подготовка условий для последующих операций с распространяемыми бумагами на вторичном рынке.

*Формирование выпуска ценных бумаг.* На этом этапе решаются два принципиальных вопроса: какой объем капиталов необходим фирме-эмитенту и какой тип ценных бумаг ей целесообразно выпустить.

*Андеррайтинг.* Первоначально этот термин означал, что инвестиционная компания выкупает у эмитента весь объем ценных бумаг при их первичном размещении и сама распространяет их через систему биржевой и внебиржевой торговли. Существуют следующие виды андеррайтинга:

- «на базе твердых обязательств». По условиям договора с эмитентом андеррайтер несет обязательства по выкупу всего или части выпуска по фиксированным ценам. Тем самым он рискует потерей не только репутации, но и собственных средств;
- «на базе лучших традиций». По условиям соглашения с эмитентом андеррайтер обязуется приложить максимум усилий для размещения ценных бумаг. Финансовую ответственность он несет по выкупу нераспространенных частей эмиссии, при этом все финансовые риски ложатся на эмитента;
- «стэнд-бай». Андеррайтер обязуется выкупить для последующего размещения часть эмиссии, не выкупленной старыми акционерами или теми, кто приобрел у них это право;

- на принципе «все или ничего». Андеррайтер обязуется полностью разместить эмиссию, если ему не удастся выполнить свои обязательства, действие договора прекращается;

- конкурентный андеррайтинг. Подготовка и выкуп эмиссии осуществляются на основе конкуренции разных андеррайтеров. Договор с эмитентом заключает тот, кто предложит лучшие ценовые и иные условия.

Взаимодействие андеррайтера и эмитента определяются условиями договора, который учитывает ситуацию на рынке ценных бумаг и стратегию инвесторов и во многом зависит от следующих факторов:

- объема денежных средств, привлекаемых путем публичного выпуска акций;

- выбора наиболее подходящего для данных условий эмитента типа акций, а также связанных с ними прав;

- выбора андеррайтеров или их группы, которые могли бы лучшим образом разместить предполагаемые ценные бумаги в соответствии со своими полномочиями;

- затрат выпуска, включая плату за юридическое сопровождение, аудиторскую проверку эмитента и т. д.;

- цены предложения, по которой будет размещаться новый выпуск.

*Создание синдиката.* После того, как фирма-эмитент выбрала инвестиционную компанию и заключила с ней андеррайтинговое соглашение, эта инвестиционная компания получает название *ведущего (лидирующего) андеррайтера*. Его задача - обеспечить ^максимально быструю продажу и распределение выпущенных ценных бумаг. Сделать это в одиночку очень сложно. Поэтому лидирующий андеррайтер вступает в контакты с другими инвестиционными компаниями, предлагая им принять участие в продаже и распространении нового выпуска. В конце концов создается группа инвестиционных компаний (во главе с ведущим андеррайтером), которая называется *синдикатом*. Синдикату запрещается изменять объявленную цену продажи, поэтому, если новые ценные бумаги были переоценены, то процесс их продажи может так затянуться, что биржевой курс начнет падать, затрудняя сбыт выпущенных финансовых средств. Иногда для предотвращения крупных потерь ведущему андеррайтеру разрешается проводить работу по стабилизации рыночной цены.

*Размещение ценных бумаг.* Это самый ответственный и сложный этап, во многом зависящий от экономической обстановки в стране, прогрессивного развития компаний и отраслей, а также эффективного взаимодействия эмитентов и андеррайтеров. В России механизм размещения ценных бумаг с помощью андеррайтинга и инвестиционных находится компаний в стадии развития.

*Стабилизация рыночной цены.* Чтобы избежать серьезного падения котировок ценных бумаг фирмы-эмитента на вторичном рынке, ведущему андеррайтеру разрешается размещать в течение определенного периода с момента поступления новых бумаг на первичный рынок<sup>1</sup> постоянно действующее поручение

---

<sup>1</sup> Например, в США - не свыше 30 дней.

(order) на покупку этих бумаг на вторичном рынке. Процедура стабилизации цены в российском законодательстве находится на стадии урегулирования.

*Подготовка условий для операций на вторичном рынке* начинается сразу же после начала размещения ценных бумаг на первичном рынке. В эту деятельность включаются все заинтересованные дилерские и брокерские конторы, с которыми синдикат поддерживает отношения.

*Инвестиционные фонды*<sup>1</sup> - юридические лица (чаще АО открытого и закрытого типа), привлекающие свободные денежные средства населения и других инвесторов с целью эффективной работы на фондовом рынке. Гарантом деятельности инвестиционных фондов выступает банк.

В соответствии с российским законодательством *инвестиционные фонды* могут выпускать, продавать и хранить ценные бумаги; управлять ими по поручению клиента; оказывать консультационные услуги и осуществлять расчеты по поручениям клиентов.

Инвестиционные фонды осуществляют следующие виды деятельности:

- привлекают и размещают средства населения и юридических лиц на первичном и вторичном рынках ценных бумаг;
- выпускают ценные бумаги для формирования резервного или заемного капитала.

Инвестиционный фонд *открытого типа* может формировать свои ресурсы путем выпуска обыкновенных акций, которые могут быть проданы обратно только самому фонду. Объем фонда не является фиксированным и может расширяться за счет новых выпусков и приобретений. Число акционеров открытого общества не ограничено.

Инвестиционный фонд *закрытого типа* формирует собственные ресурсы за счет оказания определенных консультационных услуг, а также продажи акций и облигаций на рынке ценных бумаг. Причем выпуск акций является разовым и фиксированным по объему. Фонд не несет обязательств по выкупу акций у инвесторов. Число акционеров закрытого общества не должно превышать 50.

Необходимыми условиями успешного функционирования инвестиционных фондов являются:

- наличие и организация компетентных специалистов, умеющих составлять портфели ценных бумаг и эффективно управлять ими;
- эффективное распределение инвестиций в различные инструменты фондового рынка, обеспечивающее снижение риска;
- высокая ликвидность вкладываемых средств, обеспечивающая быструю продажу и покупку новых, более привлекательных ценных бумаг;
- возможность привлечения средств от различных категорий населения.

*Деятельность инвестиционных институтов* контролируется государственными органами и должна удовлетворять следующим требованиям:

- обязательное выполнение всех актов и законов РФ по работе с ценными

---

<sup>1</sup> Широко развитые на Западе инвестиционные, страховые и пенсионные фонды не получили в России должного признания.

бумагами;

- наличие профессиональных специалистов, имеющих квалификационный аттестат по работе с ценными бумагами;
- наличие минимальных собственных средств, обеспечивающих финансовую устойчивость;
- наличие системы учета и отчетности, полно и точно отражающей операции с ценными бумагами;
- наличие лицензии, позволяющей заниматься профессиональной деятельностью.

Разновидностями инвестиционных фондов являются:

- пенсионные фонды -самостоятельные финансово-кредитные учреждения, осуществляющие государственное управление пенсионным обеспечением;
- страховые фонды, созданные для обеспечения самостоятельными источниками доходов наиболее важных для общества расходов на определенном этапе его развития.

### **5.3. Виды профессиональной деятельности и регулирование рынка ценных бумаг**

Закон выделяет семь видов профессиональной *деятельности* на рынке ценных бумаг:

1. *Брокерскую* — совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами в качестве поверенного или комиссионера, действующего на основании договора поручения или комиссии, а также доверенности на совершение таких сделок при отсутствии указаний на полномочия поверенного или комиссионера.

2. *Дилерскую* - совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен их покупки и (или) продажи с обязательством покупки и (или) продажи этих бумаг по ценам, объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность. Дилером может быть только юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией.

3. *Управление ценными бумагами* - осуществление управляющим (юридическим лицом или индивидуальным предпринимателем) от своего имени за вознаграждение в течение определенного срока доверительного управления переданными ему во владение и принадлежащими другому лицу в интересах этого лица или указанных этим лицом третьих лиц ценными бумагами; денежными средствами, направленными для инвестирования в ценные бумаги; денежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в процессе управления ценными бумагами.

4. *Клиринговую*<sup>1</sup> - деятельность по определению взаимных обязательств, включающую:

---

<sup>1</sup> *Клиринг* - множество операций, целью которых является расчет за поставленные ценные бумаги.

- сбор, сверку, корректировку информации;
- составление расписания расчетов, в соответствии с которыми средства должны поступать в расчетно-клиринговую организацию;
- осуществление расчетов между участниками сделок;
- принятие к исполнению бухгалтерских документов;
- формирование специальных фондов для снижения рисков неисполнения обязательств сторон при совершении сделок;
- контроль за перемещением ценных бумаг или других активов, лежащих в основе сделок.

В обязанности расчетно-клиринговых компаний входит сверка основных показателей заключенной сделки. Она проводится для урегулирования всех возможных расхождений при заключении сделок как в устной, так и письменной форме. Если расхождения отсутствуют, сделка считается успешной и носит название зафиксированной. Для устранения возникших расхождений отводится определенное время, которое зависит от договоренности сторон.

При заключении сделок действуют два вида расчета:

- двухсторонний взаимозачет базируется на попарном расчете требований друг к другу покупателя и продавца;
- многосторонний взаимозачет может быть без участия клиринговой организации в качестве посредника и с ее участием.

Независимо от принятой формы взаимозачета каждая из сторон сделки производит расчет своих требований или обязательств (чистое сальдо) на определенный период времени.

Чистое сальдо, именуемое *позицией*, определяется на основе разницы между требованием участника и его обязательством. Существуют два вида позиций: *закрытая*, если сальдо равно нулю, и *открытая*, если оно не равно нулю. Сальдо может быть:

- *положительным*, если объем требований данного участника превышает его обязательства. При этом говорят, что у участника клиринга открыта длинная позиция, и он называется нетто-кредитором;
- *отрицательным*, когда участник клиринга должен больше, чем должны ему. При этом у участника клиринга возникает короткая позиция, и он называется нетто-должником.

Обязанности сторон можно считать исполненными после удовлетворения встречных требований сделок, включенных в расчет и прошедших процедуру клиринга.

В Европе крупнейшая биржевая клиринговая система CREST<sup>1</sup> ежедневно проводит 300 тыс. сделок на сумму 300 млрд фунтов стерлингов. В XXI в. CREST поглотила крупную клиринговую компанию CGO (Central Gilts Office), предназначенную для клиринга английских правительственных облигаций посредством Central Markets Office (CMO), а также OEICS - клиринговую систему английских

---

<sup>1</sup> Эта система работает с London Clearing House (клиринговой системой Лондонской фондовой биржи), а также клиринговыми системами других основных торговых площадок Европы.



денежных рыночных инструментов. В настоящее время CREST установила контакты с одной из ведущих американских клиринговых систем НАСДАК (NASDAQ) через ее биржевую систему хранения ценных бумаг Depository Trust Corporation (DTC).

В 1999 г. в Швеции на базе слияния трех основных биржевых клиринговых систем - CSD, SEGA и INTERSETTLE - появилась новая система организации платежей - SegalInterSettle (SIS).

В XXI в. произошло слияние двух крупнейших клиринговых систем - CedeI и Deutsche Borse Clearing. Последняя обслуживала Немецкую биржу, известную своими поглощениями и стремлением стать ведущей биржевой площадкой мира.

Процесс укрупнения клиринговых компаний повышает эффективность биржевых операций и снижает пороговый барьер для вхождения на биржу новых инвесторов.

5. *Депозитарную* - оказание услуг по хранению сертификатов, ценных бумаг и (или) учету и переходу прав на них. Депозитарную деятельность могут осуществлять только юридические лица и инвестиционные институты - депозитарии. Лицо, пользующееся услугами депозитария, именуется депонентом.

Ценные бумаги, переданные на хранение в специализированные организации, учитываются в депозитариях. Счета, предназначенные для учета ценных бумаг, называются счетами *депо*.

Все операции, связанные с депозитарной деятельностью, проводятся в соответствии с договором между депозитарием и депонентом. Договор заключается в письменной форме и не влечет за собой перехода к депозитарию права собственности на ценные бумаги депонента. К *условиям депозитного договора* относят:

- однозначное определение предмета договора (предоставление услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету прав на них);
- порядок передачи депонентом депозитарию информации о распоряжении депонированными ценными бумагами;
- срок действия договора;
- размер и порядок оплаты услуг депозитария, предусмотренных договором;
- форму и периодичность отчетности депозитария перед депонентом;
- обязанность депозитария. Последние могут на основании соглашения привлекать других депозитариев к исполнению обязательств по хранению сертификатов ценных бумаг, если это не запрещено договором.

Депозитарий не имеет права распоряжаться ценными бумагами, управлять ими или осуществлять какие-либо действия без согласия депонента. Он несет гражданско-правовую ответственность за сохранность депонированных у него ценных бумаг.

Депозитарий не вправе оказывать услуги по доверительному управлению ценными бумагами, исполнять поручения клиентов на рынках или консультировать их.

6. *Ведение реестра владельцев ценных бумаг* - сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра. Лица, осуществляющие подобную деятельность, именуются *держателями реестра (регистраторами)*; ими могут быть только юридические лица.

Под системой ведения реестра владельцев ценных бумаг понимается совокупность данных, зафиксированных на бумажном носителе и (или) с использованием электронной базы данных, обеспечивающая идентификацию зарегистрированных номинальных держателей и владельцев ценных бумаг, а также учет их прав в отношении ценных бумаг, зарегистрированных на их имя.

Реестр владельцев ценных бумаг - то список зарегистрированных владельцев с указанием количества, номинальной стоимости и категории принадлежащих им именных ценных бумаг, составленный по состоянию на любую установленную дату.

Для ценных бумаг на предъявителя реестр не ведется.

Держателем реестра может быть сам эмитент или профессиональный участник РЦБ, осуществляющий деятельность по ведению реестра на основании поручения эмитента. Если число владельцев превышает 500, держателем реестра должна быть независимая специализированная организация, являющаяся профессиональным участником РЦБ и осуществляющая деятельность по ведению реестра. Эмитент имеет право заключить договор на ведение реестра только с одним юридическим лицом.

7. *Организация торговли на рынке ценных бумаг* - предоставление услуг, способствующих заключению гражданско-правовых сделок между участниками РЦБ. Профессиональный участник РЦБ, оказывающий подобные услуги, называется организатором торговли.

Правила выполнения каждым профессиональным участником РЦБ своих функций, их права и обязанности регламентируются законом «О рынке ценных бумаг», а также нормативными правовыми актами ФКЦБ.

Всех участвующих в сделках на рынке ценных бумаг можно разделить на три группы:

- *спекулянты* - лица, стремящиеся получить прибыль за счет разницы в курсах финансовых инструментов. Используя экономико-математические и статистические методы прогнозирования и оценки спроса и предложения, они могут зарабатывать деньги в течение торгового дня или нескольких дней, недель, месяцев. При этом спекулянты могут играть как на понижение, так и на повышение цены контракта или опциона;

- *арбитражеры*, извлекающие прибыль за счет одновременной покупки и продажи одинаковых или сходных активов на разных рынках при благоприятной разнице цен. Прибыль вкладчика не сопровождается особым риском и отвлечением из оборота инвестиций на большой срок;

- *хеджеры*, или *страхователи*. Хеджирование, или страхование - это биржевое страхование ценовых потерь на физическом наличном рынке по отношению к фьючерсному или опционному рынку. Цель хеджирования заключается в переносе риска изменения цены с одного лица - хеджера на другое - спекулянта. В качестве хеджеров могут выступать два лица, одно из которых страхуется от риска повышения, а другое - от понижения цены. Все перечисленные типы стратегий биржевой торговли направлены на получение прибыли за счет разницы в ценах активов. В этом смысле всех участников биржевой торговли можно отнести к спекулянтам, цель которых - купить дешевле, а продать дороже.

На профессиональную деятельность участников рынка ценных бумаг оказывают влияние государственные органы регулирования и контроля, саморегулируемые организации и инфраструктура рынка ценных бумаг.

*Государственные органы регулирования и контроля* (Госкомиссия по ценным бумагам и фондовым рынкам при Правительстве РФ, Министерство финансов, Федеральное казначейство, Государственный комитет по управлению государственным имуществом, Центральный банк РФ, Российский фонд имущества, Государственный комитет РФ по антимонопольной политике и поддержке новых экономических структур). Рынок ценных бумаг в течение первых 5 лет своего существования фактически функционировал на основании 14 инструкций, выпущенных Минфином от имени Правительства, и только 22 апреля 1996 г. был принят Федеральный закон № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»<sup>1</sup>.

Рынок ценных бумаг регулируется органами, упорядочивающими деятельность всех участников торговли: эмитентов, инвесторов, профессиональных фондовых посредников, субъектов инфраструктуры рынка.

Регулирование участников рынка ценных бумаг может быть внешним, основанном на законах и нормативных актах, и внутренним, основанным на нормативных документах, принятых участниками рынка (уставах, правилах, положениях, должностных инструкциях).

В соответствии с ФЗ «О рынке ценных бумаг» в задачи органов государственного регулирования входят:

- установление обязательных требований к профессиональным участникам рынка;
- регистрация выпусков эмиссионных ценных бумаг и контроль за соблюдением предусмотренных в них правил;
- лицензирование деятельности профессиональных участников рынка;
- запрещение занятий предпринимательской деятельностью на рынке ценных бумаг без соответствующих лицензий;
- защита прав владельцев ценных бумаг и контроль за их соблюдением эмитентами и профессиональными участниками рынка.

Существуют две модели регулирования рынка ценных бумаг:

- фондовый рынок регулируют государственные органы управления, и лишь небольшая часть полномочий передается объединениям профессиональных участников рынка. Такая система существует во Франции;
- максимальный объем полномочий по регулированию рынка передается саморегулируемым организациям - объединениям профессиональных участников рынка, но государство сохраняет за собой основную контрольную функцию. Такая система существует в Великобритании, Японии и развивается в России.

---

<sup>1</sup> ФЗ № 39 О рынке ценных бумаг от 22 апреля 1996 г. (в ред. федеральных законов от 26.11.1998 № 182-ФЗ, от 08.07.1999 № 139-ФЗ, от 07.08.2001 № 121-ФЗ, от 28.12.2002 № 185-ФЗ, от 29.06.2004 № 58-ФЗ, от 28.07.2004 № 89-ФЗ, от 07.03.2005 № 16-ФЗ, от 18.06.2005 № 61-ФЗ, от 27.12.2005 № 194-ФЗ, от 05.01.2006 № 7-ФЗ, от 15.04.2006 № 51-ФЗ, от 27.07.2006 № 138-ФЗ, от 16.10.2006 № 160-ФЗ, от 30.12.2006 № 282-ФЗ, от 17.05.2007 № 83-ФЗ, с изм., внесенными федеральным законом от 26.04.2007 № 63-ФЗ).

*Саморегулируемые организации* - добровольные объединения профессиональных участников рынка ценных бумаг с целью обеспечения их деятельности, соблюдения ими профессиональной этики и защиты интересов владельцев ценных бумаг.

Учреждения, имеющие в штате не менее 10 профессиональных участников рынка ценных бумаг, могут стать членами саморегулируемой организации. Для этого необходимо подать заявление в Федеральную комиссию о присвоении организации статуса саморегулируемой. Для получения разрешения профессиональным участникам необходимо представить документы, отражающие:

- профессиональную квалификацию персонала;
- правила и стандарты осуществления профессиональной деятельности;
- правила, ограничивающие манипулирование ценами на рынке ценных бумаг;
- ведение учета и отчетности;
- минимальную величину собственных средств;
- правила вступления в организацию профессиональных участников рынка ценных бумаг и выхода из нее;
- порядок распределения издержек, выплат и сборов среди членов организации;
- порядок рассмотрения претензий и жалоб клиентов;
- отсутствие неправомерных действий членов организации, должностных лиц и персонала;
- соблюдение порядка рассмотрения претензий и жалоб членов организации;
- проверку соблюдения членами организации установленных правил и стандартов;
- санкции и иные меры в отношении членов организации, должностных лиц и персонала и порядок их применения;
- требования по обеспечению информацией для проверок, проводимых по инициативе организации;
- контроль за соблюдением санкций и мер, применяемых к членам организации, порядок их учета.

В соответствии с перечисленными требованиями саморегулируемая организация должна:

- информировать о результатах деятельности ее членов;
- разрабатывать планы и стандарты для занятия профессиональной деятельностью с ценными бумагами;\*
- разрабатывать учебные программы, проводить профессиональную подготовку лиц и персонала, определять квалификацию указанных лиц и выдавать им квалификационные аттестаты;
- своевременно представлять в Федеральную комиссию по ценным бумагам данные обо всех изменениях, вносимых в документы, положения и правила саморегулируемой организации.

Саморегулируемая организация является организацией коммерческого типа, поэтому все доходы используются для выполнения основных задач и не распределяются между ее членами.

Наиболее представительной из всех саморегулируемых организаций является *Национальная ассоциация фондовых дилеров*. Для получения разрешения на создание такой ассоциации необходимо представить в Федеральную комиссию по рынку ценных бумаг заявление с перечнем документов, удостоверяющих строго определенные требования профессионализма и этики поведения на фондовом рынке при выполнении операций.

В настоящее время она включает свыше 6 тыс. фирм, занимающихся торговлей ценными бумагами, и более 440 тыс. отдельных лиц. Все члены ассоциации обязаны сдать специальные квалификационные экзамены.

Членами ассоциации не могут быть лица, находящиеся под следствием; исключенные из какой-либо профессиональной организации; лишенные лицензии на право работы на фондовом рынке; осужденные за преступления, совершенные на рынке ценных бумаг.

Деятельностью ассоциации руководит совет управляющих, в задачи которого входят:

- управление работой постоянных и временных комитетов и групп, занимающихся арбитражем;
- решение вопросов, связанных с деятельностью на фондовом рынке акционерных обществ, институциональных инвесторов и инвестиционных компаний;
- подготовка кадров и принятие квалификационных экзаменов;
- надзор за правильностью операций, проводимых участниками ассоциации;
- поддержание контактов с правительственными и законодательными органами;
- оказание консультационных услуг;
- правовое регулирование;
- информационное обеспечение;
- связи с общественностью;
- развитие международных связей.

Ассоциация фондовых дилеров имеет окружные комитеты, обеспечивающие проведение политики, одобренной советом управляющих.

Вид деятельности Ассоциации фондовых дилеров устанавливает государство в зависимости от уровня развития фондового рынка страны и его правовой обеспеченности. В задачи ассоциации входят разработка правил и стандартов осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами, разработка учебных программ и планов для подготовки и переподготовки должностных лиц и персонала организаций - участников фондового рынка.

*Инфраструктура рынка ценных бумаг* (совокупность организаций, обеспечивающих эффективное взаимодействие между продавцами и покупателями ценных бумаг). Участники рынка ценных бумаг могут функционировать как отдельно, так и объединяться в группы в зависимости от специфики конкретного рынка. При этом каждый участник может выступать с позиции покупателя или продавца либо просто участвовать в обслуживании рыночного процесса. Такое разделение участников требует высокого профессионализма и позволяет в полной мере продемонстрировать свои профессиональные качества.



## Глава 6. РАЗВИТИЕ, КЛАССИФИКАЦИЯ И ОСОБЕННОСТИ МИРОВЫХ ФОНДОВЫХ БИРЖ<sup>1</sup>

### 6.1. Развитие и особенности европейских фондовых бирж

В начале XVI в. открылись первые биржи в Антверпене и Лионе. На *Антверпенской бирже* обращались торговые векселя, долговые обязательства нидерландского правительства и отдельных городов, а также португальского и английского королей. Здесь уже производилась публичная подписка на займы и публичная котировка ценных бумаг; появились первые маклеры<sup>2</sup> - посредники в купле-продаже ценных бумаг. Однако расцвет Антверпенской биржи оказался кратковременным. После взятия и разграбления Антверпена испанским герцогом Альбой (1567) в период войны между Испанией и Нидерландами биржа пришла в упадок. Этому способствовало прекращение платежей испанского и французского королей по займам. В самом конце XVI в. произошел крупный биржевой крах.

В XVII в. в связи с быстрым экономическим ростом Голландии центром международного биржевого оборота стал Амстердам. В Амстердаме открылась удобная торговая площадка для операций с акциями первых акционерных обществ. В 1622 г. Ост-Индская акционерная компания наладила куплю-продажу акций на бирже. Четвертая причина связана с быстрым ростом банков и появлением множества частных инвесторов, стремящихся быстро разбогатеть через игру на бирже.

С 1672 г. объектом биржевой торговли на амстердамской бирже стали облигации нидерландского государственного займа. Именно к этому периоду относится появление термина «*фондовая биржа*». К середине XVIII в. на амстердамской бирже котировались ценные бумаги 44 видов, а в конце того же века - 100 видов.<sup>3</sup> В это время появились первые руководства по биржевой игре.

На Амстердамской фондовой бирже закладывались основы техники и организации капиталистического биржевого оборота. Наряду со сделками за наличный расчет (с немедленным переходом ценных бумаг от продавцов к покупателям) совершались срочные сделки, при которых передача и оплата ценных бумаг происходили по истечении определенного времени с момента заключения сделки. Именно поэтому многие считают Амстердамскую биржу *первой фондовой биржей* в прямом смысле этого слова.

В XVIII в. крупнейшим фондовым рынком становится *Лондонская фондовая биржа*. До этого времени в Лондоне обращались акции только трех компаний:

---

<sup>1</sup> В основу настоящего параграфа легли материалы книги: *Ключников И. К., Молчанова О. А., Ключников О. И.* Банки и биржи: опыт системного анализа. -СПб.: Изд-во СПбГУЭФ. 2006.-296 с, любезно подаренной д-ром экон. наук, профессором О. А. Молчановой.

<sup>2</sup> Первыми маклерам, судя по всему, были переводчики, которые помогали приезжим купцам общаться с местными (во всяком случае на Санкт-Петербургской бирже).

<sup>3</sup> Банковская энциклопедия. - Киев, 1916. - Т. II. - С. 58.

Ост-Индской, Африканской (торговавшей рабами) и Гудзоновой (торговавшей в Северной Америке). В конце XVII в. был учрежден Английский банк, возникло множество акционерных торгово-промышленных компаний, были выпущены облигации государственных займов. Быстро рос оборот ценных бумаг. После организации Южно-океанской торговой компании в 1711 г. наметился подъем. Курс акций к 1720 г. поднялся в 10 раз и составил 1050 % номинальной стоимости. Это привело к биржевому буму и началу спекулятивного учреждения акционерных компаний с целью взвинчивания курсов акций и получения биржевой прибыли. Данные процессы получили название «грюндерство».

Широкое распространение получило мошенничество. Так, из 202 компаний, основанных за два года (1718-1720), большинство оказались дутыми, а многие носили фантастический характер.<sup>1</sup> Английский парламент принял «акт о мыльных пузырях» (Bubble Act), согласно которому все АО, учрежденные с 1718 г. без разрешения правительства, подлежали ликвидации. Обанкротились не только дутые компании, но и Южно-океанская компания, которая лоббировала подписание правительственного акта, надеясь таким образом убрать конкурентов. Это привело к краху фондовой биржи в 1720 г.

Так началось регулирование биржевой деятельности. К концу 1760-х гг. 150 брокеров на базе Лондонской фондовой биржи создали клуб подписчиков, которые выставляли заявки на куплю-продажу контрактов, т. е. фактически подписывались на покупку в будущем определенных контрактов (уже тогда фактически совершали форвардные и опционные сделки). В 1773 г. члены клуба проголосовали за изменение имени и стали называться - «Фондовая биржа». В этом же году было приобретено собственное здание и впервые появилась надпись (Stock Exchange), вход в нее стал платным (6 пенсов).

В 1802 г. Лондонская фондовая биржа приобрела характер *самоорганизующейся, самоуправяемой закрытой частной корпорации* и была перенесена в специально построенное для биржевой торговли здание. Право на посещение биржи получили только члены этой корпорации; новые члены принимались путем баллотировки при наличии рекомендаций от двух действующих членов биржи. Возглавлял биржу комитет, избираемый ее членами.

Наряду с фондовыми, получали развитие товарные, фрахтовые, золотые, а в XX в. - целый ряд других бирж, прежде всего биржи деривативов.

Первая формализация правил биржевой торговли произошла в 1812 г. В 1880 г. была создана Ассоциация фондовых бирж, и уже к началу XX в. в стране было открыто свыше 20 бирж. После Второй мировой войны началось их быстрое слияние, поглощение и к 1965-1973 гг. данный процесс был завершен.

В ходе Первой мировой войны и последующей депрессии международное господство бирж сворачивалось. Отсутствие надежных каналов передачи оперативной биржевой информации приводило к разобщенности фондовых бирж. Ре-

---

<sup>1</sup> Например, были учреждены акционерные общества для изобретения вечного двигателя, для торговли человеческими волосами.

гиональные биржи обслуживали преимущественно местные потребности, но с 1970-х гг. в биржевом движении наметились тенденции к координации.<sup>1</sup>

В 1989 г. был запущен проект по оперативному ценовому обеспечению - Price and Information Project for Europe<sup>2</sup> (PIPE), что привело к объединению информационных баз бирж и созданию эффективно работающей системы информационного обеспечения котировками и заявками.

Далее Парижской биржей была создана система Евролист (Eurolist), предназначенная для одновременной котировки акций крупнейших компаний на всех биржах, входящих в Европейскую ассоциацию фондовых бирж.

Новый этап во взаимодействии фондовых бирж связан с волной слияний клиринговых и регистрационных организаций, обслуживающих различные фондовые биржи.

В XXI наметился новый уровень координации и взаимодействия бирж и брокеров, ведущий к формированию общего биржевого пространства с едиными правилами и системами взаимоконтроля и взаимных обязательств. С этой целью была создана Capital Market Surveillance Services (CMSS) - Служба надзора за рынком капитала. Новая организация к 2005 г. стала обслуживать не только европейские, но и американские, австралийские и азиатские биржи и биржевых брокеров многих континентов, а также оперативно предоставлять необходимую информацию государственным органам, контролирующим биржи. В настоящее время она объединяет 20 фондовых бирж.<sup>3</sup>

Во второй половине 1990-х гг. активизировался процесс слияний бирж. Немецкая биржа продолжала активно устанавливать связи с региональными биржами и часто поглощала их: сначала фондовую биржу Австрии, а через нее - Венгрии.

В 1990-х гг. начался этап жесткой конкуренции, чему способствовало бурное развитие новых информационных технологий.<sup>44</sup> Они позволяли снабжать необходимой биржевой информацией всех заинтересованных участников независимо от места их нахождения, что сузило сферы деятельности региональных, а затем и более крупных бирж.

Важным направлением, определяющим развитие фондовых бирж, стала конкуренция за право торговли ценными бумагами приватизируемых предприятий. За последние пять лет (2000-2005) европейская приватизационная программа составила 3 000 млрд дол., увеличив рынок европейских акций до 16 000 млрд

---

<sup>1</sup> Произошло формирование InterBorse Data Information System (IDIS) - системы, призванной поставлять оперативную биржевую информацию. Отсутствие технологической базы, появившейся на полтора десятилетия позднее, привело к фактической приостановке деятельности системы.

<sup>2</sup> В 1990 г. название проекта было изменено на Euroquote, что лучше соответствовало его задачам по включению в сферу деятельности биржевых котировок и заявок на торги.

<sup>3</sup> *Ailken U., Furche A. Brokers the Key to Market Integrity in Global Market? // The Bridge Handbook of World Stock, Derivative & Commodity Exchanges. - London: Mondo Visione, 2005. - P. XXX.*

<sup>4</sup> *Lee R. A Future of History of Exchanges: Creationism vs Evolution? // The Bridge Handbook of World Stock, Derivative & Commodity Exchanges. - London: Mondo Visione, 2000. - P. XXXIII.*

дол.<sup>1</sup> Борьба за этот рынок также обострила конкуренцию на европейском биржевом рынке.

*Лондонская фондовая биржа*<sup>2</sup> (ЛФБ) до 1990 г. доминировала в Европе. В 1986 г. она перешла от организации торговли посредством приема письменных поручений и торгов с прямым физическим контактом продавца и покупателя к электронным торгам, организованным по принципу американской системы НАСДАК. В мае 2006 г. НАСДАК скупил 24,1% акций ЛФБ.

В Лондоне находятся еще пять основных специализированных международных бирж:

- *Международная нефтяная биржа* (The International Petroleum Exchange - IPE) (ноябрь 1980 г.) - ведущая европейская биржа на энергетические фьючерсные и опционные контракты. В апреле 1981 г. на бирже стартовала программа фьючерсных нефтяных и газовых контрактов, затем - опционов, а с 1987 г. - фьючерсных контрактов на поставку сырой нефти Brent. В 1997 г. количество контрактов достигло 15 млн, в 2000 г. - 25 млн, в 2004 г. - почти 40 млн;

- *Международная Лондонская финансовая фьючерсная и опционная биржа* (London International Financial Futures and Options Exchange - LIFFE) предлагает наиболее широкий круг деривативов в мире, прежде всего ценных бумаг, а также контракты на фьючерсы и опционы на семь валют, включая Евро. Срок контрактов - от 1 месяца до 10 лет;

- *Лондонская металлическая биржа* (London Metal Exchange) учреждена в 1877 г., торгует фьючерсами, опционами и ТАПОС на цветные металлы;

- *ОМ Лондонская биржа* (OM London Exchange) (1989) действует как продолжение Стокгольмской биржи (OM Stockholm) и торгует всеми контрактами, представленными в Швеции: фьючерсами, опционами и индексами на фьючерсы, опционами шведских фондовых ценностей;

- *Tradepoint Stock Exchange* (1992) - полностью автоматизированная система торговли фондовыми инструментами вторичного рынка.<sup>3</sup>

Все биржи Лондона обслуживает специализированная клиринговая система - *Лондонский клиринговый дом* (London Clearing House - LCH), напрямую связанная с европейскими и американскими клиринговыми центрами.

*Венская фондовая биржа*<sup>4</sup> (Австрия) основана в 1771 г. Ее деятельность была существенно расширена в 1980-1990 гг. С 1996 г. на бирже действует автома-

---

<sup>1</sup> Kelsby R. The Exchange of 21<sup>st</sup> Century // The Bridge Handbook of World Stock. Derivative & Commodity Exchanges. - London: Mondo Visione. 2000; 2005. - P. XXIX.

<sup>2</sup> На ней котируются акции около трех тысяч компаний с общей рыночной капитализацией свыше 7 млрд фунтов стерлингов. В листинге биржи большая часть компаний иностранные, что еще со времен Великой Британской империи определялось международным характером акционерных обществ, учреждаемых в стране.

<sup>3</sup> В 1999 г. Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам США сделала исключение для единственной иностранной биржи, предоставив право торгов на ней отечественным инвесторам. В дальнейшем аналогичные исключения были сделаны властями в Гонконге и в Швеции.

<sup>4</sup> С середины XIX в. и до Первой мировой войны Венская фондовая биржа была главным рынком капиталов в Центральной и Восточной Европе. С 1918 по 1938 г. Биржа являлась центром фондового рынка для Австро-Венгерской империи. С 1938 по 1945 г. биржа фактически



тизированной система торгов. С 5 октября 1999 г. биржа кооперируется с Немецкой фондовой биржей и постепенно утратила самостоятельное значение. В свою очередь, Венская фондовая биржа фактически поглотила Венгерскую фондовую биржу.

В Вене сохраняются также две небольшие биржи: *Венская товарная биржа* (1872 г.) и относительно молодая *Биржа деривативов* (1991 г.).

Крупнейшей биржей Германии является *Немецкая фондовая биржа*<sup>1</sup>. В 1993 г. сформирован холдинг под названием Немецкая биржа, которая активно поглощает европейские биржи. В 1998 г. она участвовала в учреждении Euronex - крупнейшей биржи деривативов. В конце прошлого века биржа стала одной из наиболее активных, быстро растущих и агрессивных бирж мира. В прошлом десятилетии она безуспешно пыталась поглотить даже Лондонскую фондовую биржу.

*Берлинская фондовая биржа*<sup>2</sup> - вторая наиболее старая биржа страны. В настоящее время в листинге биржи всего 700 компаний. Однако она играет важную роль в обслуживании местных, преимущественно розничных, фондовых потребностей. Кроме того, биржа имеет интересы в 60 странах и тесно связана с американской системой NASDAQ (с 1999 г. компании, представленные в листинге американской биржи, стали обращаться в торговом доме Берлинской фондовой биржи). В 2005 г. на бирже был запущен полный аналог американского NASDAQ, что повысило авторитет и конкурентные позиции биржи.

*Wareterminborse Hannover* - первая в Германии полностью электронная биржа, образована путем слияния двух достаточно старых бирж: Hannover Stock Exchange (учреждена в 1787 г.) и Stuttgart Stock Exchange (1861 г.).

В Германии имеются также небольшие региональные фондовые биржи, расположенные в Баварии (основана в 1830 г.), Бремене (1682 г.), Дюссельдорфе (образована в 1935 г. путем слияния трех бирж), Гамбурге (1558 г.).

Во *Франции* прообразы биржевых торгов появились в XII в. Однако настоящие биржи возникли значительно позднее, многие действовали короткий промежуток времени, но в Лионе и Париже они существовали до прошлого века.

---

попала под немецкий протекторат и управлялась германской администрацией. Восстановлена деятельность и австрийское влияние лишь в ноябре 1948 г. С этого времени биржа занималась обслуживанием фондовых потребностей страны.

<sup>1</sup> В 1585 г. для фиксирования цен на девять основных валют собрались 82 торговца и осенью основали Франкфуртскую биржу. До конца XVIII в. основными сделками были операции с предшественниками современных валютных векселей. Первыми акциями стали акции Австрийского национального банка (1820). В 1843 г. биржа переехала в свое современное здание.

<sup>2</sup> Учреждена в Пруссии в 1696 г. В 1840 г. приступила к реализации ценных бумаг для финансирования строительства железных дорог. За последующие полвека биржа участвовала в финансировании <sup>3</sup>/<sub>4</sub> железнодорожного строительства на континенте, а также строительства железных дорог в Китае. С перерывом на пять депрессионных лет (1875-1880) биржа непрерывно росла и предоставляла необходимые капиталы не только для внутренних, но и для внешних потребностей. К 1920 г. количество компаний в листинге биржи превысило 4 тыс. Важную роль биржа сыграла в размещении ценных бумаг многих первых русских акционерных обществ и финансировании в нашей стране железнодорожного строительства, а также реализации правительственных облигаций.



*Euronext*<sup>1</sup> - первая пан-европейская биржа, основана в 2000 г. Она торгует в основном опционными контрактами, полностью электронная и активно претендует на завоевание всех европейских стран. Фактически последняя французская фондовая биржа трансформировалась в\*пан-европейскую компьютерную биржу.

*Borsa Italiana*<sup>2</sup> (Милан) (1808 г.) 2 января 1998 г. была приватизирована и стала частной компанией. Клиринговое обслуживание биржи осуществляет Банк Италии.

В Италии действуют еще две специализированные биржи.

*Italian Derivatives Market* (1994 г.) - дочерняя структура основной биржи, обслуживает рынок деривативов. С 1995 г. ведет торговые операции с опционами, с 1996 г. - с фондовыми индексами, а с 1998 г. - с фьючерсами.

*Italian Interest Rate Derivative Market* был учрежден в 1992 г. казначейством для продажи фьючерсных контрактов на правительственные десятилетние облигации. Итальянская биржа установила контроль над этим рынком в 1998 пив 1999 гг. превратила его в дочернее подразделение. В настоящее время на рынке торгуют фьючерсными и опционными контрактами на поставку правительственных облигаций, а также фьючерсными контрактами на поставку евробонов.

*Мадридская фондовая биржа* (Испания) датирует начало своей деятельности 1780 г., когда были выпущены первые королевские облигации.<sup>3</sup>

В Испании существуют также шесть небольших, но достаточно влиятельных бирж. *Барселонская фондовая биржа* действует с середины XIX в. В 1914 г. в связи с Первой мировой войной операции на бирже были приостановлены и возобновлены в 1915 г.

*Bilbao Stock Exchange* (1890 г.) До недавнего времени биржа торговала ценными бумагами региональных компаний. Однако в последние годы в листинг были включены иностранные ценные бумаги.<sup>4</sup>

*Citrus Fruit and Commodity Futures Market of Valencia* - первая в мире фьючерсная биржа по торговле свежими фруктами. Проект биржи был принят в 1990 г., а к своей деятельности она приступила в 1995 г. Правительство Валенсии дер-

---

<sup>1</sup> 60% принадлежит Paris Borse, 32% - Amsterdam Exchange и 8% - Brussels Stock Exchange. В дальнейшем к ним присоединились биржи из Люксембурга и Франкфурта. В 1990-е гг. дочерними структурами Paris Borse были две специализированные биржи: Matif, торгующая ценными бумагами с фиксированным доходом и товарными деривативами, и Мопер, на которой обращались деривативы на ценные бумаги и индексы. В 1999 г. Matif и Мопер слились, а в дальнейшем вошли в Euronext.

<sup>2</sup> До 1991 г. торговля велась классическим открытым аукционным методом, после ноября 1991 г. и до 1994 г. заявки со всех бирж были направлены в новую систему.

<sup>3</sup> Именно тогда был написан первый сохранившийся до наших дней отчет о размещении ценных бумаг (Cofusion de Confusiones), опубликованный в 1788 г. на испанском языке в Амстердаме. Однако формально работа по организации биржи началась в 1809 г. и связана с декретом Йосефа Бонопарта: Декрет для учреждения Торговой биржи в Мадриде. В 1819 г. предложенный в соответствии с декретом проект биржи был переработан, и в 1820-х гг. был создан Дом контрактов, который стал действовать в 1831 г. С 1831 г. Bolsa de Madrid неоднократно переезжала с места на место и заняла современное здание на площади Лилтад в 1893 г.

<sup>4</sup> Среди брокеров биржи появились «русские испанцы» (дети испанских коммунаров, эмигрировавших в нашу страну в 30-е годы прошлого века).

жит 32% акций биржи. С 1998 г. на бирже была введена система электронных торгов.

*Spanish Financial Derivatives Exchange* (1989 г.) первоначально называлась Испанской торговой системой финансовых опционов и предназначалась для торговли опционами на финансовые инструменты, а в дальнейшем - и деривативами.

*Valencia Stock Exchange* (XIX в.). Члены биржи (всего 13 фирм) являются также ее акционерами и брокерами. Незначительный объем операций и слабая стандартизация контрактов ведут к длительному переговорному процессу, который предшествует каждой сделке.

*Mercado Continuo Espanol Sociedad de Bolsas* учреждена в 1989 г. на базе четырех фондовых бирж Мадрида, Барселоны, Валенсии и Билбао.

*Лиссабонская фондовая биржа* (Португалия) начинала свою деятельность в 1825 г., в год публикации первых в Европе правил регулирования брокерской деятельности. В 1859 г. генеральный торговый консул санкционировал разделение товарных операций и операций с ценными бумагами. Вторая биржа в Португалии была открыта в 1891 г., а в 1994 г. фондовая биржа в Оporto была переименована в биржу деривативов.<sup>1</sup>

*Амстердамская фондовая биржа* действует с начала XVII в., в XVIII в. она была ведущей в мире. До сих пор эта биржа является признанным мировым биржевым центром. Опционная биржа AEX-Options Exchange действует с 1978 г., ежедневно на ней продается свыше 300 тыс. опционных контрактов.<sup>2</sup>

В 1997 г. две амстердамские биржи объединились в *Сельскохозяйственную фьючерсную биржу*, которая наладила эффективный рынок поставок скоропортящихся и других продовольственных продуктов.

*Люксембургская фондовая биржа*, открытая в 1928 г., начала торговлю на следующий год с листинга 213 видов ценных бумаг. Во время Второй мировой войны биржа прекратила работу. В 1961 г. на бирже впервые были запущены еврооблигации (Saccor под 5,75%). Другим революционным новшеством в 1969 г. стал листинг международных облигаций в национальных валютах эмитентов, а с 1981 г. к листингу были допущены и другие ценные бумаги в национальных валютах эмитентов, приступили также к торгам золотом.

*Копенгагенская фондовая биржа* (Дания) датирует начало своей деятельности концом XVII в., когда торговцы выступали в качестве брокеров и банкиров. Первое биржевое законодательство вступило в действие в 1919 г., последующие поправки в 1930, 1972, 1986, 1993, 1995 гг. В 1998 г. было подписано соглашение о запуске на бирже фондового рынка NOREX, что послужило началом создания Союза Северных бирж (Nordic Stock Exchange). В 1999 г. Oslo Stock Exchange стала третьим членом союза.

---

<sup>1</sup> Руководство обеих бирж приезжало в Стокгольм на регулярные слеты бирж в 1993 и в 1994 гг. на три дня специально приехало в Санкт-Петербург для знакомства с деятельностью Санкт-Петербургской фондовой биржи.

<sup>2</sup> В 1989 г. биржа организовала презентацию и недельный курс в Маастрихтской международной школе бизнеса для представителей Ленинградского государственного университета.

*Брюссельская биржа* на всех этапах становления и работы была связана с королевскими указами, регламентирующими ее работу и становление новых инструментов - фьючерсов и опционов.

*Швейцарская биржа* имеет 150-летнюю историю. Полностью электронные торги на бирже начались в 1996 г. На ней работают более 80 швейцарских и иностранных членов, представлено 5000 ценных бумаг.

В *Скандинавских странах* имеются свои особенности организации биржевой торговли.<sup>1</sup> Биржевой рынок крайне ограничен. Так, половину биржевого фондового рынка Финляндии занимают акции концерна «Нокия». В Норвегии торговля акциями трех крупнейших компаний представляет половину фондового оборота. В Швеции основные позиции занимают акции 30 компаний.<sup>2</sup>

Идея создать единый фондовый рынок в Скандинавии появилась в начале 90-х гг. прошлого века. Учреждение NOREX (Nordic Exchanges) Alliance стало кульминационной точкой в этом процессе. В январе 1998 г. фондовые биржи Копенгагена и Стокгольма объединились в союз, который постепенно перерос в Северный фондовый рынок. В 2000 г. исландский фондовый рынок в лице Исландской фондовой биржи также вошел в союз. В дальнейшем к союзу присоединились биржевые брокеры Осло.

*OM Stockholm* (Швеция) начала операции в июне 1985 г. в стандартной американской системе открытого аукциона на опционы шести шведских ценных бумаг, которые имели листинг на Стокгольмской фондовой бирже.

В настоящее время это ведущая биржа, торгующая опционами и фьючерсами на фондовые индексы, а также свапами.

В начале 1990-х гг. Стокгольмская фондовая биржа<sup>3</sup> была полностью автоматизирована.

*Фондовая биржа Осло* (Норвегия) действует с 1819 г. как международная товарная, а с 1881 г. - фондовая биржа. До 1991 г. в Норвегии действовали три региональные биржи, которые были поглощены столичной фондовой биржей.

*Хельсинкская фондовая биржа* (Финляндия) была учреждена в 1912 г. Начало фондовой деятельности в стране датируется 1860-ми гг., но биржа появилась значительно позднее. В первом десятилетии прошлого века в Финляндии было

---

<sup>1</sup> Важной особенностью скандинавской биржевой торговли является значение, которое отводят электронным торгам различных видов производных бумаг. Многие страны стали последователями скандинавской, в частности шведской, модели организации торговли индексами и опционами.

<sup>2</sup> Тем не менее Стокгольм лидирует в автоматизации фондовой торговли в Европе. Он сосредоточил 50% фондовой торговли региона. Одновременно там находится крупнейшая фондовая биржа в Скандинавии.

<sup>3</sup> В начале 1990-х гг. наметилось сотрудничество биржи с Санкт-Петербургской фондовой биржей и с Конгрессом бирж. Этому сотрудничеству способствовали контакты экономического факультета Стокгольмского университета и Высшей Школы экономики (Швеция) с Ленинградским (в дальнейшем с Санкт-Петербургским) государственным университетом и Санкт-Петербургской фондовой биржей. При этом особую роль играли личные контакты с внуком бывшего главного полицмейстера Санкт-Петербурга - ведущим экономистом-профессором Швеции. В дальнейшем более продуктивные связи развивались с биржевым сообществом новых прибалтийских стран.

учреждено около 150 АО, акции половины новых обществ котировались на бирже. В дальнейшем значение фондовой биржи несколько ослабло, а после Второй мировой войны и вплоть до наших дней, как уже отмечалось, практически все свелось к торговле обычными акциями «Нокия».

В 1998 г. главным зарубежным партнером биржи стала Немецкая фондовая биржа. В середине первого десятилетия XXI в. Хельсинкская фондовая биржа находилась в стадии поглощения Немецкой фондовой биржей. Активное сотрудничество с Таллинской фондовой биржей шло по аналогии сотрудничества Венской и Будапештской фондовых бирж.

### **Основные фондовые биржи новых членов ЕС**

В XIX в. *Венгерская фондовая биржа* не имела самостоятельного значения. Фондовый рынок Венгрии определялся развитием Австро-Венгерской империи и зависел от Венской фондовой биржи. Венгерская биржа была учреждена в начале 1990-х гг. В начале XXI вв. Венская фондовая биржа вошла в состав более мощного холдинга, складывающегося вокруг Немецкой фондовой биржи, которая приобрела основной пакет акций Венгерской фондовой биржи. Тем самым многие акции венгерских компаний автоматически были выведены на более мощные фондовые рынки соседних стран, что существенно повысило их котировки и позволило привлечь значительные инвестиции в экономику страны.

*Пражская фондовая биржа* (Чехия) была создана в 1850 г. в качестве торговой площадки для обмена иностранных валют; ценными бумагами и товарами на бирже стали торговать с 1871 г. В 1938 г. торги были приостановлены и в 1952 г. официально закрыты. В 1990 г. Государственный банк Чехословакии занялся организацией биржи. Первая торговая сессия состоялась 6 апреля 1993 г.<sup>1</sup>

*Бухарестская фондовая биржа* (Румыния) начала свою фондовую деятельность в 1882 г.<sup>2</sup> К 2000 г. на бирже было уже 170 членов, а к 2005 г. - около 200. Второй биржей, открытой в 1996 г., стал *Фондовый рынок РАСДАК* (NASDAQ Securities Market) - аналог американского НАСДАК. На базе ваучерной приватизации было заключено межправительственное соглашение между Румынией и США о создании системы, способной обслуживать 16 млн ваучерных акционеров. В листинге биржи были представлены 7 тысяч компаний, возникших в результате ваучерной приватизации, стартовавшей в 1996 г.

*Варшавская фондовая биржа* (Польша) была открыта в 1817 г.<sup>3</sup> Новая Варшавская фондовая биржа, учрежденная в апреле 1991 г., в 1994 г. стала членом Международной федерации фондовых бирж, а в 1999 г. - членом Федерации европейских фондовых бирж. Она строит свою структуру с учетом европейского опыта и постоянно ведет переговоры о взаимодействии и координации деятельно-

---

<sup>1</sup> В начале 1990-х гг. в Конгресс бирж входил в качестве ассоциированного члена представитель Пражской фондовой биржи.

<sup>2</sup> Биржа была закрыта в 1948 г. и возобновила свою деятельность лишь в ноябре 1995 г., когда на специальной площадке 24 члена ассоциации фондового рынка приступили к торговле акциями 6 компаний.

<sup>3</sup> В ходе Первой мировой войны она приостановила операции, хотя формально не была распущена и закрыта.



сти с Немецкой фондовой биржей. Кроме того, Варшавская фондовая биржа заключила соглашение о взаимных торгах с НАСДАК.

*Братиславская фондовая биржа* (Словакия), учрежденная в марте 1991 г., приступила к деятельности в апреле 1993 г. Вторая фондовая биржа, учрежденная в 1993 г. (RM-System Slovakia), с 1998 г. стала торговать деривативами.

*Люблянская фондовая, товарная и валютная биржа* (Словения), учрежденная в 1924 г.,<sup>1</sup> является членом Международной федерации фондовых бирж.

*Таллинская фондовая биржа* (Эстония), учрежденная в 1993 г., сотрудничает с Хельсинской фондовой биржей.<sup>2</sup>

В XXI в. в биржевом деле наметились новые интеграционные процессы. Прежде всего, произошла интеграция немецких, итальянских и испанских фондовых бирж. Одновременно испанские фондовые биржи стали координировать отношения с греческими биржами на уровне соглашений. Финский фондовый рынок совершил своеобразный марш-бросок по балтийскому побережью в сторону Эстонии, Латвии и Литвы. Хельсинкская фондовая биржа вошла в состав скандинавского рынка в форме Nordic Stock Exchange и приступила к сращиванию с Немецкой фондовой биржей. Венгерская фондовая биржа вошла в состав Австрийской фондовой биржи, последняя еще раньше была включена в Немецкую фондовую биржу.

## 6.2. Деятельность фондовых бирж на американском континенте

В США деятельность фондовых бирж<sup>3</sup> регулирует Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission - SEC).

*Нью-Йоркская фондовая биржа* (New York Stock Exchange -NYSE) - крупнейшая в мире, возникла в 1790-х гг. и торговала правительственными облигациями, выпущенными для финансирования 80-миллионного долга, образовавшегося в ходе войны за независимость.<sup>4</sup> В 90-х гг. XVIII в. в стране было учреждено свыше 300 АО, акции многих из них обращались на биржах.

---

<sup>1</sup> Биржу закрыли в 1941 г. и официально упразднили в 1953 г. Восстановлена в 1989г., когда в Югославии был принят федеральный закон, открывший фондовый рынок.

<sup>2</sup> На первых этапах становления биржевого движения существовали контакты между фондовыми брокерами и Санкт-Петербургской фондовой биржей. Проводились совместные учебные и тренинговые мероприятия на базе Фондовой академии, учрежденной в Риге и Таллине совместно биржевиками Риги, Санкт-Петербурга и Таллина, а также Международного института фондового рынка (Санкт-Петербург). Часть мероприятий финансировал Мировой банк.

<sup>3</sup> В соответствии с требованиями комиссии на федеральном уровне зарегистрировано 9 фондовых бирж, 90% всех операций приходится на Нью-Йоркскую.

<sup>4</sup> В 1792 г. 24 брокера договорились о единых комиссионных и подписали специальное соглашение. Первой компанией в листинге биржи был Банк Нью-Йорка. В 1817 г. брокеры учредили New York Stock and Exchange Board и приняли первый устав биржи. В 1835 г. среднедневной объем торгов достиг 8,5 тыс. акций. В 1863 г. биржу переименовали в Нью-Йоркскую фондовую биржу.



С самого начала биржа строилась как общенациональная организация, и после установления современного наименования руководство биржи и брокеры укрепили международные связи и стали активно сотрудничать с рядом европейских бирж, ведущими зарубежными брокерскими конторами и банками.<sup>1</sup>

В 1976 г. были введены новые правила обслуживания заявок на покупку-продажу ценных бумаг - оборот заявок по предписанному порядку (Designated Order Turnaround - DOT). Эта система совершила своеобразную революцию в организации торгов: были автоматизированы основные торговые операции, сократилось время между выставлением заявок и их исполнением. Система ДОТ позволила совместить поставку небольших заявок в электронной форме с реальными торгами в биржевом зале. Позднее система была усовершенствована, ее сменила Сверхпунктуальная система (Superdot). Заявки на торги в электронной форме стали принимать не только от членов биржи, но и от клиентов. В результате сформировался значительный объем внебиржевой торговли. *Внебиржевая торговля превратилась в непосредственное продолжение биржевой.* Это стало основным направлением последующего развития бирж.

В последнее время сложно четко разграничить биржевую и внебиржевую торговлю. Формальным различием становится показатель, которым биржи пользуются для оценки комиссионных или учета операций, необходимых для определения объема деятельности обслуживающих организаций. Внебиржевая торговля в США за 1996 г. превысила 100 млрд, за 1999 г. - 200 млрд, а за 2004 г. - 400 млрд сделок и составила сумму почти в 100 трлн долл.<sup>2</sup>

Важным шагом в развитии компьютеризации стала Интегрированная технологическая сеть, позволившая автоматизировать все операции по обслуживанию торгов в 1994-1996 г., в том числе расчеты, регистрацию и поставку ценных бумаг (с 1996 г. система беспроводная).

В апреле 2005 г. Нью-Йоркская биржа объявила о поглощении Архипелаго Холдинге (Archipelago Holdings Inc.), что привело к изменению организационной структуры биржи и формы собственности. Из неприбыльной организации, управляемой своими членами, биржа трансформировалась в компанию, целью которой стало получение прибыли. Клубный характер деятельности основной массы бирж не соответствовал жестким требованиям времени и от него отказался ряд других крупнейших бирж: в 2001 г. - Немецкая фондовая биржа, Лондонская фондовая биржа и Euronext; в 2002 г. - Чикагская торговая биржа и в 2005 г. - Чикагская фондовая биржа.

На Нью-Йоркской фондовой бирже ежедневно совершаются сделки с 1,5 млрд акций на сумму свыше 46 млрд дол.; продаются ценные бумаги 2,8 тыс.

---

<sup>1</sup> К 80-х гг. XIX в. были установлены контакты с Санкт-Петербургской биржей, а в начале XX в. появились первые бумаги, связанные с заокеанским партнером (The New York Exchange. The First 200 Years / Edited by J. E. Buck. Essex, Connecticut: Greenwich Publishing Group. Inc., 1992. P. 21, 45, 90).

<sup>2</sup> Global Equity Analysis Report. Wash.: SIC, 1997; 2000; 2005; Financial Times. 2005.15 Febr. P. A-16.

компаний с объемом капитализации в 20 трлн дол., в том числе 460 неамериканских с объемом капитализации свыше 7 трлн дол.<sup>1</sup>

В 1971 г. в США была организована автоматизированная система котировок Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам, созданная НА-СДАК. Это автоматическая коммуникационная сеть, цель которой -обеспечение дилеров и брокеров внебиржевого рынка информацией о продаваемых через эту систему ценных бумагах. При помощи НАСДАК прежде всего происходит котировка цен, сами же сделки совершаются в процессе переговоров по телефону между продавцами и покупателями. Чтобы акции могли продаваться и покупаться через систему НАСДАК, эмитенты должны иметь установленное минимальное количество акций в обороте, а их активы - соответствовать определенным стандартам. Кроме того, необходимо пройти процедуру листинга в НИСЕ.

Если фирма, ведущая торговлю через систему НАСДАК, имеет в штате специалиста, выполняющего сделки по какой-либо ценной бумаге, она может выступать в качестве дилера, продавая клиенту свои ценные бумаги или покупая у него за свой собственный счет. Если фирма не имеет такого специалиста, то она может выступать только в качестве брокера.

Брокеры, занимающиеся покупкой или продажей акций, продаваемых через НАСДАК, просматривают котировки, еженедельно публикуемые в бюллетенях НАСДАК или на так называемых розовых листах, в поисках наилучших цен для исполнения.

Акции, продаваемые через систему НАСДАК, можно разделить на несколько групп:

- акции небольших фирм, функционирующих в традиционных отраслях;
- ценные бумаги крупных кредитно-финансовых учреждений, которые ограничивают сферу хождения своих акций внебиржевым рынком;
- акции компаний, учрежденных в перспективных отраслях экономики и способных превратиться в крупные корпорации;
- акции небольших компаний, занимающихся разведочным бурением на нефть и газ;
- государственные и муниципальные ценные бумаги;
- американские депозитарные свидетельства и иностранные ценные бумаги;
- новые выпуски акций.

За последние 20 лет объем торгов на бирже каждые десять лет удваивался и в 2005 г. составил 2 млрд дол. против 0,5 млрд долл. в 1985 г.<sup>2</sup> В системе НАСДАК котируются ценные бумаги 3200 компаний (на 400 больше, чем на Нью-Йоркской фондовой бирже). В настоящее время технологию НАСДАК применяют в 29 странах, она стала основой для организации торгов на многих биржах мира с 400 видами финансовых продуктов, основанных на индексах НАСДАК.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> New York Stock Exchange. Annual Report. 2004. N. Y: NYSE, 2005. P. 10.

<sup>2</sup> The Bridge Handbook of World Stock, Derivative & Commodity Exchanges. London: Visionc Mondo, 2000; 2005. NASDAQ. Annual Report 2004. N. Y.: NASD, 2005. P. 2.

<sup>3</sup> Формально НАСДАК не относится к фондовым биржам. Однако по существу это вторая по величине и наиболее активная международная биржа. Она строит свою работу с учетом рекомен-

Летом 2005 г. НАСДАК поглотила инновационную фондовую структуру Insti-net (INET), учрежденную в 1969 г. и сочетающую биржевую и внебиржевую торговлю широким спектром финансовых инструментов. Об амбициозности и агрессивности биржи свидетельствует тот факт, что в марте 2006 г. НАСДАК рассматривала вопрос покупки Лондонской фондовой биржи.

*Chicago Stock Exchange* основана в 1882 г. для торговли местными акциями и облигациями. В 1949 г. биржа поглотила фондовые биржи среднего запада - Сент-Луиса, Кливленда и Миниаполиса. С момента основания она носила четко выраженный региональный характер. Однако за последние двадцать лет появились новые инструменты, что позволило бирже постепенно выйти на общенациональный, а в ряде случаев - и на мировой рынок. Более того, биржа сконцентрировала основной оборот рынка ряда новых специфических биржевых продуктов - торговлю инструментами, связанными с фондовыми индексами и стандартизированными контрактами, не привязанными к определенному региону.

В Чикаго существует вторая относительно небольшая фондовая биржа с классической системой организации торгов *Chicago Board Options Exchange* (CBOE). Атмосфера торгового зала больше похожа на клуб, каждый член которого знает практически все о своем коллеге.

В США имеются также небольшие фондовые биржи: American Stock Exchange, в Бостоне - Boston Stock Exchange, Pacific Exchange, Philadelphia Stock Exchange, в Цинциннати - National Stock Exchange (ранее Cincinnati Stock Exchange), International Securities Exchange, в Канзасе - Kansas City Board of Trade. Биржа в Канзасе основана для торговли зерном. В 1856 г. торги приостановлены в связи с гражданской войной и восстановлены в 1869 г. Биржа стала первой (1982 г.) в стране торговать фьючерсами, основанными на фондовых индексах.

Все перечисленные биржи<sup>1</sup> еще в конце 80-х - начале 90-х гг. прошлого века стали переходить на компьютерную систему организации торгов. В 1980-х гг. они попали под регулирование фондовых бирж.

В начале XXI в. биржи Arizona Stock Exchange и Virt-x pic (ранее известная как Tradepoint) из-за недостаточного объема торгов практически прекратили существование и были изъяты из регулирования Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам.

Для более полного понимания деятельности фондовых бирж необходимо рассмотреть фьючерсные биржи. С формальных позиций они относятся к специфической сфере деятельности, которая в США регулируется отдельно от фондовой. Однако в ряде других стран регулирование фьючерсной деятельности совмещено с фондовой. Тем не менее, *по форме деятельности, содержанию операций и сущности предмета торгов фьючерсные биржи непосредственно примы-*

---

даций Комиссии по ценным бумагам и биржам и постоянно представляет информацию о своей деятельности.

<sup>1</sup> В начале 1990 г. на всех вышеперечисленных биржах было по 2-3 стажера из нашей страны. Направляли и поддерживали стажеров Санкт-Петербургская фондовая биржа и Конгресс бирж, который в 1991-1995 гг. объединял основные биржи стран бывшего Советского Союза. К сожалению, почти все стажеры остались работать за рубежом (в основном перешли на преподавательскую деятельность).

кают к фондовым. К тому же многие фондовые биржи все чаще занимаются деятельностью, ранее считавшейся классической для фьючерсных бирж. Практически все они имеют фьючерсные и опционные подразделения, а в отдельных случаях они создают родственные специализированные биржи.<sup>1</sup>

Основные фьючерсные биржи США - Chicago Board of Trade (CBOT), Chicago Mercantile Exchange (CME), New York Mercantile Exchange (NYMEX), The Commodity Exchange, Inc. (COMEX).

Старейшая и крупнейшая биржа CBOT учреждена в 1848 г. для централизации торговли зерном. В настоящее время она занимается фьючерсами на сельскохозяйственные и финансовые продукты, а с 1982 г. - опционами на фьючерсные контракты. В 1986 г. она поглотила небольшую региональную фьючерсную биржу, специализирующую на средних контрактах, - The MidAmerica Commodity Exchange. CBOT стала первой фьючерсной биржей, которая наряду с обычной (дневной) сессией ввела вечернюю торговую сессию, что позволило расширить сферы деятельности и подключить к бирже регионы других часовых поясов.

В 1874 г. для торговли фьючерсами на масло и яйца была основана CME. В дальнейшем она занялась и другими скоропортящимися продуктами. С 1961 г. биржа приступила к фьючерсным контрактам на замороженную свинину, в дальнейшем появились контракты на мясо и скот. К 1969 г. биржа стала крупнейшим торговым центром на фьючерсы на мясо и живой скот.

CBOT и CME сосредоточили около 75% всех фьючерсных контрактов США и более 60% фьючерсных контрактов мира.

В 1970-х гг. с крушением Бреттон-Вудского соглашения биржа разработала новую рыночную нишу. Был создан новый рынок The International Monetary Market (IMM), предназначенный для устранения негативных воздействий валютных колебаний. В дальнейшем наряду с валютными фьючерсными контрактами получили развитие фьючерсы на процентные ставки и фондовые индексы.

В 1985 г. были введены опционы на евро-долларовые фьючерсы на Index and Options Market (IOM). В дальнейшем на биржевой площадке стали торговать опционами и фьючерсами на казначейские обязательства. В настоящее время на CME обращается широкий круг фьючерсов и опционов.

СВОЕ учреждена в 1973 г., но сегодня она лидер опционного рынка - свыше 60% всех опционных контрактов США (в основном опционы на ценные бумаги).

NYMEX основана в 1872 г. для торговли маслом, сырами и яйцами. В дальнейшем стала торговать фьючерсами на нефть и другие энергетические контракты, а также на платину и палладий.

COMEX образовалась в 1933 л в результате слияния четырех небольших бирж.

В Чикаго имеется небольшая биржа The MidAmerica Exchange (MidAm), действующая с 1868 г. (тогда она называлась Pudd's Exchange, а с 1880 г. -Chicago

---

<sup>1</sup> Так поступила Бостонская фондовая биржа, учредив в 2004 г. специализированную Бостонскую опционную биржу (Boston Option Exchange), на которой уже в первый год работы было заключено 26,3 млн опционных контрактов и сконцентрировано 5% американского рынка опционной торговли. (Boston Stock Exchange. Annual Report 2004. - Boston: BSE, 2005. - P. 3).



Open Board of Trade, с 1972 г. носит современное название). До сих пор на бирже сохранилась старая система торгов в зале, что привлекает не только опытных старых брокеров, но и многих новых.

В Канаде 5 фондовых бирж; тесно сотрудничающих между собой и с американскими биржами, прежде всего с биржами Чикаго и Бостона. Фондовая биржа в Торонто - четвертая по величине в Северной Америке, на ней совершается около 200 тыс. сделок в день на сумму свыше 50 млрд дол. (96% сделок Канады).

### **Латиноамериканские фондовые биржи**

В Мексике действуют Мексиканская фондовая биржа (1894 г.) и Мексиканская биржа деривативов (1998 г.), имеющие прочные связи с североамериканскими биржами. Биржа деривативов достаточно активно участвует в преобразовании фондового рынка страны и с момента учреждения стала активным участником мирового сообщества - почти половина оборота биржи имеет международную направленность.

По характеру своей деятельности, листингу многих компаний и основным брокерским конторам мексиканские биржи являются типичными североамериканскими биржами.

Первая биржа в Аргентине - *Bolsa Mercantil* - была учреждена в 1822 г. В 1854 г. 118 брокеров основали *The Bolsa cle Commercica de Buenos Aires*.<sup>1</sup> В стране имеются Зерновая и Фьючерсная биржи, а также 7 небольших фондовых, фьючерсных и опционных бирж. Услугами бирж пользуются в основном местные компании. Только в XXI в. наметился приток иностранных инвестиций, а зарубежные брокеры приступили к деятельности на фондовой бирже.

Происхождение *Сан-Паулской фондовой биржи* (Бразилия) связывают с именем Эмило Рангел Пестана, который в 1890 г. учредил Свободную биржу (Free Exchange) с европейскими традициями. В 1895 г. биржа была переименована в Sao Paulo Public Funds Exchange, а в 1935 г. - в Official Sao Paulo Stock Exchange. В 1965 г. биржа перешла под юрисдикцию Центрального банка Бразилии, а в 1967 г. была переименована в Sao Paulo Stock Exchange. В 1999 г. на бирже была введена «постбиржевая система торгов» (они продолжались после официального закрытия биржи). Это способствовало повышению ликвидности рынка. Введению данной системы способствовала Чикагская фьючерсная биржа Chicago Board of Trade (CBOT).

*Рио-де-Жанейрская фондовая биржа* - старейшая в Бразилии (1845 г.). Структура биржи была изменена под воздействием банковских реформ 1965 г. С 1982 г. на бирже ввели торговлю опционами, а в 1992 г. - фондовым индексом. Внедрение в 1996 г. торговой системы НАСДАК позволило данной бирже фактически поглотить основную часть бирж страны. Исключение составила крупнейшая биржа Бразилии, сохранившая прежнюю систему торгов.

Корни *Каракасской фондовой биржи* (Венесуэла) восходят к середине XIX в. В 1873 г. было создано первое законодательство регламентирующее товарооборот, а в 1917 г. специальный закон одобрил правила ведения брокерских опе-

---

<sup>1</sup> В настоящее время на бирже около 200 брокерских мест, а в листинге представлены 211 компаний.



раций, действовавшие до 1947 г., когда была формально учреждена Коммерческая биржа Каракаса.

В 1957 г. появилась *Мирандская фондовая биржа*, в дальнейшем поглощенная Коммерческой биржей Каракаса. В 1973 г. на этой базе была создана Каракасская фондовая биржа, на которой по сей день сохранилась прежняя система организации торгов. Однако механизм исполнения стал вполне современным, и биржа участвует в крупнейших клиринговых системах континента. Депозитариями в стране являются ведущие банки, которые с помощью корреспондентской системы достаточно быстро переводят ценные бумаги со счета на счет.

В середине XIX в. была учреждена биржа в Лиме (Перу) - современное название *La Bolsa de Valores de Lima*. Биржевые игроки имеют широкие контакты с рядом североамериканских бирж.

*Santiago Stock Exchange*<sup>1</sup> (Чили), учрежденная в 1893 г., сохранила до наших дней свое название, основные принципы организации торгов и первоначальную торговую площадку.

Ренессанс биржевой деятельности начался после 1990 г.<sup>2</sup> Либерализации фондового рынка мешали высокая процентная ставка, низкий уровень сбережений населения, неграмотная банковская и кредитная политика властей, а также во многом связанная с этим нестабильность финансовых институтов. После ликвидации этих препятствий фондовый рынок страны получил существенное развитие.

*Манильская фондовая биржа*<sup>3</sup> (Филиппины), созданная в 1927 г., носит преимущественно региональный характер. В XXI в. на бирже предприняты шаги по привлечению иностранных инвесторов и зарубежных фондовых инструментов.

### **6.3. Фондовый рынок стран Ближнего Востока, Африки, Азии, Австралии и Океании**

*Развитие фондового рынка Ближнего Востока* определяется общим экономическим ростом региона. Добыча нефти стимулировала ускоренный рост фондового рынка. Нефтедоллары, первоначально появившиеся на европейских и частично американских фондовых рынках, достаточно быстро стали обращаться на формирующихся местных рынках. В настоящее время фондовые биржи переросли региональные рынки и все чаще действуют глобально.

Объем ссудного капитала и уровень ликвидности фондового рынка в регионе растут такими темпами, что при сохранении существующей тенденции он

---

<sup>1</sup> Частное АО с 48 акциями, которые держат 48 акционеров; на бирже торгуют всего 40 фондовых брокеров, формирующих своеобразную касту и элиту деловых кругов страны. Большинство из них являются брокерами во втором, третьем и далее поколениях.

<sup>2</sup> В 1973-1990 гг. в период правления генерала Пиночета произошло свертывание деятельности биржи.

<sup>3</sup> Биржа имеет тесные контакты с американскими биржами и Комиссией по ценным бумагам и фондовым биржам (SEC) США.

способен догнать американский рынок в ближайшее десятилетие. На Ближнем Востоке действуют 11 активных фондовых бирж, в стадии становления находится биржа в Сирии, которая приступила к деятельности в 2006 г.

*Тель-Авивская фондовая биржа*<sup>1</sup> - наиболее старая и крупная биржа региона (капитализация рынка составляет 68 млрд дол.)- В листинге биржи представлено около 700 компаний и 1000 видов ценных бумаг.

Специфической особенностью биржи является ее закрытый характер: она состоит всего из 28 членов, в том числе 12 банков (один из них Банк Израиля) и 16 брокерских фирм. За последние 10 лет не было принято ни одного нового члена; информации о бирже меньше, чем об аналогичных западных биржах.

Одним из подразделений биржи является клиринговый дом, который сразу после торгов оперативно и надежно (за все время существования было всего два крупных сбоя) производит необходимые расчеты и поставки.

*Saudi Arabian Monetary Authority* по размерам практически равна Тель-Авивской бирже. Капитализация рынка в *Саудовской Аравии* составляет 65 млрд дол.

На третьем месте по уровню капитализации и развитию фондовой торговли находятся *Объединенные Арабские Эмираты* (капитализация рынка достигла 28 млрд дол.). Основным ограничением в большинстве арабских стран является то, что иностранные инвесторы имеют право владеть не более 49% местных компаний, однако в последние годы в этой сфере наметились позитивные изменения.

*Dubai International Financial Exchange* проводит значительную работу по формированию спроса и предложения на бирже как на государственном, так и на частном уровне. Ведется работа по организации первичного размещения ценных бумаг, особенно приватизируемых предприятий индийских и других азиатских стран, что должно привлечь к бирже крупных инвесторов. Это наиболее космополитичная биржа в регионе?

*Amman Stock Exchange* была открыта в 1999 г. Фондовый рынок в стране существует последние 30 лет, его биржевая форма появилась как результат государственного реформирования рынка. Биржа является *частной неприбыльной организацией*, на которой работают 30 брокерских фирм. Через биржу можно легко оперировать на десяти других арабских биржах, в том числе и на имеющих ограничения по иностранному присутствию.

*Bahrain Stock Exchange*. В начале 1980-х гг. после коллапса кувейтской компании Souq Almanakh и взлета цен на нефть правительство страны совместно

---

<sup>1</sup> Первые регулярные операции датируются 1935 г. Именно тогда Англо-Палестинский банк, учрежденный Тель-Авивским фондовым клиринговым домом (Tel-Aviv Securities Clearing House), создал фондовую организационную основу. На протяжении почти 20 лет дом обслуживал региональную торговлю ценными бумагами. После образования государства Израиль объем операций с ценными бумагами резко возрос, и старая фондовая структура перестала справляться с обслуживанием рынка. В 1953 г. на базе Англо-Палестинского банка с участием Тель-Авивского клирингового дома была учреждена биржа, сыгравшая важную роль в привлечении капитала в регион, создании благоприятных условий для инвестирования в местные АО. Все это способствовало экономическому росту страны.

с Международной финансовой корпорацией подготовило Технико-экономическое обоснование фондовой биржи.<sup>1</sup>

Важным шагом в деятельности биржи стала работа по организации свободного листинга компаний на биржах, действующих в арабских странах.<sup>2</sup> В 2002 г. в стране были полностью сняты ограничения для фондовой деятельности иностранцев, что позволило зарубежным инвесторам через систему двойного листинга торговать практически на любой бирже Ближнего Востока, в том числе и на тех, где сохранялись ограничения, например на Кувейтской.

*Кувейтская фондовая биржа* действует с 1984 г., торговать на ней могут только жители и компании стран Ближнего Востока.

*Muscat Securities Market* (Oman) учреждена декретом Султана в 1988 г. и приступила к деятельности в 1989 г. Наиболее открытая для иностранных инвесторов биржа на Ближнем Востоке, полностью интегрированная в мировое биржевое сообщество: в 2000 г. сняты все ограничения для иностранных инвесторов; отсутствуют налоги на дивиденды и прибыль на капитал; принят двойной листинг местных компаний с Лондонской фондовой биржей. Отличительной особенностью биржи является то, что она представляет в одном лице государственный орган, призванный регулировать и контролировать фондовую деятельность, и биржу.

*Palestine Stock Exchange* основана в 1995 г.<sup>3</sup> как *акционерная компания* для реализации проекта реструктуризации экономической инфраструктуры Палестины. В год учреждения в листинге биржи насчитывалось 27 компаний, к 2000 г. их количество сократилось до 22, к концу 2005 г. возросло до 26. Биржа полностью компьютеризирована. В первый год на ней было всего четыре члена, в 2000 г. - 7 и в 2005 г. - 12. Вначале биржа работала один день в неделю, но уже через два года приступила к полноценной работе пять дней в неделю.

С 2006 г. работает биржа в Сирии. Большую помощь в ее становлении оказывают Федерация евроазиатских фондовых бирж и Комиссия по ценным бумагам и биржам США. Назначение биржи - участие в планах приватизации государственного сектора страны и тем самым развитие демократии и рынка в стране и в региональных масштабах.

Особое место среди бирж Ближнего Востока занимает *Турция*. С точки зрения развития биржевого движения биржа Турции тяготеет к европейским, а не азиатским. Тем не менее турецкие биржи все чаще опираются на арабских клиентов и связи с ближневосточными биржами, во многом способствуя их развитию. В 1990-х гг. руководство биржи инициировало создание Федерации евроазиатских фондовых бирж.<sup>4</sup> На момент организации в федерации было 12 членов, а к

---

<sup>1</sup> В 1987 г. эмир декретом № 4 учредил биржу, приступившую к работе в 1989 г. Деятельностью биржи руководит член семьи эмира.

<sup>2</sup> В 1995 г. было подписано многостороннее соглашение о взаимном листинге с Muscat Stock Exchange, в 1996 г. - с Amman Stock Exchange и Egyptian Stock Market, в 1997 г. - с Kuwait Stock Exchange, в 2001 г. - с Saudi Arabian Monetary Authority.

<sup>3</sup> По инициативе Palestine Development & Investment Company of Nablus (действует с 1993 г.) Биржа приступила к деятельности в 1997 г.

<sup>4</sup> Примечательно, что членами федерации стали биржи Болгарии, Молдовы, Румынии и Венгрии. Имеются контакты с украинскими, казахскими и киргизскими фондовыми брокерами.

2006 г. их число возросло до 35. *Стамбульская фондовая биржа* фактически организует и направляет деятельность федерации и ее членов.

Корни *Стамбульской фондовой биржи* уходят в середину XIX в. в *Deersaadet Securities Exchange*, которая уже в 1866 г. сотрудничала с Амстердамской и Лондонской фондовыми биржами.<sup>1</sup> После создания Турецкой республики биржа законодательным актом 1929 г. была реорганизована в Стамбульскую фондовую и валютную биржу. В ходе кризиса 1929 г., последующей депрессии и Второй мировой войны биржа фактически свернула свою деятельность. Ее возрождение началось только в начале 1980-х гг. Современную структуру и название биржа приобрела в 1986 г. В 1989 г. иностранцам было разрешено свободно торговать на бирже и переводить за рубеж полученные доходы. В 1992 г. биржа стала членом Всемирной федерации бирж.

В 1995 г. для торговли золотом была создана Стамбульская золотая биржа<sup>2</sup>, которой, наряду с Центральным банком, было предоставлено право импортировать и продавать золото внутри страны,<sup>3</sup> а с 2001 г. - и за ее пределы.

С 1997 г. биржа приступила к торговле фьючерсными контрактами на золото. Стандартный фьючерсный контракт составляет трехкилограммовый слиток золота 995-й пробы с поставками каждый месяц (включая текущий), но не более чем на 6 месяцев.

*На Африканском континенте действуют 17 фондовых бирж*, включая Объединенную биржу в Абиджане, которая обслуживает страны Южноафриканского валютного блока. Наиболее крупные и старые биржи находятся в Египте и в ЮАР. Многие небольшие африканские биржи имеют существенные особенности, что тормозит приток зарубежных вложений и затрудняет освоение бирж иностранными инвесторами.

Первоначально толчок африканскому фондовому движению был дан метрополиями, в свою очередь, развитие Лондонской фондовой биржи во многом определялось инвестициями в развитие золота и алмазов в Южной Африке. В настоящее время капитализация рынка в стране достигла 250 млрд дол.

8 ноября 1887 г. была открыта *Йоханнесбургская фондовая биржа* для размещения и торговли акциями компаний, учрежденных для разработки золотых рудников, открытых в 1886 г. В 1995 г. на бирже были допущены к торгам иностранные члены, стал проводиться двойной листинг компаний с Лондонской фондовой биржей и была введена автоматизированная торговля ценными бумагами.

*На Южно-Африканскую фьючерсную биржу* (1990) обращаются фьючерсные контракты на фондовые индексы и поставку долгосрочных государственных облигаций, контракты на трехмесячные процентные ставки, местную валюту, а

---

<sup>1</sup> К началу XX в. были налажены связи с Санкт-Петербургской биржей. Более того, один из членов совета директоров биржи в 1899 г. был принят в почетные члены Санкт-Петербургской биржи.

<sup>2</sup> Официальное годовое потребление золота в стране превышает 200 т.

<sup>3</sup> На Стамбульской фондовой бирже и золотой бирже работает ряд «русских» турков, вернувшихся на историческую родину, двое из них принимали активное участие в становлении Санкт-Петербургской фондовой биржи.



также зерновые. Кроме того, на бирже открыта опционная торговля на поставку фьючерсов.

Самая старая биржа на континенте находится в Египте, в Александрии (1883 г.). К 1950 г. биржа вошла в число пяти наиболее крупных бирж мира. В 1995 г. в стране произошла массовая приватизация (было приватизировано 120 компаний), и торговлю на бирже организовали по чикагской модели. С конца 1990-х гг. на бирже ежегодно проводится несколько крупных первичных размещений ценных бумаг, что привлекает крупных инвесторов (особенно иностранных). Особенностью биржи является то, что торговая неделя и некоторые правила торгов соответствуют исламским традициям.<sup>1</sup>

На многих биржах Африки сохраняются ограничения для иностранных инвесторов. Так, предел владения иностранным инвестором в местной компании ограничен 75% в Акре и 50% в Найроби. На этих же биржах имеются свои особенности в организации и времени проведения торгов. А в Касабланке и Тунисе торговые часы и обычаи отвечают западным стандартам. Абиджанская (Кот-Дивуар) и Тунисская фондовые биржи по технике торгов тяготеют к Лондонской фондовой бирже.

В *Австралии и Океании* расположены 10 фондовых, 3 фьючерсные и 3 товарные биржи, торгующие фьючерсами и опционами.

В *Японии* действует второй по величине фондовый рынок мира. *Токийская фондовая биржа* является крупнейшей биржей региона и третьей в мире по величине (с учетом НАСДАК). Она основана в 1878 г. В настоящее время в листинге находится около 2 тыс. компаний с капитализацией почти 4,6 трлн дол., что в полтора раза превышает аналогичный показатель Лондонской фондовой биржи. Ежедневный объем торгов ценными бумагами достигает 30 млрд дол.

История фондовых бирж Японии весьма поучительна. В первой половине прошлого века в стране было около 24 фондовых бирж. В начале прошлого века Токийская фондовая биржа приоткрыла деятельность для иностранных банков и брокеров. Как следствие, три ведущих банка Европы и США открыли на бирже свои представительства. Биржа играла важную роль в мобилизации государственных капиталов для подготовки к военным действиям. Целый ряд государственных облигаций имел международное хождение: они размещались за рубежом или поступали во вторичное обращение на биржи США и Германии.

Во время Второй мировой войны были установлены барьеры для иностранного участия в деятельности биржи, ситуация сохранялась вплоть до последней трети XX в. В 1943 г. 11 фондовых бирж были объединены в *Японскую фондовую биржу*, которая стала ведущей.

*Австралийская фондовая биржа* - вторая по величине биржа региона (капитализация - 650 млрд австралийских долларов), основана в 1987 г. на базе SEATS - электронной системы торгов. Система расчетов также была полностью автома-

---

<sup>1</sup> Еще недавно это считалось анахронизмом. В настоящее время исламские традиции все чаще внедряются в бизнес и становятся нормой для многих банков и фондовых брокеров. Некоторые западные брокерские фирмы и банки вводят для клиентов специальные мусульманские программы.



тизирована. В 1988 г. биржа стала первой, которая выставила в листинг собственные акции.<sup>12</sup> На бирже торгуют различными продуктами - от акций до деривативов.

В Австралии имеются еще две небольшие биржи с полностью автоматизированной системой торгов. Они имеют широкие международные связи: налаживается система двойного листинга с целым рядом зарубежных бирж, широко представлены на бирже иностранные банки и брокеры, больше четверг» акционеров - иностранцы.

*Сиднейская фьючерсная биржа* учреждена в 1960 г. как Сиднейская фьючерсная биржа первичной шерсти. В настоящее время на бирже, кроме фьючерсов, торгуют акциями и товарными контрактами. Биржа ведет операции на Новозеландской фьючерсной и опционной бирже, имеет прямую электронную связь с New York Mercantile Exchange (NYMEX) и совершает все расчетные операции через собственную клиринговую систему, которая ежегодно проводит расчеты по 50 млн. контрактов.

*Австралийская биржа деривативов (Сидней)* учреждена в 1998 г. и действует с середины 2000 г., связана системой прямых торгов с Euronext и Парижской биржей.

В Новой Зеландии действуют три биржи регионального обслуживания. Первая и крупнейшая - *Новозеландская фондовая биржа*, открытая в 1915 г.

В начале 1990-х гг. в *Китае* было организовано около полутора десятков бирж, в том числе 14 фьючерсных. В настоящее время действуют две фондовые и три фьючерсные биржи. В 1997 г. комиссия по ценным бумагам реорганизовала деятельность большинства бирж и поставила их под *государственный контроль*, что упорядочило деятельность, способствовало росту товарооборота и приходу на биржи крупных иностранных игроков.

*Шанхайская фондовая биржа*<sup>2</sup> была учреждена в 1990 г. Это наиболее перспективная региональная биржа, на которой торгуют только акциями и облигациями. Весь оборот компьютеризирован, формировать систему торгов помогали иностранные специалисты. Автоматизированная система расчетов на базе клирингового центра была создана в 1993 г.

*Zhengzhou Stock Exchange* была учреждена одновременно с Шанхайской для региональных торгов. Среди членов биржи 20 иностранных фирм.

*Cina Zhengzhou Commodity Exchange* (1990 г.) - товарная региональная биржа с классическим зерновым рынком. С момента основания стала первым в стране организованным местом торговли стандартизированными фьючерсными зерновыми контрактами (10-тонные контракты на поставку пшеницы и гороха в январе, марте, мае, июле, сентябре и ноябре).

*Dalian Commodity Exchange* приступила к деятельности осенью 1993 г. в качестве фьючерсной зерновой биржи. На бирже обращаются стандартизированные контракты -Ют сои с поставкой в те же сроки, что пшеницы и гороха в Женьшоу.

---

<sup>1</sup> В дальнейшем к данной практике прибегали первые российские биржи.

<sup>2</sup> В настоящее время на бирже около 350 членов, в том числе более 40 иностранных компаний. Оборот за 2004 г. составил свыше 7 трлн юаней.

*Shanghai Futures Exchange* возникла в результате слияния трех Шанхайских фьючерсных бирж. На бирже чуть больше 200 членов (в основном брокерские фирмы). Биржа торгует контрактами на медь, алюминий и натуральный каучук.<sup>1</sup>

В Индии действуют 18 фондовых и многопродуктовых бирж. Старейшая биржа *Mumbai Stock Exchange* учреждена в 1875 г. под названием Бомбейская фондовая биржа. Тогда на бирже было 318 брокеров, к 1956 г. количество брокеров-членов возросло до 504, а в дальнейшем сократилось до 300.

Три другие старейшие биржи страны - *Ahmedabad Stock Exchange* (1894 г.), *Delhi Stock Exchange Association* (1913 г.) и *Madhya Pradesh Stock Exchange* (1916 г.). Остальные биржи открыты преимущественно в последние четверть века (*Bangalore Stock Exchange*, *Bhubaneswar Stock Exchange*, *Calcutta Stock Exchange*, *Cochine Stock Exchange*, *Coimbatore Stock Exchange*, *Gauhati Stock Exchange*, *Jaipur Stock Exchange*, *Ludhiana Stock Exchange Association* и др.).

*Национальная фондовая биржа Индии*, учрежденная в апреле 1993 г., является крупнейшей биржей Индии, на ней сосредоточено 40% торговли ценными бумагами и государственными долгами. С 1996 г. действует система безналичных торгов с операциями в 314 городах страны.

Крупнейшая биржа Пакистана - *Исламабадская фондовая биржа*, зарегистрированная в 1989 г., торги начались в 1992 г.

Наиболее старые фондовые биржи страны находятся в Лахоре (с 1936 г.) и в Карачи (с 1949 г.).

*Dhaka Stock Exchange* (Бангладеш), учрежденная в апреле 1954 г., первоначально называлась Восточно-пакистанской фондовой биржей. Свое современное название она получила в 1962 г. Автоматизированная система торгов в режиме on-line началась в 1998 г., в это время на бирже было 195 членов. В 2000 г. было открыто членство для иностранцев, однако к 2005 г. количество членов возросло лишь до 350.

В *Индонезии* фондовые биржи были открыты в 1912 г. датскими колониальными властями. *Цжакартская фондовая биржа* стала частной в 1991 г. Вторая биржа, открытая в 1925 г. на острове Сурабаи, первоначально называлась Ассоциация торговцев деньгами и ценными бумагами, современное название - *Сурабайская фондовая биржа*.

Заметную роль в регионе играют три малайзийские биржи. Крупнейшая *Куалалумпурская фондовая биржа* была учреждена в 1870 г. для торговли цинком и натуральным каучуком. В 1930-х гг. биржа находилась под сильным влиянием Сингапурской ассоциации фондовых брокеров. Эта связь сохранялась и в дальнейшем, а в 1973 г. было подписано специальное соглашение двух бирж о взаимном регулировании и обмене валютными операциями.

*Корейская фондовая биржа* (Южная Корея) начала работу в 1956 г. как форма товарищества частных брокеров. В 1963 г. биржа была трансформирована в неприбыльную государственную биржу и в 1988 г. приватизирована. В 1997 г.

---

<sup>1</sup> За последние годы усилилась тенденция по реализации контрактов зарубежных поставщиков, среди покупателей все чаще появляются иностранные клиенты.

биржа была полностью компьютеризирована. Иностранные фирмы свободно участвуют в деятельности биржи с 1991 г.

Незарегистрированные акции котируются с 1996 г. на второй бирже страны - *KOSDAQ (Korea Securities Dealer's Association) Stock Market*, а фьючерсные и опционные контракты - с 1995 г. на *Корейской фьючерсной бирже*.

*Сингапурская биржа* сформировалась в декабре 1999 г. в результате слияния двух бирж Сингапура. На ней торгуют акциями, облигациями и деривативами. Биржа имеет достаточно оригинальную структуру. Она является своеобразным холдингом для двух юридически самостоятельных бирж: Сингапурской биржи для торговли ценными бумагами и Сингапурской биржи для торговли деривативами, а также Центрального депозитария и Сингапурской биржи информационных технологий.

В Сингапуре имеется товарная биржа, которая работает с 1922 г. и была учреждена для торговли натуральным каучуком, а в настоящее время совершает также фьючерсные и опционные операции и сотрудничает с Шанхайской фьючерсной биржей.

Начало истории *Тайваньской фондовой биржи* относится к земельным реформам 1953 г. Правительство в ходе объединения и перераспределения земли с целью компенсации земельным собственникам выпустило земельные облигации и акции четырех государственных предприятий. Эти ценные бумаги стали первыми торговыми инструментами биржи.

В ходе быстрого экономического роста 1950-х гг. с целью регулирования мобилизационных капиталов для быстро развивающихся предприятий была основана Фондовая и фьючерсная комиссия (сентябрь 1960 г.), под эгидой которой в октябре 1961 г. создана Тайваньская фондовая биржа, приступившая к регулярной работе в феврале 1962 г. Биржа была создана совместными усилиями государства и частного сектора и первоначально функционировала как на правительственные деньги, так и частные капиталы.

*Тайваньская международная товарная биржа*, учрежденная в 1950-х гг. для организации международной торговли региональными товарами, в 1999 г. была трансформирована в *Тайваньскую фьючерсную биржу (TAIFEX)*. На ней обращаются три индексных контракта: индекс на капитализацию компаний в листинге Тайваньской фондовой биржи, индекс на электронный сектор компаний Тайваньской фондовой биржи, банковский и страховой индекс компаний, представленных на Тайваньской фондовой бирже.

В заключение отметим, что *история мировых бирж*: укладывается в три основных этапа:

- первоначальное становление бирж (XV - XIX вв.);
- подъем бирж и повышение значимости фондового дела (начало XX в.);
- оживление биржевой деятельности (конец XX - начало XXI в.).

В настоящее время на 52 биржах, входящих в Международную федерацию бирж, обращаются акции 38 тыс. акционерных обществ, в том числе на биржах

Азии, Австралии и Океании - 17,6, Америки - 11,2, Европы, Африки и Ближнего Востока - 9,3 тыс. компаний.<sup>1</sup>

Выделяется десяток самых крупных бирж, которые сконцентрировали почти 90% биржевой активности мира. Среди них необходимо выделить Нью-Йоркскую фондовую биржу - 12,7 трлн дол. капитализации рынка и 11,6 трлн дол. объема торговли акциями за 2004 г., Токийскую - 3,6 и 3,2 трлн дол. соответственно, НАСДАК - 3,5 и 8,8 трлн дол., Лондонскую фондовую биржу - 2,9 и 5,2 трлн дол. и Евронекст - 2,4 и 2,5 трлн дол.<sup>2</sup>

В 1986 г. объем оборота 16 ведущих фондовых бирж составил 2,9 трлн дол.,<sup>3</sup> в середине 1990-х гг. уже 15 фондовых бирж (за это время две слились) имели оборот более 8 трлн дол., а к 2005 г. их оборот превысил 35 трлн дол.<sup>4</sup> Основной оборот фондовых бирж приходится на США, там же находится и наибольшее их количество.

В последнее время увеличился уровень капитализации компаний, что привело к укрупнению биржевых сделок.<sup>5</sup>

Изменились характер и уровень информационного обеспечения, технология торгов - большинство бирж стали электронными. Основные поставщики заявок на куплю-продажу биржевых товаров одновременно стали поставлять необходимую биржевую информацию в режиме on-line.

Полностью изменился характер расчетов (они стали преимущественно безналичными), формы и методы поставки ценных бумаг. Расчеты проводят специализированные клиринговые компании, которые в последнее время объединяются и организуют систему корреспондентских связей, что способствует повышению уровня ликвидности.

Трансформировалась структура ликвидных ценных бумаг - высокотехнологичные ценные бумаги (tech stock) стали определять рынок: его основные объемы, взлеты и падения котировок, характер сделок и интересы покупателей и продавцов. К середине первого десятилетия XXI в. значительно активизировалось движение ценных бумаг энергетических компаний, одновременно возросла торговля энергетическими контрактами.

На биржевую деятельность повлияли также изменения в организационной структуре и собственности бирж. За последние 20 лет многие государственные биржи были приватизированы. Подавляющее большинство бирж стали собственностью своих членов. Все чаще биржи превращаются в саморегулируемые организации, что отражает общее направление развития рыночных тенденций в обществе.

---

<sup>1</sup> World Federation of Exchanges. Annual Report and Statistic 2004. L.: WFE, 2005. P. 53.

<sup>2</sup> Там же. С. 33, 35.

<sup>3</sup> Reddy M. T. Securities Operations. A Guide to Operations and Information Systems in the Securities Industry. N. Y.: New York Institute of Finance, 1990. P. 129.

<sup>4</sup> Reuters. 2005. 12.07.

<sup>5</sup> За последние 10 лет уровень капитализации только европейских компаний, учитываемых агентством Standard & Poog's, вырос в 10 раз - с 4,5 до 45 млрд дол.

## Глава 7. ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ И ХАРАКТЕРИСТИКИ РАЗМЕЩЕНИЯ И ОБРАЩЕНИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ

Рынок ценных бумаг является сложной и динамической системой, на нем взаимодействуют политические, правовые, экономические, информационные, социальные, психологические и другие факторы.

Под обращением ценных бумаг понимаются их купля и продажа на рынке ценных бумаг, а также другие действия, предусмотренные законодательством РФ, приводящие к смене владельца ценной бумаги. Ценные бумаги могут выполнять также функции денег как средства накопления, платежа и мировых денег. При этом, поскольку они обладают в основном представительной стоимостью, они могут быть покупательным и платежным средством на денежном рынке. Этим обусловлена необходимость существования фондового рынка, поскольку купля-продажа ценных бумаг обеспечивает их взаимосвязь с деньгами, и именно здесь под влиянием спроса и предложения складываются цены на них. Чем выше ликвидность ценных бумаг на вторичном рынке, тем легче они выполняют денежные функции и чаще замещают в обращении сами деньги.<sup>1</sup>

### 7.1. Стоимостные и ценовые факторы обращения ценных бумаг

*Стоимостные факторы* ценных бумаг большей частью используются для определения их надежности, определенности, продолжительности существования и ликвидности. К категории ценовых факторов относится, главным образом, фактор спроса и предложения.

Под надежностью ценных бумаг подразумевается степень риска, которому подвергается инвестор, покупая любые ценные бумаги. Постоянное существование такого риска объясняется полицентрическим характером общерыночного взаимодействия. Он может быть большим, меньшим, минимальным. Абсолютно безрисковых ценных бумаг не существует даже теоретически.

В данном случае под риском понимается предположение, что эмитент не может выполнить полностью, частично или своевременно взятые на себя обязательства согласно условиям выпуска ценных бумаг.

*Условия выпуска* - это официальный документ эмитента, в котором определены объем и виды взаимных прав и обязательств, возникающие между эмитентом и владельцем ценной бумаги. Эмитент, независимо от того, является ли он органом государства или негосударственной организацией, при выпуске ценных бумаг обязан официально заявить об условиях, согласно которым данные бумаги выпускаются. Другими словами, эмитент информирует о том, какие конкретно

---

<sup>1</sup> Галанов В. А. и др. Рынок ценных бумаг: Учебник. - М: Финансы и статистика, 1996. - 349 с.



права и обязательства возникнут у него вследствие поступления в обращение данных ценных бумаг и какие права и обязательства возникнут у владельцев. Потенциально инвестор, ознакомившись с условиями выпуска ценных бумаг, оценивает, насколько рискованным для него будет их приобретение, заслуживает ли доверие эмитент, какова реальность того, что эмитент не сможет выполнить свои обязательства или выполнит их частично или своевременно, насколько прибыльной является область, или предприятие, или проект, в которые эмитент будет осуществлять свои вклады. Оценив эти и другие аспекты, потенциальный инвестор принимает решение о необходимости приобретения данных ценных бумаг. *Ценные бумаги считаются относительно надежными*, если риск, который существует при их приобретении, является незначительным.

Инвесторы, как правило, не желают рисковать, если не могут рассчитывать на соответствующую прибыль. Поэтому при выпуске ценных бумаг эмитент объявляет о факторах риска. При выпуске долговых ценных бумаг вознаграждение инвестору может устанавливаться в виде процентов; при выпуске акций размер вознаграждения прямо не указывается, однако он имеется в виду и выражается в эмиссионной цене акций.

*Определенность, как стоимостный фактор*, близок к фактору надежности или рискованности, но все же он относительно самостоятелен. Различие между ними заключается в следующем. В первом случае инвестор осознает, что эмитент может не выполнить взятые обязательства, и поэтому он, инвестор, должен понести ущерб. Во втором случае речь идет о возможности инвестора судить о чем-то с большей или меньшей степенью достоверности. Определенность помогает в ориентации и влияет на решение относительно приобретения или неприобретения конкретных ценных бумаг. Определенность может быть относительной. Инвестор, вкладывая средства в ценные бумаги, не всегда может с уверенностью считать, что ему удастся возратить свой вклад и получить прибыль.

В связи с этим инвестор выражает готовность вложить средства в ценные бумаги или удержаться от этого. Как правило, инвесторы не желают покупать на рынке ценных бумаг что-нибудь, если будущая судьба их вкладов является неопределенной.

Другими словами, как и в случае с рискованностью, взаимозависимость между стоимостью и определенностью носит обратный характер. Чем выше определенность, тем ниже стоимость конкретных ценных бумаг, и наоборот.

*Продолжительность «жизни»* ценных бумаг имеет большее значение для долговых ценных бумаг, однако она также учитывается и при определении стоимости акций.

Все ценные бумаги имеют полный цикл «жизни». Эмитенты выпускают их, потом они находятся в обращении или сохраняются и, в конце концов, изымаются из обращения или погашаются. Даже ценные бумаги, выпущенные на неопределенный срок, только теоретически являются бессрочными.

При выпуске долговых ценных бумаг в подавляющем большинстве случаев эмитент указывает срок, на который они выпускаются и с наступлением которого он обязуется полностью выполнить свои обязательства перед инвестором. При выпуске акций и других ценных бумаг, подтверждающих участие их владельца в

организации эмитента, даже если эмитент не отмечает срок, на который они выпущены, период их «жизни», как правило, ограничивается перечислением случаев, при возникновении которых эмитент прекращает свое существование. Вместе с ним прекращают существование и выпущенные эмитентом ценные бумаги.

Стоимость конкретных ценных бумаг всегда находится в прямой зависимости от продолжительности их «жизни». Например, один и тот же эмитент выпускает облигации с продолжительностью «жизни» в 1 год и 10 лет. Стоимость последних в конечном итоге будет выше. Это означает, что проценты по 10-летним облигациям будут выше, чем от годовых. Насколько длиннее период, на который предоставляется кредит, настолько больше должна быть плата за него.

Если эмитент акций получает прибыль, доход держателя акций может быть получен в виде дивидендов, в виде увеличения его доли в имуществе эмитента, или и то и другое вместе взятое. Чем дольше хозяйственная деятельность эмитента остается прибыльной, тем выше доходы акционера, а значит, и стоимость выпускаемых акций.

*Под ликвидностью* ценных бумаг, как правило, понимают способность ценных бумаг превращаться в денежную наличность. Другими словами, ликвидность означает скорость, с которой ценные бумаги могут быть проданы на рынке.

Одни ценные бумаги быстро продаются и покупаются на рынке, другие - медленно. В первом случае речь идет о ликвидных бумагах, а во втором - о неликвидных. Любой инвестор заинтересован в продаже ценных бумаг в нужное ему время. Чем выше такая возможность, тем лучше для инвестора, который имеет возможность в любой момент получить денежную наличность от продажи ценных бумаг и использовать ее по своему усмотрению. За такую привилегию инвестору приходится платить. Поэтому ликвидные ценные бумаги в большинстве случаев для него менее прибыльны.

Итак, чем ликвиднее ценные бумаги, тем ниже их стоимость, и наоборот.

Основным фактором, влияющим на колебание цен на ценные бумаги, является *фактор спроса-предложения*. Когда спрос превышает предложение, цена имеет тенденцию увеличиваться, в противном случае она уменьшается. При этом, в отличие от других рынков, на рынке ценных бумаг соотношение спроса и предложения может зависеть как от объективных, так и от субъективных (в частности, игровых) условий.

Чтобы соотношение спроса и предложения было более реальным, в последние годы на фондовых биржах устанавливаются определенные ограничения на изменение цен. При нарушении этих ограничений торговля по конкретным видам ценных бумаг может быть приостановлена, вплоть до проведения расследования Комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку.

На развитых зарубежных рынках ценных бумаг существование игроков и их поведение воспринимаются как нормальное явление, если игры ведутся по правилам. *Игроки* - это участники рынка ценных бумаг, которые выражают готовность идти на риск, разрабатывают определенную тактику поведения, быстро реагируют на изменяющиеся условия. Однако, если вследствие действий игроков спрос и предложение, а вместе с ними и цены на определенные ценные бумаги начинают

формироваться и изменяться искусственно и резко, государственные органы и фондовые биржи принимают меры по прекращению такой деятельности.

Реальная цена конкретной ценной бумаги - это результат взаимодействия многих факторов, сложившихся на определенный момент.

В теории и практике обращения ценных бумаг используется понятие *экономической, или внутренней стоимости ценных бумаг*. Суть данной теории заключается в следующем. Допускается, что внутренняя стоимость ценной бумаги так или иначе отражается на ее текущей цене. Спрос и предложение, которые влияют на текущую цену, также в значительной степени базируются на учете экономической (внутренней) стоимости. Текущую цену ценной бумаги данная теория рассматривает как величину, дисконтированную по отношению ко всей сумме доходов, которые в будущем можно получить по данной ценной бумаге. Будущий доход можно получить в любой момент «жизни» ценной бумаги или как сумму доходов, которые приходятся на много отдельных периодов будущей «жизни» ценной бумаги. После определения такой стоимости инвестор сравнивает ее с существующей ценой и принимает решение о целесообразности приобретения или продажи ценной бумаги.

Организация обращения ценных бумаг российского эмитента за пределами РФ, в том числе посредством размещения в соответствии с иностранным правом ценных бумаг иностранных эмитентов, допускается только по разрешению Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг в соответствии с законом.<sup>1</sup>

Ценные бумаги передаются по наследству, могут быть использованы как залог, а также для осуществления других гражданско-правовых соглашений, не противоречащих законодательству.

## 7.2. Частное размещение акций на рынке ценных бумаг

Помимо долговых инструментов привлечения инвестиций, средние российские компании используют долевые инструменты, к числу которых относятся частное размещение акций (при этом круг инвесторов ограничен - это может быть даже один акционер) и публичное размещение.

За последние годы на российском рынке растет активность *прямых инвесторов*, приобретающих крупные пакеты акций у собственников быстро развивающихся перспективных компаний - средних и небольших. Приведем лишь несколько примеров.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> ФЗ № 39 «О рынке ценных бумаг от 22 апреля 1996 г. (в ред. федеральных законов от 26.11.1998 № 182-ФЗ, от 08.07.1999 № 139-ФЗ, от 07.08.2001 № 121-ФЗ, от 28.12.2002 № 185-ФЗ, от 29.06.2004 № 58-ФЗ, от 28.07.2004 № 89-ФЗ, от 07.03.2005 № 16-ФЗ, от 18.06.2005 № 61-ФЗ, от 27.12.2005 № 194-ФЗ, от 05.01.2006 № 7-ФЗ, от 15.04.2006 № 51 -ФЗ, от 27.07.2006 № 138-ФЗ, от 16.10.2006 № 160-ФЗ, от 30.12.2006 № 282-ФЗ, от 17.05.2007 № 83-ФЗ, с изм., внесенными ФЗ от 26.04.2007 № 63-ФЗ).

<sup>2</sup> При подготовке этого материала использована работа: *Беликов И., Вербицкий В. Привлечение инвестиций и корпоративное управление средних компаний // Управление компанией. - 2007. - № 5 (72).*

В 2005 г. инвестиционный фонд *Delta Private Equity Partners* приобрел блокирующий пакет акций российской компании по бронированию авиабилетов «Сирин» (предположительно 25...30% акций общей стоимостью 5...7 млн дол.).

В 2005 г. японская корпорация *Sumitomo Corporation* приобрела блокирующий пакет акций российской компании - производителя контента для мобильных телефонов *SPNDigital* (предположительно 25...30% акций общей стоимостью 5...10 млн дол.).

В 2005 г. немецкий инвестиционный фонд *DTB GmbH* и американская финансовая группа *Citigroup* приобрели блокирующий пакет акций Национальной логистической компании (38% акций общей стоимостью 50 млн дол.). В 2006 г. инвестиционный банк *Deutsche UFG* приобрел блокирующий пакет акций туристической компании «Академ Альянс М».

В 2006 г. медиагруппа *Naspers* из ЮАР приобрела блокирующий пакет акций издательского дома ЗАО «СК Пресс» (предположительно 25% акций общей стоимостью 10 млн дол.).

Основными представителями этой категории инвесторов являются *фонды прямых инвестиций (ФПИ)* - финансовые институты, созданные специально для приобретения пакетов акций перспективных средних компаний. Среди работающих в России фондов можно выделить те, которые представляют западных инвесторов (например, фонды под управлением *Baring Vostok Capital Partners, Mint Capital, Russia New Growth, Eagle Russia Fund*), и те, которые действуют в интересах крупных российских частных инвесторов (например, фонд «Ренова-Капитал», фонды под управлением УК «Альфа-Капитал», фонд *UFG Private Equity*).

Перечислим типичные черты этих фондов:

- форма инвестиций - приобретение акций компании в размере от 10...20% до контрольного пакета в результате переговоров с ее основными акционерами. Как правило, приобретают акции из дополнительной эмиссии с целью реализации инвестиционной программы компании;

- размеры инвестиций - от 3...4 млн до 35...40 млн дол., но, как правило, 10...20 млн дол.;

- ожидания по доходности - не менее 30% годовых;

- срок, на который приобретаются акции, - от 3 до 7... 10 лет, средний срок примерно пять-шесть лет;

- предпочитаемый размер компании - годовой оборот не менее 25...30 млн дол.;

- формы выхода инвестора из компании - объекта инвестиций - продажа акций отраслевому стратегическому инвестору либо долгосрочному финансовому инвестору; первичное публичное размещение акций (*IPO*); выкуп компании ее менеджментом или основателями.

Как правило, появление ФПИ среди акционеров компании означает не только приток финансовых средств, которые фонд заплатил за ее акции. В перспективе это позволяет рассчитывать на получение помощи для дальнейшего развития компании. Возможны следующие варианты:

- консультационная поддержка некоторых крупных фондов, направленная на повышение эффективности ключевых управленческих процессов (стратегия, мар-

кетинг, логистика, финансовый менеджмент и пр.);

- высокая степень готовности привлечения других зарубежных инвесторов (повышение эффективности внутренних управленческих процессов, внедрение регулярной финансовой и управленческой отчетности по международным стандартам, получение кредитного рейтинга, сертификация производимых товаров или услуг и пр.) путем дальнейших частных размещений и посредством публичного размещения акций;

- помощь фонда в поиске новых кредиторов и партнеров;

- передача опыта ведения переговоров с зарубежными инвесторами и поддержания отношений с ними после получения инвестиций;

- повышение инвестиционной привлекательности компании.

Однако ФПИ приобретет акции компании лишь в том случае, если достигнет соглашения с ее собственниками-основателями о создании системы корпоративного управления, обеспечивающей его интересы как неконтрольного акционера. Обычно в качестве условия своего вхождения в капитал ФПИ выдвигает компании ряд требований:

- соблюдение действующего корпоративного законодательства;

- наделение фонда (независимо от размера приобретенного пакета акций) правами вето по ряду ключевых вопросов, решаемых советом директоров (далее - СД) или общим собранием акционеров. К таким вопросам обычно относятся дополнительная эмиссия акций; выход инвестора из компании (как правило, соглашение акционеров предусматривает, что российский акционер имеет право выкупить акции у фонда по цене, предложенной стратегическим или финансовым инвестором, а при невозможности заплатить такую цену соглашается на полную продажу компании стратегическому или финансовому инвестору); утверждение бизнес-плана компании и существенных изменений в нем; увольнение генерального директора, финансового директора, директора по стратегии и/или бизнесу (три-четыре ключевые фигуры в исполнительном органе);

- фонд стремится к тому, чтобы исполнительный орган состоял из профессиональных менеджеров, подбор которых осуществляется по согласованию российских акционеров-основателей и фонда;

- исходя из своей приоритетной ориентации на рост стоимости компании, фонд заинтересован в том, чтобы система мотивации высших менеджеров компании была основана на росте ее стоимости;

- фонд настаивает на формировании профессионального и реально работающего СД с участием своих представителей и, возможно, независимых директоров из числа известных западных менеджеров или специалистов;

- когда стратегия выхода предусматривает возможность проведения *IPO*, к концу срока пребывания фонда в числен акционеров компании в составе ее СД могут создаваться комитеты;

- должно быть организовано эффективное раскрытие информации для основных акционеров о тех показателях деятельности компании, которые они считают для себя важными;

- получение дивидендов не имеет для фонда существенного значения: основная ставка делается на значительный рост стоимости акций. Но отдельные ви-



ды бизнеса не требуют постоянного реинвестирования прибыли для роста их стоимости, в таких случаях фонд заинтересован в получении дивидендов.

Помимо ФПИ, управляющих средствами частных инвесторов, источником долевых инвестиций для средних российских компаний могут стать такие международные финансовые институты, как ЕБРР и МФК. Действия ЕБРР и МФК в качестве прямых инвесторов среднего бизнеса схожи с действиями ФПИ, но имеют и некоторые особенности. ЕБРР и МФК стараются приобретать пакеты акций компаний, которые являются уникальными или представляют несырьевые отрасли (фармацевтика, биотехнологии, медицина и т. п.).

Международная финансовая корпорация, как правило, приобретает пакет акций ниже блокирующего - чаще всего 10...20%. При этом всегда продумываются пути выхода из компании. Как показывает практика, в 25% случаев выход МФК из проектов осуществлялся путем выкупа акций компании у МФК ее основными акционерами, а в 75% случаев - рыночным путем (продажа другим частным акционерам через частное размещение или IPO).

Как правило, МФК и ЕБРР приобретают пакет акций на срок до 4...7 лет, в среднем - на пять лет. Ожидаемая доходность колеблется в широком диапазоне, в зависимости от характеристик проекта.

Стратегические (отраслевые) инвесторы приобретают также миноритарные пакеты акций средних российских компаний. Однако, в отличие от финансовых инвесторов, они делают подобные приобретения в расчете на последующий полный выкуп акций у основателей компании.

### 7.3. Публичное размещение акций на рынке ценных бумаг

Инвесторы ищут баланс между риском и прибылью. Они выбирают из нескольких вариантов инвестиционных стратегий, поскольку всегда могут разместить свободные деньги в банке или использовать для этого другие высоконадежные инструменты, получая невысокий, но фиксированный доход. Поэтому для привлечения свободного капитала компаниям необходимо продемонстрировать более высокую прибыльность при приемлемом уровне риска.

Указанные выше критерии нацелены на снижение уровня *реального* риска, но инвестор может оценить состояние компании только поверхностно, т. е. определить предполагаемые риски. Каждая организация, планирующая IPO или уже прошедшая эту процедуру, утверждает, что соответствует всем требованиям.

Выход на IPO<sup>1</sup> как в России, так и за границей потенциально дает два преимущества: приумножение капитала в результате привлечения инвесторов и улучшение репутации компании. В качестве примера можно привести компанию «Пава» (ранее «Хлеб Алтай», Барнаул). Компания, выручка которой по результатам 2004 г. составляла всего 80 млн дол., провела IPO 22 марта 2005 г. на ММВБ

---

<sup>1</sup> Использованы материалы работы: *Беликов И., Вербницкий В.* Привлечение инвестиций и корпоративное управление средних компаний // Управление компанией. - 2007. - № 5 (72).

и при этом привлекла 8 млн дол. Спрос на ценные бумаги компании превысил предложение на 47%. Ставки по банковским кредитам были снижены только при появлении новостей о планируемом размещении на бирже. Вырученные от IPO средства «Пава» направила на развитие производства: уже в мае выпустила новый сорт муки; разработала новую линейку крекеров; запустила новую линию по выпуску сахарного печенья и начала производство подсолнечного масла; в июне приобрела компании «Романовское ЗПП» и «Романовский агрохолдинг», осенью 2005 г. - 25% в компании «Сельхозхолдинг» и 60% акций компании «Зауральский крекер»; выгодно разместила облигации. В планах компании на 2007-2008 гг. дальнейшие приобретения активов, расширение бизнеса, размещение 25...30% пакета акций на Лондонской фондовой бирже (AIM), выход на новые рынки и захват 10-процентной доли российского рынка муки.

Основным документом для любого (отечественного или иностранного) инвестора, решившего приобрести акции компании в ходе IPO (независимо от того, размещены ли они на российской или зарубежной торговой площадке), является *информационный меморандум*.

В одном из пунктов меморандума перечисляются факторы, которые могут отрицательно сказаться на деятельности компании. Традиционно к ним относят обстоятельства, которые потенциально могут повлечь судебное преследование эмитента в будущем. Отсутствие в меморандуме ссылки на возможные юридические риски эмитента (если он мог предвидеть возможность преследования) означает, что инвестора вводят в заблуждение и он вправе предъявить эмитенту претензии, например, путем обращения в суд.

Особо актуальны потенциальные претензии от инвесторов для организаций, проводящих IPO на западных площадках, где требования к IPO и процедура рассмотрения коллективных исков от инвесторов к эмитенту отработывались годами. Сделаны соответствующие шаги и в России: Государственная Дума уже приняла поправки в Арбитражно-процессуальный кодекс РФ, вводящие процедуру рассмотрения коллективных исков. Гарантией же отсутствия судебного преследования является неукоснительное соблюдение эмитентом требований законодательства, в том числе в сфере интеллектуальной собственности.

Невключение в меморандум информации о возможном преследовании за использование нелицензионного программного обеспечения вызовет у инвесторов претензии к эмитенту как при вскрытии данного факта в результате проверки правоохранительных органов (последствия - уголовное преследование руководителя, иски от правообладателя о возмещении ущерба), так и при добровольной легализации ПО (последствия - необходимость дополнительных крупных расходов, о которых инвестор не был уведомлен).<sup>1</sup>

Разумеется, для средних компаний перспективы привлечения инвестиций путем проведения IPO гораздо более ограничены, чем для крупных, однако они существуют. Более того, в последнее время и российские биржи (проекты RTS Start и сектор ИРК на ФБ ММВБ) создают условия, расширяющие возможности

---

<sup>1</sup> Беликов И., Вербицкий В., Печерский А. Стратегия развития и корпоративное управление средних компаний // Управление компанией. - 2007. - № 3 (70).

размещения акций для средних компаний (в особенности из отраслей информационных технологий, программирования, биотехнологий).

Например, в октябре 2006 г. разработчик компьютерных игр *G5 Entertainment*, основанный российскими программистами, продал 30% акций за 1 млн дол. в ходе IPO на шведской бирже *Nordic Growth Market (NGM)*. Инвесторы приобрели за 1 млн. дол. дополнительную эмиссию акций компании в размере 15% от ее уставного капитала и еще 15% - у ее прежних владельцев.

Сумму, которую принесло компании IPO, очень сложно **получить на российском** инвестиционном рынке иным путем. Банки требуют залог, по **стоимости** равный сумме кредита или превышающий ее. а заемщик не может его предоставить, так как его производство не требует приобретения дорогих материальных активов. Если же компанию финансирует венчурный инвестор («бизнес-ангел»), он обычно рассчитывает получить взамен контроль над ней путем приобретения пакета акций в 70...80%. Эксперты отмечают, что российские биржи вполне подходят для размещения акций малых и средних высокотехнологичных компаний.

В соответствии с актами ФСФР и правилами листинга бирж для включения акций в котировальные списки эмитенты должны соответствовать определенным требованиям, касающимся сроков существования компании, структуры их акционерного капитала, результатов финансовой деятельности, показателей сделок с облигациями на бирже, а также определенным требованиям, касающимся их практики корпоративного управления (табл. 7.1).

Таблица 7.1

**Требования, предъявляемые эмитентом в зависимости от включения их акций в тот или иной котировальный список**

Требование	Котировальные списки А1 и А2	Котировальные списки Б и В	Котировальный список И
1	2	3	4
Формирование совета директоров	+	+	+
Количество независимых членов СД эмитента, за исключением эмитентов, единственным участником (акционером) которых является РФ	Не менее трех	Не менее одного	Не менее одного
Наличие комитета по аудиту, сформированного в СД эмитента и возглавляемого независимым директором	+	+	-
Наличие комитета по кадрам и вознаграждениям, сформированного в СД эмитента и возглавляемого независимым директором	+	-	-
Формирование коллегиального исполнительного органа	+	-	-
Описание обязанностей членов СД, топ-менеджеров, управляющей компании и ее должностных лиц во внутренних документах эмитента; раскрытие информации о владении ценными бу-	+	+	-

магами эмитента, а также о продаже и/или покупке его ценных бумаг			
Утверждение документа, определяющего правила и подходы к раскрытию информации об эмитенте советом директоров	+	+	+
Утверждение документа по использованию информации о деятельности эмитента, о ценных бумагах общества и сделках с ними советом директоров	+	+	+
Утверждение документа, определяющего процедуры внутреннего контроля финансово-хозяйственной деятельности эмитента, советом директоров	+	+	-
Наличие в уставе эмитента положения о том, что сообщение о годовом общем собрании акционеров должно рассылаться не менее чем за 30 дней до его проведения, если законодательством не предусмотрен больший срок	+	+	+
<i>Примечание.</i> Необходимо иметь в виду, что включение акций в котировальный список В осуществляется на срок не более 6 мес., а в котировальный список И – на срок не более пяти лет с последующим переводом акций в котировальный список А или Б (при условии соответствия ценных бумаг и эмитента требованиям, предъявляемым для включения ценных бумаг в соответствующий котировальный список). Требования к компаниям для включения акций в котировальные списки В и И более мягкие – как относительно финансовых результатов, структуры капитала, срока существования эмитента и минимальной стоимости акций, так и относительно уровня корпоративного управления.			

*Примечание.* Включение акций в котировальный список В осуществляется на срок не более 6 мес, в список И - на срок не более 5 лет с последующим переводом акций в списки А или Б (при соответствии ценных бумаг и эмитента предъявляемым требованиям). Требования к компаниям для включения акций в котировальные списки В и И более мягкие относительно финансовых результатов, структуры капитала, срока существования эмитента, минимальной стоимости акций и уровня корпоративного управления.

Как видно из табл., для включения акций в котировальные списки Б, В, И компания может вести корпоративное управление на относительно низком уровне. Однако, во-первых, пребывание акций в списках В и И является временным; во-вторых, включение акций в котировальные списки высшего уровня приносит эмитенту ощутимые выгоды:

- в соответствии с критериями, установленными МФ РФ, временно свободные средства фонда обязательного страхования вкладов (АСВ) могут быть вложены в акции и облигации, включенные хотя бы в один котировальный список высшего уровня (А);

- согласно постановлению Правительства РФ № 61 от 1 февраля 2007 г. «Об утверждении Правил размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и контроле за их размещением», вложения пенсионных резервов в акции вкладчиков и учредителей фондов могут составить до 5%, а в акции других эмитентов - до 10%, если указанные ценные бумаги не включены в котировальные списки российской фондовой биржи высшего уровня

(А);

- маржинальные сделки могут осуществляться только с инструментами, включенными в котировальный список А1.

Как показывает опыт компаний, сумевших добиться устойчивого роста стоимости своих акций на протяжении ряда лет, установленные требования к практике корпоративного управления эмитентов стали для них лишь исходным минимумом. Еще на стадии подготовки к *IPO* эти компании внедрили ряд дополнительных стандартов корпоративного управления, а после первичного размещения акций расширили используемый инструментарий КУ, получили рейтинг корпоративного управления. Наглядным примером служит стратегия развития ОАО «РБК Информационные системы».

Летом 2001 г. акционеры - основатели компании (три физических лица, занимавшие должности в органах управления компании) избрали СД из 11 человек, пятеро из них были иностранцами- независимыми директорами. Впоследствии число независимых директоров никогда не составляло меньше трети от общей численности совета.

Осенью 2001 г. компания провела частное размещение своих облигаций на сумму 5 млн дол. среди европейских инвесторов. В апреле 2002 г. РБК провел первое в России *IPO* одновременно на ММВБ и РТС, разместив 16% акционерного капитала. По итогам *IPO* было привлечено 13,28 млн дол., капитализация компании составила 83 млн дол., что существенно больше, чем предлагали за компанию частные стратегические инвесторы. В июне 2004 г. РБК осуществила дополнительную эмиссию своих акций, разместив на российских биржах 15% от увеличенного уставного капитала.

Годовые отчеты компании начиная с 2001 г. разрабатывались с учетом рекомендаций зарубежной передовой практики корпоративного управления. Возросла насыщенность интернет-сайта РБК; в разделе «Информация для инвесторов» стали регулярно размещать большой объем информации по ключевым финансово-экономическим показателям деятельности компании и по важнейшим компонентам ее корпоративного управления.

В 2004 г. РБК заняла 51 -е место в рейтинге *Deloitte & Touche Fast 500*, где представлены 500 наиболее быстро растущих технологичных компаний развивающихся рынков.

В 2005 г. компания вышла на 14-е место среди 60 крупнейших публичных российских компаний в исследовании информационной прозрачности рейтингового агентства *Standard & Poor's* за 2004 г. В 2004 г. в составе совета директоров созданы комитеты по аудиту и по кадрам и вознаграждениям.

Осенью 2005 г. СД принял решение увеличить количество объявленных акций с 15 до 34,26 млн (около 30% от уставного капитала). Из них 4,26 млн акций предназначались под опционную программу членам совета директоров.

Динамика рыночной стоимости компании за эти годы весьма впечатляющая: на 31 декабря 2002 г. - 1,8 млрд р., 2003 г. - 5,8 млрд р., 2004 г. - 8,7 млрд р., 2005 г. - 21,7 млрд р., 2006 г. - 35 млрд р.

В настоящее время все больше игроков из различных секторов выходят на публичный рынок ценных бумаг. Для компании важно получить дополнительное



финансирование, чтобы обеспечить рост в условиях усиливающейся конкуренции, в том числе за счет поглощения других игроков в ходе консолидации рынка.

Для успешного размещения компания должна соответствовать ряду *критериев*, которые можно сформулировать с помощью следующих вопросов:

- интересны ли инвесторам размер компании и ее перспективы;
- есть ли у организации четкая стратегия, учитывающая изменение ее модели управления в связи с превращением в публичную корпорацию;
- обладает ли компания устойчивой организационной структурой, способной действительно реализовать выбранную стратегию;
- насколько эффективно работает механизм корпоративного управления.

Большая часть российских компаний, стремящихся к *IPO*, удовлетворяют

*первому требованию*: почти все они крупные игроки с хорошими перспективами. Однако соответствие *трем другим* требованиям проблематично. И дело не в качественных характеристиках организации, а в том, что их собственники слишком торопятся получить «горячие» деньги рискованных западных и российских инвесторов.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Модiano Ф. IPO: промежуточные итоги // Управление компанией. -2006. - №7 (62).

## Глава 8.

# ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

*Современная биржа*, как и биржа прошлого, - это прежде всего место торгов. От обычной торговой точки или базара биржа отличается высоким уровнем организации, стандартизацией предмета торговли, развитым обслуживанием покупателей и продавцов и, наконец, своей значимостью для страны и всего мира. Биржевое торговое место бывает двух типов: биржевой зал (trading floor) для продавцов и покупателей или, компьютерный обезличенный центр. В последнее время торговое место все чаще становится чисто виртуальным, когда все сделки фиксируются на сервере биржи и совершаются в местах нахождения членов биржи или внебиржевых брокеров, удаленных от биржевого сервера.

Биржа предполагает наличие стабильной банковской системы или иной системы, осуществляющей платежи. Участники торгов должны быть уверены в том, что денежные средства переводятся в сжатые сроки, гарантированно и за приемлемую сумму. Не менее важны механизм информационного обеспечения торгов, передачи и хранения ценных бумаг, а также организационная структура биржи, законодательное регулирование ее деятельности и арбитражная практика.

Перед лицом изменений способов организации торгов возникает ряд ключевых вопросов. Есть ли будущее у привычных форм организации торгов в биржевых залах? Будет ли ликвидирована биржевая торговля в залах Нью-Йоркской фондовой биржи и на товарных биржах Чикаго? Если торговый зал больше не нужен для торгов, сохранятся ли региональные биржи? Если будет ликвидирована торговля в биржевом зале, то какой временной лаг оставлен для привычных биржевых форм деятельности? Ответы на эти вопросы будут даны самой жизнью в ближайшее десятилетие.<sup>1</sup>

### 8.1. Биржевые сделки на фондовой бирже

Итак, *фондовая биржа* - это место, где проводятся сделки с ценными бумагами. Согласно закону, в России биржи могут существовать только в виде некоммерческого партнерства.

Основная *задача биржи* - разработка правил и регулирование *торговли ценными бумагами* по этим правилам. Сама биржа не покупает и не продает ценные бумаги, как не устанавливает на них цены. Участники биржевых торгов только осуществляют операции, связанные с куплей-продажей ценных бумаг.

Основные принципы деятельности бирж, правила их регистрации и проведения торгов устанавливают закон «О рынке ценных бумаг» и нормативные правовые акты ФКЦБ.

---

<sup>1</sup> Ключников И. К., Молчанова О. Л., Ключников О. И. Банки и биржи: опыт системного анализа. - СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2006. - 296 с.

Так, на право организации биржевых торгов следует получить специальную лицензию. Организатор торговли обязан зарегистрировать в ФКЦБ определенные документы, в частности:

- правила торговли ценными бумагами и финансовыми инструментами;
- методику расчета сводных индексов;
- правила допуска к обращению и исключения из обращения через организатора торговли ценных бумаг и финансовых документов;
- порядок хранения и защиты информации;
- порядок раскрытия информации и др.

Применительно к биржевым торгам используются унифицированные термины, как, например:

- *торговый день* - время, в течение которого производятся биржевые торги;
- *торговая сессия* - часть времени торгового дня, в течение которого происходят объявление и обработка заявок, совершаются сделки с ценными бумагами и финансовыми инструментами;
- *листинг* (биржевая проверка) *ценных бумаг* - совокупность процедур по включению ценных бумаг в котировочный бюллетень и осуществлению контроля за их соответствием условиям и требованиям организатора торговли;
- *делистинг ценных бумаг* - процедура исключения из котировочного бюллетеня ценных бумаг, не соответствующих условиям и требованиям организатора торговли;
- *котировочный бюллетень* - список ценных бумаг, прошедших процедуру листинга (может быть первого и второго уровня).

Сделки в операционном зале фондовой биржи, как правило, проводят участники торгов (члены) данной биржи.

*Участником торгов* может быть только юридическое лицо, имеющее лицензию профессионального участника РЦБ на осуществление брокерской и (или) дилерской деятельности и имеющее право в соответствии с правилами организатора торгов объявлять заявки и совершать сделки с ценными бумагами и финансовыми инструментами. Правила биржи устанавливают количество членов и условия приобретения места (число участников торгов на бирже должно быть не меньше 25).

Помимо брокеров и дилеров, в проведении сделок на бирже могут участвовать *уполномоченные трейдеры* - физические лица, являющиеся штатными работниками участника торгов, имеющие квалификационный аттестат, выданный ФКЦБ, и уполномоченные объявлять заявки и совершать сделки через организатора торговли от имени участника.

Особый статус имеют *специалисты* - участники торгов, функции которых должны быть предусмотрены утвержденными ФКЦБ правилами торговли на бирже.

Главным следствием широкого использования Интернета стало проникновение на рынок непрофессионалов, которые способствовали формированию новой структуры и культуры рынка. За последнее десятилетие оптовый рынок трансформировался в оптово-розничный. Соответственно меняется биржевая культура. Если раньше она была элитной культурой избранных и посвященных,

то сегодня она становится все более массовой. При этом оптовая составляющая рынка получает дальнейшее развитие, а биржевой работник укрепляет свой привилегированный статус. В результате в рамках биржевой культуры формируются два сегмента: небольшой, предназначенный для биржевых работников, и массовый, включающий непрофессионалов биржевого рынка.

Рост объемов торговли и числа участников торгов привел к изменению биржевых технологий и механизмов, а также функций биржевого специалиста. Еще недавно последние были связующим звеном между биржей и рядовыми инвесторами, которые ранее напрямую не участвовали в биржевой торговле. В настоящее время биржевые специалисты все чаще выступают в роли консультантов и вспомогательного персонала фондовой торговли. Они обслуживают рядовых инвесторов, что требует повышения уровня знаний, больших объемов информации и усиливает элитарность профессии.<sup>1</sup>

На некоторых официально зарегистрированных фондовых биржах обязательна процедура листинга. И хотя российское законодательство не запрещает фондовым биржам осуществлять операции с ценными бумагами, не прошедшими процедуру листинга, на большинстве российских бирж эта процедура осуществляется. Соответствие параметров выпуска ценных бумаг установленным критериям проверяет отдел листинга.

Процедура начинается с подачи заявки в отдел листинга с приложением нотариально заверенных документов. Заявку может подавать только тот эмитент, ценные бумаги которого выпущены и зарегистрированы в соответствии с законодательством. Она должна представляться на фирменном бланке, иметь печать и подпись руководителя, сведения о регистрируемом выпуске ценных бумаг, а также уведомление о согласии с существующими правилами допуска к котировке (листингу). Биржа имеет право требовать от эмитента представления других документов и информации, необходимой для проведения экспертной оценки и допуска ценных бумаг к котировке.

Для компаний, желающих внести свои ценные бумаги в котировочный бюллетень, существуют достаточно жесткие правила.

Включение ценных бумаг в котировочный бюллетень приносит фирмам ряд преимуществ: повышается ликвидность ценных бумаг, более стабильными становятся цены, а инвестор получает достоверную и своевременную информацию об эмитенте.

Решение о внесении в биржевой список принимают последовательно отдел листинга, комиссия по допуску ценных бумаг и биржевой совет.

В ряде стран листинг является основанием для предоставления компании существенных скидок при налогообложении. Компаниям, зарегистрированным на бирже, легче добиться доверия и расположения кредитных учреждений в случаях потребности в займах и кредитах.

---

<sup>1</sup> Ключников И. К, Молчанова О. А., Ключников О. И. Банки и биржи: опыт системного анализа. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2006.-296 с; Decimalizing Humpty Dumpty. Finally a National Market System? Maybe! // The Bridge Handbook of World Stock, Derivative & Commodity Exchanges. Tenth Anniversary Exchanges. Tenth Anniversary Edition. - London: Mondo Visionc. 2000. - P. XXXVIII.

*Котировка ценных бумаг* - это установление курсов ценных бумаг путем анализа спроса и предложения на ценные бумаги.

Каждая фондовая биржа создает котировальную комиссию, в состав которой входят:

- председатель комиссии — член биржевого совета, избираемый на один год;
- заместитель председателя комиссии, назначаемый правлением биржи;
- представители членов биржи, выбираемые ее акционерами;
- работники аппарата биржи.

Заседания котировальной комиссии проходят в дни биржевых сессий и начинаются с объявления цен, которые были накануне. При котировке цен котировочная комиссия принимает во внимание все сделки, заключенные на бирже в течение данной биржевой сессии. При этом комиссия самостоятельно определяет минимальные параметры сделок, учитываемые при составлении котировок, а также цены, которые никто не может оспорить. Котировальная комиссия ведет журнал заседаний, в котором записываются все ее решения. Подписывает журнал председатель комиссии или его заместитель, ведущий заседание. Журнал может вестись в электронной форме. Результаты котировки заносятся в котировальный лист, который подписывают председатель комиссии или его заместитель. Информация, занесенная в котировальный лист, публикуется в биржевом бюллетене и демонстрируется на табло в торговом зале не позднее биржевого дня, следующего за котировкой цен. На бирже к котировке принимаются:

- акции открытых АО (как вновь созданных, так и преобразованных в процессе приватизации), обращающиеся на вторичном рынке (перепродаваемые вторым и последующим владельцам);
- акции АО открытого типа, созданных в результате преобразования государственных и муниципальных предприятий в процессе приватизации, принадлежащие государству или местным органам самоуправления;
- акции закрытых АО, которые выносятся на вторичный фондовый рынок при согласии большинства акционеров или уполномоченных органов управления АО;
- облигации АО и других юридических лиц (облигации РФ и иных государств, а также государственных органов или органов местного самоуправления);
- казначейские и иные долговые обязательства РФ и других государств, а также государственных органов и органов местного самоуправления;
- опционные сертификаты и иные производственные ценные бумаги, удостоверяющие права их владельцев на покупку или продажу акций и облигаций.

Используя котировочные бюллетени, можно рассчитать биржевые индексы.

В статистике *индекс* - это относительная величина, количественно характеризующая динамику совокупности, состоящей из непосредственно несоизмеримых величин. Рыночные индексы могут применяться в качестве:

- показателя общего состояния рынка ценных бумаг;
- базы для оценки показателей портфеля ценных бумаг;
- базового средства для индексных фьючерсов и опционов;
- индикатора будущего состояния экономики;



- индикатора изменения цены отдельной акции;
- для оценки факторов, влияющих на изменение цен акций.

К основным *факторам*, которые необходимо учитывать при вычислении индексов, можно отнести способы составления выборки и «взвешивания» имеющихся данных в выборке. При вычислении индексов рынка ценных бумаг как правило используют три основные схемы взвешивания: по цене, по стоимости и равное взвешивание.

Часть индексов определяют как среднее арифметическое показателей в выборке, другие индексы находят как отношение действующих рыночных величин к базовым, для вычисления третьих необходимо определить среднюю геометрическую величину.

*Биржевые индексы* содержат информацию, которая формируется за определенный период времени и анализируется в динамике.

К российским фондовым индексам относятся:

- индекс «Скейт-пресс», данные по которому включают анализ наиболее крупных ведущих компаний, на основе результатов которого рассчитывают средние отраслевые индексы;

- индекс агентства «АК & М». Его рассчитывают на основе минимального набора компаний, котирующих акции анализируемого предприятия как на покупку, так и продажу. За текущую цену акции принимают средневзвешенную величину между средними ценами покупки и продажи;

- индексы Интерфакса, на основе которых рассчитывают изменения средней цены акции определенного набора компаний, котирующихся на вторичном рынке, в текущем периоде по сравнению с базисным. Его применяют в банковской деятельности, на предприятиях нефтегазового комплекса и цветной металлургии;

- фондовый индекс журнала «Коммерсант» является показателем деятельности 17 российских приватизированных предприятий разных отраслей промышленности;

- индекс ДЭК характеризуется высокой чувствительностью ко всем рыночным изменениям. Для прогноза выбирают небольшое количество ценных бумаг, имеющих наибольшее количество заявок на куплю-продажу;

- индекс финансового центра «Грант» - индекс на определенную дату. Его рассчитывают из отношения суммарной рыночной капитализации эмитентов, включенных в список для расчета индекса, к суммарной рыночной капитализации этих же эмитентов на предыдущую дату;

- индекс Российской торговой системы (РТС) дает ежедневную информацию и рассчитывается аналогично индексу финансового центра «Грант».

Основным фондовым индексом, используемым в *зарубежной практике*, является индекс Доу-Джонса. В его состав входят:

- промышленный индекс Доу-Джонса - простой показатель движения курсов акций 30 крупных промышленных корпораций;

- транспортный индекс - средний показатель, характеризующий движение цен на акции 20 транспортных корпораций;

- коммунальный индекс - средний показатель движения курсов акций 15 компаний, занимающихся газо- и электроснабжением;

- составной индекс Доу-Джонса, рассчитываемый на основе промышленного, транспортного и коммунального индексов Доу-Джонса.

К основным зарубежным индексам также относятся:

- индекс «Стендарт энд Пуз» - средневзвешенный индекс стоимости 500 акций крупных компаний (400 промышленных, 20 транспортных, 40 финансовых и 40 коммунальных);

- всемирный индекс, основанный на 2,5 тыс. компаний из 24 стран мира и отражающий состояние мирового инвестиционного процесса.

Широкую известность в мире получили системы одновременной продажи и покупки ценных бумаг POSIT и Crossing Network, Супер ДОТ и РТС «Портал», созданные на основе системы НАСДАК.

Наиболее крупными системами одновременной продажи и покупки ценных бумаг являются системы POSIT и Crossing Network.

*Система POSIT и Crossing Network* проводит четыре сессии в день. Цены устанавливаются на основе превалирующих курсов на момент проведения сессии. Неисполненные заявки инвестор может направить по системе POSIT для участия в утренней или дневной сессии. Неудовлетворенные заявки могут быть посланы по системе Crossing Network для участия в вечерней сессии. Если же к концу дня у инвестора остались неисполненные заявки, на следующий день он может воспользоваться услугами традиционной брокерской сети.

*Система Супер ДОТ* может выполнять практически любые поручения на покупку и продажу ценных бумаг. Она проводит только одну сессию в день, перед окончанием которой определяется рыночная цена на следующий операционный день. По системе Супер ДОТ заявка клиента из офиса брокерской фирмы попадает прямо к специалисту для немедленного исполнения. Только после этого по системе брокерской фирме передается подтверждение о выполнении заявки. Проанализировав размер поступившего поручения и его тип, система сама решает, куда его направить, исходя из ограничений брокерской фирмы.

Российская торговая система РТС «Портал» организована профессиональной ассоциацией участников фондового рынка (ПАУФОР).

Торговые системы мало распространены в России, где практически каждый профессиональный участник рынка ценных бумаг пытается сам создать свою систему. Но системы, созданные пользователями, не покрывают расходы, вложенные в их создание, и не имеют достаточной справочно-информационной базы данных.

На фондовой бирже заключается огромное число сделок. Каждая сделка в зависимости от сроков, механизма ее заключения, а также установления цены и способа расчета представляет собой сложный механизм взаимодействия, используемый участниками сделки для прекращения или изменения их прав и обязанностей в отношении ценных бумаг.

Сделки на бирже осуществляются по заявкам клиентов-инвесторов. Свои заявки инвесторы делают с помощью так называемых *поручений* (orders), которые должны содержать:

- название фирмы, с ценными бумагами которой инвестор желает осуществить операцию;
- тип сделки (покупка, продажа или короткая продажа);

- цену совершения сделки;
- срок, в течение которого поручение остается в силе;
- объем сделки;
- специальные инструкции.

*Действия по купле-продаже ценных бумаг* оформляются письменно в виде приказа.

*Приказ* - инструкция клиента своей брокерской фирме купить или продать контракт на ценные бумаги определенным образом. Обычно приказ содержит информацию о размере сделки, ее цене и продолжительности действия.

*По сроку исполнения* приказы бывают:

- *срочными* (клиент указывает срок, в течение которого его приказ должен быть выполнен);
- *открытыми* (действительны до тех пор, пока не будут выполнены или отменены инвестором);
  - *немедленными* (должны быть немедленно выполнены);
  - *по усмотрению* (предоставляют брокеру либо полную свободу действий, либо ограничивают его действия ценой исполнения и сроком).

*По условиям выполнения* выделяют:

- *рыночный приказ*. Брокеру отдается распоряжение немедленно купить или продать определенное число акций по рыночному курсу. В этой ситуации он обязан следовать принципу эффективного исполнения приказа;

- *с ограничением цены*. Клиент устанавливает предельную цену исполнения приказа;

- *стоп-приказ*. Клиент указывает так называемую стоп-цену, при превышении которой следует остановить торговлю ценными бумагами. Если рассматривается приказ на продажу, то стоп-цена должна быть ниже рыночной во время подачи заявки. Если же это приказ на покупку, то стоп-цена должна быть выше рыночной во время подачи приказа.

*По выполнению условий соглашений между клиентом и брокером* выделяют:

- *приказ на собственный выбор*. Используется, когда у клиента с брокером установились доверительные отношения;

- *лучший приказ*. Обязывает брокера получить цену лучшую, чем цена ограниченного приказа;

- *приказ - «выполнять по возможности, остальное отменить»*. Должен выполняться немедленно либо полностью, либо частично, а невыполненная часть отменяется;

- *«не понижать»*. Ограничения по приказу не должны быть снижены на сумму дивидендов, если с ценными бумагами производятся сделки без выплаты дивидендов наличными;

- *«не повышать»*. Ограниченный приказ на покупку, стоп-приказ на продажу или стоп-ограниченный приказ на продажу, который не должен быть повышен на сумму акций, покупаемых без дивидендов.

Существуют также *временные приказы*, действующие в определенный период времени, и *открытые*, действующие до отмены их клиентом. Приказ может быть дан на день, неделю, месяц и до отмены.

*Биржевые сделки* на фондовой бирже делятся на *виды в зависимости от риска их выполнения*.

1. *Кассовые сделки* - сделки, полный расчет по которым происходит в течение дня. Они представляют особый интерес для клиентов, желающих по определенным соображениям продать или купить конкретные ценные бумаги.

2. *Срочные сделки* - сделки, исполнение которых предполагается осуществить в будущем. Их исполнение строго привязано к конкретной дате, установленной в контракте, и зависит от их сложности. В зависимости от способа установления цен различают срочные сделки:

*на конец месяца* (цена фиксируется на уровне курса биржевого дня заключения срочной сделки);

*на середину месяца* (цена на фондовые бумаги не оговаривается, а расчеты производятся по курсу, который складывается на определенный срок);

*через фиксированное число дней после заключения сделки* (в качестве цены бумаги принимается ее курс в любой заранее оговоренный биржевой день в период от дня заключения сделки до дня окончания расчетов).

*В зависимости от механизма заключения выделяют:*

- *срочные сделки «наразницу»*, по совершении которых один из контрагентов должен уплатить сумму разницы между курсами, установленными при заключении сделки, и курсами, фактически сложившимися в момент ликвидации сделки;

- *срочные форвардные сделки*, полный расчет по которым должен произойти на определенную дату в будущем;

- *пролонгационные сделки*, одной из сторон которых выступает спекулянт, играющий на разнице курсовой стоимости ценных бумаг.

*По способу расчета различают срочные сделки:*

- *с залогом*, в которых контрагент выплачивает другому заинтересованному лицу определенную договором между ними сумму денег;

- *с премией*, которые могут быть с правом выбора времени, простыми, краткими, твердыми, обоюдоострыми и стеллажными;

- *опционные* (опцион), в соответствии с которыми одно лицо предоставляет другому лицу право купить или продать ценные бумаги по установленной цене в течение определенного времени;

- *фьючерсные* - на покупку-продажу финансовых активов в будущем.

*Срочные биржевые сделки имеют две разновидности:* репорт и депорт, которые определяются положением биржевого игрока в сделке: «быки» - репортируют; «медведи» - депортируют.

*Репорт* - это разновидность срочной сделки, которая заключается в том, что владелец ценных бумаг продает их банку с обязательством выкупа через определенный срок по более высокой цене. Разница между ценами представляет доход и является показателем, характеризующим положение биржи.

*«Бык»* - биржевой спекулянт, играет на повышение, т. е. продает по официальному курсу ценные бумаги, которые должны быть проданы по ликвидационному курсу, и по тому же договору покупает их к концу ликвидационного срока по цене, превышающей официальный курс. Для спекулянта выгоды состоят в том,

что он освобождается от необходимости принять купленные им бумаги и продолжает сделку.

«Быки» чаще всего заключают сделки с «медведями», но могут обратиться и в банки. Как правило, операции «медведей» состоят из трех шагов: приобретения ценных бумаг займа, продажи бумаг и покупки ранее проданных бумаг по более низкой цене и возврата их заимодавцу.

«Бык», в отличие от «медведя», играет на повышение, выжидая, пока цена не пойдет вверх, и тогда продает. «Бык» старается продать бумаги с выгодой для себя, т. е. в тот момент, когда их курс поднимется до максимума, после чего цена может пойти вниз. Следовательно, различие между «медведями» и «быками» состоит лишь в том, что «бык» сначала покупает, а потом продает, а «медведь» сначала продает, а потом покупает.

*Депорт* - спекулятивная биржевая сделка, заключаемая в расчете на понижение курса ценных бумаг с целью получения курсовой разницы. К ней прибегает «медведь». При этом он продает ценные бумаги, но купить их назад не торопится, поскольку считает, что цена на них может упасть еще ниже. Тогда он покупает у кого-либо по официальному курсу к наступлению ликвидационного срока бумаги и по тому же договору продает этому же лицу эти бумаги по более низкому курсу. Разница составляет депорт. Выгоды для «медведя» состоят в том, что он, с одной стороны, выполняет свои обязательства по покупке, а с другой - продолжает игру на понижение.

Банк при заключении данных сделок является посредником и не несет специальных рисков по операциям репорта, поскольку в договоре, как правило, фиксируются курсы покупки и продажи ценных бумаг, которые остаются неизменными в течение всего срока исполнения контракта.

Прибыль участников биржевых торгов зависит от разницы между ценами продажи и покупки биржевого товара, которые указываются в биржевом бюллетене. В более широком смысле в биржевой практике термин «маржа» используют для обозначения разницы между курсами ценных бумаг. Размер первоначальной маржи биржа определяет самостоятельно. Размер фактической маржи *am* рассчитывают по формуле

$$am = \frac{nP_c - nP_p}{nP_p}$$

где  $nP_c$  - текущая рыночная стоимость активов, принадлежащих инвестору;  $nP_p$  - заемные средства.

Из формулы видно, что при изменении фактической стоимости ценных бумаг фактическая маржа также будет меняться. Она может оказаться выше или ниже исходного (требуемого) уровня.

Например, если было приобретено  $n$  акций по начальной цене продажи  $P$  и требуемая маржа равна  $gm$  процентов, то задолженность инвестора составит  $n \times P_p \times (1 - gm)$  и не будет меняться при колебании курса акций. Рыночная стои-



мость активов зависит от текущей цены  $P_c$  акций: рыночная стоимость активов =  $nP_c$ .

Тогда формулу для фактической маржи можно представить в виде

$$am = \frac{n P_c - n P_p (1 - rm)}{n P_c}$$

Во избежание потерь брокерская фирма требует, чтобы фактическая маржа инвестора не опускалась ниже определенного уровня, устанавливаемого брокерской фирмой (если иное не предусмотрено законом). Подобная маржа носит название *поддерживаемой маржи* -  $tm$ .

Если вследствие понижения курса акций ОАО «Леноблагрострой» фактическая маржа упадет ниже поддерживаемой (25%), то брокер направит инвестору *маржинальное требование*, где будут предложены три альтернативы:

- внести дополнительно на маржинальный счет деньги или ценные бумаги;
- оплатить часть долга;
- продать часть купленных акций и использовать выручку для частичной оплаты займа.

Каждое из этих решений должно привести к увеличению фактической маржи до уровня  $tm$ .

Если фактическая маржа инвестора находится в пределах 0,25...0,5, т. е. выше поддерживаемой, но ниже первоначально требуемой, то операции со счетом инвестора будут ограничены в том смысле, что не будут позволяться любые действия (например, снятие денег со счета), уменьшающие величину фактической маржи.

Если в результате повышения рыночной цены купленных с маржой акций фактическая маржа инвестора превысит уровень  $tm$ , то у инвестора имеются две альтернативы:

- снять на свои нужды такую часть суммы, чтобы после этого фактическая маржа  $am$  равнялась требуемой  $tm$ .
- закрыть позицию - продать подорожавшие акции. В этом случае инвестор может повысить ожидаемую норму отдачи акций.

В зависимости от ситуации на фондовой бирже значение маржи может меняться:

- *счет брокерской фирмы с заниженной маржой*, при котором ее значение опускается ниже требуемого уровня. В таком случае биржа (или брокерская фирма) делает запрос на увеличение маржи путем пополнения инвестором денег на счете либо продажи некоторых из ценных бумаг;

- *счет брокерской фирмы с неограниченной маржой*, при котором значение маржи поднимается из-за повышения цен акций. Покупка ценных бумаг с использованием маржи применяется при наличии уверенности в том, что в ближайшем будущем курс определенных ценных бумаг возрастет. Если же такой уверенности нет, то клиент может заняться их продажей «без покрытия».

*Продажа «без покрытия»* осуществляется путем займа ценных бумаг или сертификатов на них для использования в первоначальной сделке и возвращения займа такими же бумагами, приобретенными в последующих сделках.

При продаже ценных бумаг «без покрытия» существует риск, что заемщик не возвратит долг. В таком случае защитить брокерскую фирму от потерь может резервная маржа, рассчитываемая по формуле

Резервная маржа = (Стоимость проданных «без покрытия» ценных бумаг - Текущая рыночная стоимость взятых в займы ценных бумаг) / Текущая рыночная стоимость взятых в займы ценных бумаг.

*Значение резервной маржи изменяется в зависимости от ситуаций, влияющих на курс акций на рынке ценных бумаг:*

- если курс акций возрастает по сравнению с принятым в расчетах фактической маржи, то от клиента брокерской фирмы требуется дополнительное увеличение маржи (пополнение счета деньгами или ценными бумагами);

- если курс акций падает, то фактическая маржа будет превышать исходный (требуемый) уровень, и получится счет с избыточной маржой. В данном случае продавец акций может снять со своего счета сумму денег, немного превышающую разницу в стоимости;

- если курс акций колеблется настолько незначительно, что в отдельные отрезки времени фактическая маржа выше требуемого, но ниже исходного значения, то в данной ситуации нарушается требование соблюдения исходного уровня маржи и счет становится ограниченным.

Рассмотрим действия брокера на примере коротких продаж ценных бумаг.

В общем смысле под *короткой продажей* понимают продажу по поручению инвестора (положим, инвестора А) ценных бумаг, принадлежащих инвестору В. Инвестор А обязан вернуть долг по завершении всей операции не деньгами, а акциями.

Поскольку короткая продажа связана с заимствованием акций, существует риск того, что инвестор А не вернет их (например, разорится и не будет иметь средств выкупить акции). Если это произойдет, то возвращать акции инвестору В будет вынуждена брокерская фирма. Чтобы частично обезопасить себя от подобных потерь, брокерская фирма не выдает инвестору А на руки выручку, полученную от короткой продажи акций, и устанавливает *первоначальную требуемую маржу  $gm$*  сверх полученной выручки от короткой продажи. Обычно  $gm$  для коротких продаж равна  $gm$  для покупок с маржой.

Финансовое состояние инвестора А брокер также определяет с помощью *фактической маржи  $am$* , которая в данном случае будет

$$\begin{aligned} \text{фактическая маржа } am &= \frac{\text{собственные средства}}{\text{сумма долга}} = \\ &= \frac{\text{рыночная стоимость активов} - \text{сумма долга}}{\text{сумма долга}} \end{aligned}$$

Формулу для подсчета фактической маржи можно представить в виде

$$am = \frac{[P_s \times n] \times [1 + rm] - P_c \times n}{P_c \times n}$$

где  $n$  - количество коротко проданных акций;  $P$  - цена, по которой акции были коротко проданы;  $rm$  - требуемая маржа;  $P_c$  - действующая рыночная цена акций.

При коротких продажах устанавливают минимальный уровень фактической маржи - *поддерживаемую маржу  $tm$* , ниже которой  $am$  не может опускаться. Брокер ежедневно приводит счет инвестора А в соответствие с рыночной ситуацией и высчитывает фактическую маржу. Если она опускается ниже поддерживаемой, то брокер направляет инвестору маржинальное требование с просьбой привести счет в соответствие с поддерживаемой маржой. Сделать это можно, внося на счет дополнительную сумму.

Когда фактическая маржа выше поддерживаемой (0,25), но ниже первоначальной (0,5), операции по счету инвестора А ограничиваются, и ему не разрешается использовать счет таким образом, чтобы это приводило к уменьшению фактической маржи (например, покупать ценные бумаги).

Если цена коротко проданных акций снизится и фактическая маржа инвестора превысит уровень  $rm$ , инвестор может:

- снять со счета столько денег, чтобы фактическая маржа сократилась до уровня не ниже 0,5 - требуемого уровня;
- закрыть короткую позицию, т. е. купить подешевевшие акции и вернуть долг инвестору В. В таком случае инвестор имеет возможность получить высокую норму отдачи.

## 8.2. Торговля опционами и фьючерсные сделки

*Опцион* - контракт, в соответствии с которым одно лицо предоставляет другому лицу право купить или продать ценные бумаги по установленной цене в течение определенного времени.

*Торгуют опционами* на биржевом и внебиржевом рынках.

К *биржевой торговле* могут быть допущены только те опционы, в основе которых лежат отобранные администрацией биржи базовые акции. Все биржи опционов являются непрерывными, т. е. приказы исполняются в любой момент времени, когда работает биржа.

На *внебиржевом рынке* торговля опционами осуществляется без всяких ограничений или стандартов, за исключением установленных федеральными органами в части сделок с ценными бумагами. Особенностью внебиржевой торговли является возможность включить в контракт любые дополнительные условия и найти компромисс между продавцами и покупателями.

*Профессиональные участники* рынка ценных бумаг в *опционной торговле* выполняют две функции:

- действуют как *дилеры* (располагают запасами акций, устанавливают цены

при покупке или продаже ценных бумаг);

- действуют как *брокеры* (располагают книгой лимитных приказов).

На ряде опционных бирж действуют *биржевые трейдеры*, ведущие торговлю только за свой счет, покупая по низким и продавая по высоким ценам контракты по сделкам с ценными бумагами.

В мировой практике существует множество разнообразных контрактов, имеющих черты опционов: индексные, валютные, фондовые и фьючерсные.

С точки зрения *сроков исполнения* опционы подразделяются на американские (могут быть исполнены в любой день до срока истечения контракта или в этот день) и европейские (могут быть исполнены только в день истечения срока контракта).

Опционы разделяются на классы и серии. *Класс* - совокупность всех опционов, в основе которых лежат одни и те же базовые акции. *Серия* - множество опционов из данного класса с одинаковыми ценами страйк и сроками исполнения.

Новые серии выпускают обычно первого числа каждого месяца, а срок их может истекать в зависимости от условий контракта через 3, 6 и 9 месяцев, в последний день месяца, за которым следуют еще два календарных торговых дня. В ряде случаев для активно продаваемых акций могут вводиться опционы сроком действия только в один или два месяца.

*Премия* - цена контракта, которую покупатель опциона уплачивает продавцу за право выбора: исполнить опцион, если это ему выгодно, или отказаться от его исполнения, если это принесет убыток.

Дивиденды по опционам выплачивают в виде дополнительных акций.

Если объявляется дополнительный выпуск базовых акций, то размер партии акций, указанной в контракте, пропорционально увеличивается, а цена опциона уменьшается. При дроблении акций, означавшем замену корпорацией своих акций на их большее число с меньшим номиналом и выплату дивидендов акциями, не происходит пропорционального изменения цены опциона.

Иногда компания-эмитент объявляет о продаже дополнительных акций старым акционерам, которые могут перепродавать свои права. Выпуск прав влечет за собой снижение курса действующих акций. Теоретический курс рассчитывается по формуле

$$\text{Теоретический курс} = \frac{Y \times X + C}{X + 1}$$

где  $X$  - число льготных акций, которые можно приобрести, имея одну старую акцию;  $Y$  и  $C$  - цена льготных и старых акций.

Контракты на опционы могут заключаться как на свободном рынке (вне биржи), так и на бирже. При этом биржевая торговля обычно оперирует партиями в 1000 акций, но возможна торговля и меньшими партиями, например 100.

Акции, по которым разрешается заключение биржевых опционов, как правило, являются наиболее ликвидными.

Торговлю опционами начинают с выяснения цены опциона в расчете на акцию в зависимости от вида опциона, месяца поставки и цены исполнения. Бирже-

вой чиновник, выступающий в качестве распорядителя, последовательно добивается сделок. Все дилеры должны принимать участие в опционных торгах и при необходимости приступить к дополнительной ротации. Во время ротации по какой-либо одной серии ценных бумаг предложения по другим сделкам не рассматривают.

Котировка на начало торгов складывается из максимальных цен спроса и предложения. После того как первая сделка пройдет, распорядитель предлагает всем желающим заключить другие сделки по этой цене, после чего переходит к следующей серии и т. д.

Распорядитель в опционных торгах может принять решение остановить торги в случаях:

- отсутствия сделок с базовыми акциями данного класса;
- быстрого изменения цен на опционы, что не позволяет брокерско-дилерским фирмам выполнять заказы клиентов;
- возникновения обстоятельств, затрудняющих осуществление сделок.

Возобновление торговли опционами должно начинаться с ротации и завершаться до момента истечения контракта.

Опционные сделки делятся на опцион на покупку - опцион колл и опцион на продажу - опцион пут.

Внутри опциона на покупку можно выделить:

- внутренние опционы (цена исполнения ниже действующей рыночной цены базовых акций);
- рыночные опционы (цена исполнения равна или очень близка к курсу базовых акций на момент продажи опциона);
- внешние опционы (цена исполнения значительно выше курса базовых акций).

Во всех перечисленных опционах различны сумма премии, цена контракта и риск. Для внутреннего опциона характерны высокая премия, высокая цена и малый риск. Рыночному опциону присущи средняя величина премии, средние значения платы и риска. Внешний опцион выражает наименьшее значение премии, малую плату и большой риск.

Размер премии увеличивается с удлинением срока существования опциона и уменьшается по мере его снижения. Это условие зависит от следующих факторов: надежности эмитентов акций, облигаций и прочих ценных бумаг; ситуации на рынке; целей инвесторов; возможностей альтернативных вариантов вложения средств.

При покупке опционов колл существуют понятия «покрытая» и «непокрытая продажа».

Если выписывается *покрытый опцион колл*, т. е. продавец владеет базисными акциями, он не вносит денежный залог. Более того, ему перечисляется премия, уплачиваемая покупателем. При этом акции продавца хранятся у посреднической брокерской фирмы. Тем самым достигается гарантия того, что, если покупатель решит исполнить опцион, требуемые акции будут ему поставлены.

Если выписывается *непокрытый опцион колл*, т. е. продавец не располагает базисными акциями, то расчет маржи включает выбор одного из двух вариантов



гарантированного взноса по максимуму полученного результата, а расчет выполняют по схеме: премия опциона плюс 20 % (1-й вариант) или 10 % (2-й вариант) рыночной стоимости базисных акций минус разница между ценой исполнения и рыночным курсом акций (только для 1 -го варианта) при условии, что цена исполнения выше рыночного курса акции.

Продажа непокрытых опционов колл допустима и доходна для крупных дилерских фирм, имеющих высококвалифицированных специалистов и финансовые ресурсы.

Внутри опционов на продажу акций также существуют:

- внутренние опционы (цена исполнения выше действующей рыночной цены базовых акций);
- рыночные опционы (цена исполнения равна или очень близка к курсу базовых акций на момент продажи опциона);
- внешние опционы (цена исполнения значительно ниже курса базовых акций).

Сумма премии в каждом из указанных опционов изменяется от самой большой во внутреннем опционе до наименьшей - во внешнем, поскольку каждый из приведенных видов опционов отражает зависимость между ценой контракта и риском. Высокая цена и малый риск присущи внутренним опционам; средние значения платы и риска в большей степени характеризуют рыночные опционы; низкая плата и большой риск относятся к внешним опционам. Премия, или цена опциона, увеличивается с удлинением срока его существования. На характер этой зависимости влияют надежность эмитентов акций, облигаций и прочих ценных бумаг, цели инвесторов, возможности альтернативных вариантов вложения средств и ситуация на рынке. Незначительные изменения курсов акций чаще всего никак не сказываются на премиях.

Существуют определенные правила приобретения опционов пут, выполнение которых позволяет инвесторам избежать потери денежных средств, вложенных в опционную торговлю. Так, если:

- рынок является стабильным, т. е. отсутствуют явно выраженные тенденции снижения или повышения цен на базовые акции, не следует соблазняться низкими ценами на опционы пут и покупать их;
- курс акций совпал с вашими расчетами, не следует дожидаться лучшей позиции, поскольку можно проиграть;
- на рынке появились тенденции к повышению или понижению курса, нельзя подписывать контракты даже на самые привлекательные внешние опционы;
- ситуация на рынке стала угрожающей для вас, всегда следует быть готовым выкупить опцион.

Поскольку стоимость опциона всегда связана со стоимостью базисного актива акций, необходимо знать внутреннюю и временную стоимость опциона.

*Под внутренней стоимостью опциона* понимается разница между рыночной ценой актива и ценой исполнения (ценой страйк).

*Временная стоимость опциона* при одном и том же сроке исполнения может уменьшаться по мере завершения опциона, а в начальный момент времени - быть максимальной.

В последнее время большое распространение получили *две модели оценки стоимости опциона*:

1. *Биномиальная модель*, основанная на концепции формирования инвестиционного портфеля без риска. Для дисконтирования используют процент, равный ставке без риска для инвестиций, соответствующих времени действия опционного контракта. Для этого весь период действия контракта разбивают на ряд интервалов, в течение каждого из которых курс акций может подняться с вероятностью  $p$  или упасть с вероятностью  $1-p$ . Исходя из этого

$$PC_u + (1-p) \times C_d$$

где  $P$  – курс акций;

$p$  – вероятность;

$C_u$  – верхнее значение курсовой стоимости акции;

$C_d$  – нижнее значение курсовой стоимости акции.

2. *Формула Блэка – Шоулза*<sup>1</sup> имеет следующий вид:

$$V_c = N(d_1) \times P_a - \frac{E}{e^{rt}} N(d_2)_n$$

$$\text{где } d_1 = \frac{1_n \left( \frac{P_r}{E} \right) + (R + 0,5 G^2) \times T}{G \sqrt{T}};$$

$$d_2 = \frac{1_n \left( \frac{P_a}{E} \right) + (R + 0,5 G^2)}{G \sqrt{T}} = d_1 - G \sqrt{T}$$

где  $V_c$  - текущая цена опциона колл;  $P_a$  - текущая рыночная цена базисного актива;  $E$  - цена исполнения опциона;  $R$  - непрерывно начисляемая ставка без риска в расчете на год;  $T$  - время до истечения срока исполнения опциона (в долях) в расчете на год;  $a$  - риск базисной обыкновенной акции, измеренный стандартным отклонением ее доходности, представленной как непрерывно начисляемый процент в расчете на год;  $E/e^n$  - дисконтированная стоимость цены исполнения на базе непрерывно начисляемого процента;  $N(d_1)$ ,  $N(d_2)$  - вероятности того, что при нормальном распределении со средней величиной, равной 0, и стандартным отклонением, равным 1, результат будет соответственно меньше  $d_1$  и  $d_2$ .

Действительная стоимость опционов колл и пут зависит от следующих переменных:

- рыночной стоимости обыкновенной акции  $PJ$ . Чем выше  $PJ$ , тем больше стоимость опциона пут и меньше стоимость опциона колл;

<sup>1</sup> В 1973 г. американскими профессорами Фишером Блэком и Майроном Шоулзом была опубликована статья, в которой авторы предлагали расчет стоимости опциона колл при большом числе возможных стоимостей актива (больше, чем 2).

- цены исполнения опциона  $E$ . При высокой цене исполнения стоимость опциона колл меньше, а опциона пут - больше;
- времени до даты истечения  $T$ . Чем больше времени остается до даты истечения опциона колл, тем выше его стоимость;
- чем больше времени до даты истечения  $T$ , тем, как правило, выше стоимость опциона пут;
- ставки без риска  $R$ . При высокой ставке без риска обыкновенной акции стоимость опциона колл будет выше, а опциона пут - ниже;
- риска обыкновенной акции  $a$  (высокий риск соответствует большей стоимости опционов колл и пут).

Из указанных пяти переменных влияние первых трех ( $PJ$ ,  $E$  и  $T$ ) определить сравнительно легко. Для оценки ставки без риска сравнивают анализируемый опцион колл с доходностью к погашению векселя, дата которого близка к дате истечения опциона.

Для нахождения риска обыкновенной акции используют методы сравнения, аналогии, экстраполяции, экспертные и моделирования. Полученную оценку анализируют с точки зрения достоверности и надежности на прошлых опционах колл. Полученное значение не является точным, поскольку существуют факторы, определяющие вероятность наступления какого-то события, влияющего на курс ценных бумаг.

Модель Блэка-Шоулза позволяет графически отразить зависимость между стоимостью опциона колл и ценой акции. Наклон кривой стоимости опциона говорит о скором изменении цены обыкновенной базисной акции на 1 дол. Опцион пут будет без выигрыша, если рыночный курс базисной акции равен цене исполнения; если он выше цены исполнения, то этот опцион пут будет с проигрышем, а если рыночный курс акции ниже цены исполнения, то опцион пут будет с выигрышем.

Опционные стратегии можно разделить на следующие основные группы:

- простые стратегии - открытие одной позиции, т. е. покупка или продажа опционов колл или пут;
- спрэд - портфель опционов, состоящий из опционов одного вида на одни и те же активы, но с разными ценами исполнения и (или) датами истечения. Спрэд бывает вертикальным (может объединять опционы с одной датой истечения контрактов, но с различными ценами исполнения, и наоборот), горизонтальным (календарным), состоящим из опционов с одинаковыми ценами исполнения, но различными датами истечения контрактов и диагональным (строится на основе опционов с различными ценами исполнения и сроками истечения контрактов);
- комбинированные стратегии - одновременная покупка (продажа) опционов колл и пут на один и тот же актив;
- синтетические стратегии - одновременное открытие противоположных позиций на разные виды опционов с одним и тем же активом.

Рассмотрим более подробно 4 простые стратегии:

1. *Покупка опциона колл* используется при росте цен на рынке. При этом доход не ограничен, в то время как минимальный риск - это величина уплаченной прибыли. Потенциальная прибыль владельца опциона включает стоимость ценной

бумаги на момент истечения срока действия опциона минус цена исполнения и выплаченная премия.

При  $P_a > ER = (P_d - (E + R))$ ;

при  $P_a < ER = - П$ ,

где  $P_a$  - рыночная цена акции;  $E$  - цена исполнения опциона;  $П$  - премия;  $R$  - результат (выигрыш или потери).

2. *Продажа опциона колл* используется, когда цены на рынке имеют тенденцию к снижению. Максимальный доход - это величина полученной премии, где максимальный риск не ограничен. При этом выигрыш (потери) составят:

при  $P_a > ER = (E + П) - P_a = [P_a - (E + П)]$ ;

при  $P_a < ER = n$ .

3. *Покупка опциона пут* используется при снижении цен на рынке. При этом максимальный доход равен цене исполнения минус премия. Формула расчета выигрыша (потерь):

при  $P_a > ER = - П$ ;

при  $P_a < ER = (E - П) - P_a$ .

4. *Продажа опциона пут* предполагает, что курс ценной бумаги не упадет, следовательно, опцион останется относительно стабильным. Выигрыш (потери) составят:

при  $P_a < ER = + П$ ;

при  $P_a < ER = P_a(E - П) = [(E - n) P_a]$ .

*Стеллажная сделка - стрэддл (straddle)* представляет собой комбинацию опционов колл и пут на одни и те же акции с одинаковыми ценой исполнения и сроком истечения контрактов.

Рассмотрим возможные ситуации к моменту истечения контрактов на рынке:

- цена акций поднялась до 31 дол. В этом случае опционы не исполняются, и инвестор несет потери в размере 6 дол. с каждой акции;

- цена акции повысилась до 37 дол. Инвестор исполняет опцион колл и получает доход в 6 дол. Однако в качестве премии он уже уплатил 6 дол. продавцу стеллажа, поэтому общий итог по сделке равен 0: 37 дол. - 31 дол. = 6 дол.;

- цена акции достигла 40 дол. Инвестор исполняет опцион колл и получает прибыль в размере 40 дол. - 31 дол. - 6 дол. = 3 дол.;

- цена акции опустилась до 25 дол. Инвестор исполняет опцион пут. Однако его доход полностью компенсируется уплаченной за стеллаж премией: 31 дол. - 25 дол. - 6 дол. = 0;

- цена акции достигла 20 дол. Инвестор исполняет опцион пут и получает прибыль, равную 31 дол. - 20 дол. - 6 дол. = 5 дол.

Следовательно, инвестор получит прибыль по сделке, если курс акций будет выше 37 дол. или ниже 25 дол. При курсе, равном 37 или 25 дол., инвестор завершит сделку с нулевым результатом. Если курс будет больше 25 дол., но меньше 37 дол., покупатель стеллажа понесет потери, максимальный размер которых при курсе 37 дол. составит 6 дол.

Для расчета выигрыша (потерь) покупателя стеллажа можно использовать следующую формулу:

$$P_a ER = (P_a - E) - (\Pi_1 + \Pi_2); \quad P_a ER = (E - P_a) - (\Pi_1 + \Pi_2),$$

где  $\Pi_1, \Pi_2$  - соответственно премии опционов колл и пут.

Комбинацию, подобную стеллажной сделке, можно получить путем приобретения (продажи) одной акции и покупки (продажи) двух опционов колл или пут:

- инвестор покупает 1 акцию и продает 2 опциона колл;
- инвестор покупает 1 акцию и 2 опциона пут;
- инвестор продает 1 акцию и покупает 2 опциона колл;
- инвестор продает 1 акцию и 2 опциона пут.

Следовательно, стеллажные сделки в виде стрэддла отражают комбинацию опционов, если инвестор занимает длинную или короткую позицию. Вкладчик же выбирает данную стратегию, когда ожидает изменения курса акций.

*Стратегия стрэнгл* представляет собой сочетание опционов колл и пут на одни и те же бумаги с одинаковым сроком истечения контрактов, но с разными ценами исполнения. Если цена исполнения опциона колл выше цены исполнения опциона пут, то максимальный риск - сумма уплаченных премий; доход не ограничен. Если же цены исполнения опциона колл ниже цен исполнения опциона пут, то максимальный риск - сумма уплаченных премий минус разница между исполнением опциона пут и ценой исполнения опциона колл. Доход не ограничен.

Стратегию стрэнгл используют при значительном изменении цен на рынке. Комбинация строится на предположении, что цены исполнения опциона колл будут выше цен исполнения опциона пут.

Возможные выигрыши (потери) покупателя стрэнгла составят:

- при цене акции  $P_a < E_1 - (E_1 - P_a - \Pi)$ ;
- при  $E_1 \leq P_a \leq E_2 - (\Pi)$
- при  $P_a > E_2 - (P_a - E_2 - \Pi)$ ,

где  $E_1, E_2$  - соответственно цена исполнения опционов пут и колл.

*Стратегию стрип* применяют, когда есть основания полагать, что наиболее вероятно понижение курса акций.

Стратегия стрип состоит из одного опциона колл и двух опционов пут с одинаковыми датами истечения контрактов. Цены исполнения могут быть как одинаковыми, так и разными. Инвестор занимает одну и ту же позицию по всем опционам.

Сумма прибыли покупателя по комбинации стрип составит:

- при цене акции  $P_a < E_1 - (2r(E_1 - P_a) - \Pi)$ ;
- при  $E_1 \leq P_a \leq E_2 - (\Pi)$ ;
- при  $P_a > E_2 - (P_2 - E_2 - \Pi)$ ;

*Стратегия стрэп* представляет собой комбинацию одного опциона пут и двух опционов колл. Даты истечения контрактов одинаковые, а цены исполнения могут быть как одинаковыми, так и разными. При этом инвестор может занимать как короткую, так и длинную позицию.

Покупатель полагает, что курс акций должен повыситься, тогда его прибыль от комбинации стрэп составит:

- при цене акции  $P_a < E - (E - P_a - \Pi)$ ;



- при  $P_a = E_1 - \Pi$ ;
- при  $P_a > E_1 - (2r(P_a - E_1) - \Pi)$ .

*Стратегия спрэд «быка»* включает приобретение опциона колл с более низкой ценой исполнения и продажу опциона колл с более высокой ценой исполнения.

Контракты на приобретение и продажу опционов имеют одинаковый срок истечения. Такая стратегия требует от инвестора первоначальных вложений. Это связано с тем, что премия опциона колл с более низкой ценой исполнения всегда больше, чем опциона с более высокой ценой исполнения. Поэтому, когда вкладчик формирует данную стратегию, говорят, что он покупает спрэд.

Спрэд «быка» можно построить, купив опцион пут с более низкой ценой исполнения и продав опцион пут с более высокой ценой исполнения. В таком случае инвестор имеет положительный приток средств в момент создания спрэда. Если вкладчик формирует данную стратегию таким способом, говорят, что он продает спрэд.

При этом инвестор рассчитывает на повышение курса акций. Поскольку возможны и потери, он ограничивает их определенной суммой денег, которая уменьшает возможность выигрыша.

Прибыль по позиции спрэд «быка» составит:

- при цене акции  $P_a \leq E_1 - \Pi$ ;
- при  $E_1 < P_a < E_2 - (P_a - E_2 - \Pi)$ ;
- при  $P_a \geq E_2 - (E_2 - E_1 - \Pi)$ .

*Обратный спрэд «быка»* строится на основе короткого опциона пут с более низкой ценой исполнения и длинного опциона колл с более высокой ценой исполнения. При таком сочетании премия опциона пут должна быть больше премии опциона колл. В результате инвестор имеет приток финансовых ресурсов. Прибыль по позиции обратный спрэд «быка» составит:

- при цене акции  $P_a \leq E_1 - (E_1 - P_a + \Pi)$ ;
- при  $E_1 \leq P_a \leq E_2 - (+\Pi)$ ;
- при  $P_a > E_2 - (P_2 - E_2 + \Pi)$ .

*Спрэд «бабочка»* состоит из опционов с различными ценами исполнения, но одинаковым сроком истечения контрактов. Он строится путем приобретения опциона колл с более низкой ценой исполнения  $E_1$  и опциона колл с высокой ценой исполнения  $E_2$ . Если цена акций не намного отклонится от  $E_2$  инвестор может получить небольшую прибыль или понести небольшие потери при существенном росте или падении курса бумаг. Прибыль по позиции спрэд «бабочка»:

- при цене акции  $P_a \leq E_1 - (-\Pi)$ ;
- при  $E_1 < P_a \leq E_2 - (P_a - E_1 - \Pi)$
- при  $E_1 < P_a < E_3 - (E_3 - P_2 - \Pi)$
- при  $P_a > E_3, -(-\Pi)$ ,

где  $E_1, E_2$  - соответственно цена исполнения длинного и короткого опционов колл;  $E_3$  - цена исполнения данного опциона колл.

*Стратегия спрэд «медведя»* представляет собой сочетание длинного опциона колл с более высокой ценой исполнения и короткого с более низкой ценой исполнения. Инвестор прибегает к такой стратегии, когда ожидает понижения

курса акций, но одновременно стремится ограничить свои потери в случае его повышения. Поскольку цена длинного опциона колл ниже цены короткого, заключение подобных сделок связано с первоначальным притоком средств к инвестору. Спрэд «медведя» можно сформировать на основе короткого опциона пут с более низкой ценой исполнения и длинного с более высокой ценой исполнения. При этом первоначальные затраты инвестора выше, чем в варианте спреда. В таком случае говорят, что он покупает спред. Прибыль от позиции спред «медведя» составит:

- при цене акции  $P_a \leq E_1 - (+\Pi)$ ;
- при  $E_1 < P_a < E_2 - (-(P_a - E_1) + \Pi)$ ;
- при  $P_a \geq E_2 - (-(E_2 - E_1) + \Pi)$ .

*Обратный спред «медведя»* представляет собой сочетание длинного опциона пут с более низкой ценой исполнения и короткого опциона колл с более высокой ценой исполнения.

Прибыль по позиции обратный спред «медведя» составит:

- при цене акции  $P_a < E_x - (E_x - P + \Pi)$ ;
- при  $E_1 < P_a < E_2 - (+\Pi)$ ;
- при  $P_a > E_1 - (2r(P_a - E) - \Pi)$

В начале 1970-х гг. появились фьючерсные сделки, представляющие собой соглашение между двумя сторонами о будущей поставке предмета контракта, которое заключается на фондовой бирже. До недавнего времени фьючерсные сделки по купле-продаже финансовых активов или собственно товаров для поставки в будущем заключались на товарной бирже.

Биржа разрабатывает условия контракта, которые являются стандартными для каждого вида финансовых активов. Контракт по фьючерсным сделкам многократно передается маклерами. Условия контракта стандартизированы по качеству, количеству продукта, времени и месту доставки. Переменной частью контракта является цена, устанавливаемая в момент заключения сделок. Фьючерсные сделки всегда срочные, т. е. заключаются на поставку товаров в один из следующих месяцев, носят спекулятивный характер, могут применяться для страхования от падения или роста цен. Покупатель фьючерсных контрактов обычно рассчитывает получить товар, а продавец не собирается передавать товар покупателю.

Основные признаки фьючерсных сделок:

- фиктивный характер, т. е. осуществление купли-продажи, при которой обмен финансовыми активами практически отсутствует. Это возможно, потому что обязательства сторон могут прекращаться путем обратной операции (хеджирования) с выплатой разницы в ценах;
- обезличенность не только сделок, но и стоимости товара (ценных бумаг), определенное количество которого представляет биржевой контракт;
- ограниченная свобода в выборе срока поставки;
- строгая регламентация условий контракта (фьючерсные сделки являются ликвидными).

В последнее время самыми популярными являются *индексные фьючерсные сделки*. Они представляют собой договор о купле-продаже гипотетического пакета ценных бумаг, составленного «из акций крупнейших компаний, рыночная цена

которых суммируется при исчислении биржевых индексов. Подобные биржи успешно развиваются в Японии, Германии, Испании и ряде других стран.

*Фьючерсный контракт* - стандартное соглашение между двумя сторонами по условиям будущей поставки и базисному активу, разрешенному биржей к торговле. *Купить фьючерсный контракт* - это значит взять на себя обязательство принять от биржи первичный актив и, когда наступит срок исполнения контракта, уплатить по нему бирже в соответствии с установленным ею порядком. *Продать фьючерсный контракт* - это значит принять на себя обязательство поставить (продать) бирже первичный актив, когда наступит срок исполнения контракта, и получить за него от биржи деньги согласно цене продажи данного контракта. При заключении контракта расчетная палата предъявляет к вкладчикам ряд требований. При открытии позиции инвестор обязан внести в качестве залога на счет брокерской компании сумму денег, называемую *первоначальной маржей*. Счет, на который вносится залог, называется *маржевым*. Минимальный размер маржи устанавливает расчетная палата на основе прошлого опыта. При формировании фьючерсной цены учитывают расходы, связанные с доставкой и владением активами в течение времени действия контракта.

Покупка актива влечет за собой возникновение упущенной прибыли и расходов, связанных с хранением и страхованием актива, комиссионными сборами, налогами и т. п.

Так, *стоимость фьючерсного контракта* включает:

$$F_a = S_a + J_g + 3_x$$

где  $J_g$  - рыночная цена актива на физическом рынке;  $3_x$  - банковский процент по депозитам;  $S_a$  - расходы по хранению и страхованию.

Если условия данного уравнения не выполняются, можно совершить арбитражные операции.

Если биржевой актив сам по себе приносит определенный доход (к примеру, дивиденд по акции), то этот доход вычитают из банковского процента по кредиту. Тогда

$$F_a = S_a + S_a (J_k - J_a) \times \frac{t_g}{360} + 3_x$$

где  $t_g$  - число дней до окончания действия фьючерсного контракта;  $J_a$  - средний размер дивиденда, в процентах от акции.

Инвестор может занять как длинную, так и короткую позицию по одному и тому же контракту. Таким образом он спекулирует на изменении разницы цен двух контрактов. Разница между двумя фьючерсными ценами для различных сроков поставки называется *спрэдом*.

Спрэд рассчитывают по формуле

$$C_{\text{пред}} = F_{A2} - F_{A1}$$

где  $F_{A2}$ ,  $F_{A1}$ , - соответственно фьючерсная цена актива  $A$  с более отдаленной и с более близкой датами поставки.

В нашей стране *финансовые фьючерсные контракты* появились сравнительно недавно. До 1970-х гг. они заключались только на сельскохозяйственные товары и естественные ресурсы. В это время на ведущих биржах мира были внедрены финансовые контракты на иностранную валюту (1972 г.), ценные бумаги с фиксированным доходом (1975 г.) и рыночные индексы (1982 г.). Финансовые фьючерсные контракты сложнее других фьючерсных контрактов, в основе оценки которых лежат, как правило, определенные активы.

Первичным (наличным) рынком процентных фьючерсных контрактов является рынок банковских депозитных ставок от трех месяцев до нескольких лет. Депозитные вклады могут быть как в национальной, так и в иностранной валюте. При этом процентные ставки будут различными. Так, процентные ставки по депозитам в иностранной валюте обычно привязывают к ставкам на национальном рынке соответствующей валюты, если имеет место достаточно свободный перелив капиталов между странами.

За последние 10 лет объем операций с процентными фьючерсами увеличился в 14 раз. Причем происходит разрыв между кратко-, средне- и долгосрочными инвестициями. В то же время под воздействием экономических, политических и других факторов возрастает риск потери вложенного капитала и, следовательно, отток инвестиций из одной страны в другую при сокращении долгосрочных кредитов и сделок.

Существует три вида финансовых фьючерсов:

- *краткосрочный процентный фьючерсный контракт*, в основе которого лежит краткосрочная процентная ставка определенной облигации, выпущенной в обращение со сроком погашения до года;
- *долгосрочный процентный фьючерсный контракт*, в основе которого лежат, как правило, долгосрочные государственные ценные бумаги со сроком погашения в несколько лет и с фиксированным доходом;
- *валютный фьючерсный контракт* - договор купли-продажи определенного вида валюты в конкретный день в будущем по курсу, установленному в момент заключения контракта.

Краткосрочный процентный фьючерсный контракт представляет собой стандартный биржевой договор о купле-продаже краткосрочного процента на базе индексной цены финансового инструмента.

Такой контракт содержит:

- цену фьючерсного контракта, или индекс, равный разности между числом 100 и процентной ставкой;
- стоимость фьючерсного контракта (или цену), установленную биржей;
- минимальное изменение цены контракта на один базисный пункт, измеряемый шагами цены;
- минимальное изменение стоимости контракта (определяется путем ум-

ножения его стоимости на минимальное изменение цены и относительное время жизни контракта);

- период поставки (физическая поставка отсутствует). При этом передачи определенной суммы денег из рук в руки не происходит. Если контракт не закрывается сделкой до истечения срока его действия, то в последний торговый день месяца происходит его закрытие по биржевой расчетной цене. Расчеты по контракту осуществляются на следующий рабочий день последнего торгового дня;

- биржевую расчетную цену (трехмесячную ставку на депозиты в соответствующей валюте на наличном рынке в последний рабочий день).

Минимальное изменение цены в контрактах на один базисный пункт (число шагов) определяют по формуле

$$\text{Число шагов} = \frac{F_2 - F_1}{\text{шаг цены}}$$

где  $F$ ,  $F_2$  - фьючерсная цена в моменты  $t_1$  и  $t_2$

Цену векселя на момент заключения фьючерсного контракта определяют по формуле

$$P = 100000 \text{ дол.} \times \frac{1}{(1 + r_2)^{t_2}}$$

где  $t_2$  - период времени с момента заключения контракта до погашения векселя;  $r_2$  - непрерывно начисленная ставка без риска для периода времени.

Особое внимание необходимо уделить котировке  $P$  фьючерсных цен, приводимой в специальной финансовой прессе.

$$P = 100 - 4(100 - F)$$

Чтобы по котировке фьючерсной цены определить расходы инвестора на приобретение векселя, необходимо выполнить обратную операцию:

$$F = 100 - 0,25(100 - P)$$

где 0,25 - коэффициент, характеризующий отношение 90/360, т. е. срок погашения векселя.

*Долгосрочные процентные фьючерсы* - это стандартные фьючерсные контракты, в основе которых лежат долгосрочные, как правило государственные, ценные бумаги (облигации, обязательства), выпущенные в обращение со сроком погашения в несколько лет (обычно **10** и более), с фиксированным доходом.

Долгосрочный фьючерсный контракт содержит:



- *цену фьючерсного контракта* в процентах от номинальной стоимости облигации, ценной бумаги, лежащей в ее основе;
- *размер (стоимость) контракта*, включающий номинальную стоимость ценных бумаг, разрешенных к поставке;
- *период, на который заключается контракт* (обычно три месяца);
- *поставку по контракту* (как правило, это физическая поставка ценной бумаги, не ликвидированной до конца срока действия контракта). Поставка производится отбираемыми биржей ценными бумагами, у которых выплата номинала начинается через определенное число периодов времени (кварталов) от установленной даты с соответствующей купонной ставкой.

### 8.3. Портфельное инвестирование

Главная цель вложения средств - получение максимального дохода и минимизация рисков. Оптимальным способом достижения этой цели является портфельный подход к инвестированию.

*Инвестиционный портфель* - это сформированная в определенной пропорции совокупность ценных бумаг, принадлежащих физическим или юридическим лицам. Состав инвестиционных портфелей формируется в зависимости от текущих и стратегических целей инвесторов.

Существует определенный набор инвестиционных портфелей:

1. *Доходные портфели*. Составляются таким образом, чтобы вкладчик мог получить доход, приемлемая величина которого соответствует степени риска, допустимой для инвестора. В этот вид портфеля входят ценные бумаги, приносящие доход выше среднего уровня (облигации АО, высокодоходные акции, государственные долговые обязательства и др.).

2. *Портфели роста*. Могут быть сформированы с расчетом различных темпов прироста дохода - от умеренного до быстрого:

- *портфели умеренного роста* составляются в расчете на долгосрочную перспективу и являются наименее рискованными. Состав входящих в них ценных бумаг меняется достаточно медленно;

- *портфели ускоренного прироста* формируются за счет приобретения и постоянного обновления состава акций компаний-эмитентов, отличающихся высокой степенью риска и быстрой оборачиваемостью активов;

- *портфели среднего роста* включают как надежные ценные бумаги, приобретаемые на относительно большой срок, так и рискованные фондовые инструменты с повышенным доходом, состав которых все время обновляется;

- *страховые портфели* формируются под заказ отдельных инвесторов, желающих приобрести ценные бумаги какой-либо одной отрасли или региона.

3. *Портфели роста и дохода*. Могут быть сформированы в виде:

- *балансовых портфелей*, состоящих из доходных обыкновенных и привилегированных акций, а также облигаций;

- *портфеля двойного назначения*, удачно сочетающего акции двух типов (одни приносят высокий текущий доход, другие дают большой прирост капитала).

4. *Портфели ценных бумаг, освобожденные от налогов.* Развиты в США, где инвестиционные фонды могут формировать портфели ценных бумаг, доходы по которым в соответствии с национальным законодательством освобождены от налогов. К таким бумагам относятся муниципальные облигации, которые при высокой степени ликвидности предполагают получение небольшого дохода.

Портфель ценных бумаг дает инвестору возможность получения текущего дохода; прироста собственного капитала; одновременного увеличения капитала при получении дохода; получения доходов, освобожденных от налогообложения.

При формировании портфеля следует помнить, что входящие в него компоненты должны «работать» вместе, создавая принципиально новое качество инвестиций. Это возможно только при максимально широком спектре инвестирования. «Золотое» правило современного рынка - возможность выбора, диверсификация, а значит, независимость от одного источника.

Источниками могут являться конкретный локальный рынок, сектор экономики или виды ценных бумаг. Если клиент не склонен рисковать, в его портфеле будут преобладать облигации - инструменты с фиксированной доходностью. Если же он ориентирован на получение максимальной прибыли и допускает определенную степень риска, ему могут быть предложены акции наиболее динамично растущих секторов экономики - нефтегазовой промышленности, компьютерной индустрии, телекоммуникаций, атомной энергетики или ВПК. Альтернативу секторальным фондам представляют региональные; при этом не обязательно ограничиваться рынками развивающихся стран: многие клиенты предпочитают ценные бумаги американских или канадских компаний, более низкая процентная ставка которых компенсируется стабильностью и предсказуемостью. Неизменно популярными остаются товарные фонды - золота, серебра или нефти, спрос на которые вряд ли кардинально изменится. Преимущество широкой продуктовой линейки заключается в возможности выбора и комбинирования.

Большинство региональных и секторальных фондов - индексные. В основе философии индексного инвестирования лежит тот факт, что в долгосрочной перспективе все рынки акций растут. Их среднегодовая доходность за последние 80 лет превышает уровень инфляции и ставки по депозитам более чем в два раза. Особенность индексных фондов заключается в неравномерности рыночной динамики. Экономические и политические условия могут быть благоприятными для определенных стран и секторов, обеспечивая высокие темпы роста цен на акции конкретных компаний. Со временем конъюнктура меняется, и лидерство по доходности переходит к другой группе компаний. Индексные фонды позволяют использовать неравномерность темпов роста - осуществлять инвестирование в выбранные группы активов.

Клиент, ориентированный на получение более высокого дохода и не желающий, чтобы приобретение ценных бумаг определялось индексными показателями, выбирает фонды активного управления. Здесь успех зависит от компетентности лиц, решающих, какие акции недооценены и имеют перспективу хорошего роста. Решения может принимать сам инвестор, если он считает свою квалификацию достаточной для анализа рынка ценных бумаг. Однако чаще эту задачу выполняет управляющий - эксперт банка, специализирующийся на фондах ак-

тивного управления. Именно он формирует портфель клиента и определяет индивидуальную инвестиционную стратегию.

При наличии определенной суммы денег и желания приобрести ценные бумаги на определенный промежуток времени инвестор сталкивается с проблемой выбора инвестиционного портфеля. Принимая решение о приобретении того или иного портфеля ценных бумаг, инвестор не располагает достаточной информацией о его доходности, он может судить только об ожидаемой или средней доходности исходя из дохода, полученного по этим ценным бумагам в прошлом. Многие инвесторы руководствуются правилом, что недооцененные ценные бумаги будут востребованы. Таким образом, проблема выбора того или иного портфеля достаточно сложна.

Доходность ценных бумаг вычисляют по формуле

$$r = \frac{CJ - PV}{PV}$$

где  $CJ$  – будущая стоимость ценных бумаг;  $PV$  – текущая стоимость ценной бумаги и цена покупки.

Если портфель состоит из определенного числа разных по стоимости ценных бумаг, доходность определяют по формуле

$$r_p = \sum \frac{CJ_i - PV_{io}}{PV_{io}}$$

$$N = \sum_{i=1}^N r_i \times x_i = (r_1 x_1 + r_2 x_2 + \dots + r_n x_n) N_1$$

где  $r_p$  – среднеожидаемая доходность портфеля;

$x_i$  – количество ценных бумаг / вида;

$r_i$  – ожидаемая доходность ценной бумаги / вида;

$N$  – количество ценных бумаг в портфеле (1,2,3, ... N).

В 1952 г. американский экономист, лауреат Нобелевской премии в области экономики Гарри Марковиц опубликовал работу об инвестировании с точки зрения теории формирования портфеля ценных бумаг Согласно его теории, для принятия решения о вложении средств инвестору не нужно проводить оценку всех портфелей, достаточно рассмотреть лишь так называемое эффективное множество портфелей. Теорема об эффективном множестве гласит: инвестор выберет свой оптимальный портфель из множества портфелей, каждый из которых обеспечивает:

- максимальную ожидаемую доходность для некоторого уровня риска;
- минимальный риск для некоторого значения ожидаемой доходности. При

этом Марковиц утверждает, что при обосновании портфеля инвестор должен руководствоваться ожидаемой доходностью и стандартным отклонением:

- *ожидаемая доходность* является мерой потенциального вознаграждения, связанной с конкретным портфелем;
- *стандартное отклонение* - мера риска, связанная с данным портфелем.

С помощью метода, предложенного Г. Марковицем, можно сформировать большое количество портфелей ценных бумаг, часть из которых будет относиться к эффективному множеству. Для выделения оптимальных портфелей Марковиц использовал алгоритм квадратического программирования (метод критических линий).

Нахождение оптимального портфеля с помощью указанного алгоритма включает ряд процедур:

- рассмотрение портфелей, доступных инвестору;
- нахождение структуры ценных бумаг каждого из бесконечного множества портфелей;
- оценку вектора ожидаемых доходностей и ковариационной матрицы;
- определение количества угловых портфелей. Под угловым понимается портфель, обладающий такими свойствами, что любая комбинация двух смежных угловых портфелей представляет третий портфель, лежащий в эффективном множестве между этими двумя угловыми портфелями;
- выбор оптимального портфеля.

Обозначив ожидаемую доходность оптимального портфеля  $r^*$  а ожидаемые доходности двух ближайших угловых портфелей - соответственно  $r^a$  и  $r^b$ , то *состав оптимального портфеля* можно рассчитать по формуле

$$\bar{r}^* = (\bar{r}^a \times y) + [\bar{r}^b \times (1 - y)]$$

Оптимальный портфель будет состоять из доли  $y$ , инвестированной в ближайший угловой портфель, находящийся выше оптимального, и доли  $1 - y$ , инвестированной в ближайший угловой портфель, расположенный ниже оптимального.

Следовательно, предложенный Г. Марковицем подход ориентирован на то, что инвестор имеет некоторый начальный капитал, который он может полностью использовать для формирования портфелей с определенным риском. При этом оптимальный портфель идентифицируется с точкой касания кривых безразличия инвестора с эффективным множеством, характеризуемым не только определенной доходностью, но и риском. Модель Марковича используют при формировании оптимального портфеля ценных бумаг на российском рынке.

Для метода определения доходности инвестиционного портфеля используют ковариацию и корреляцию. *Ковариация* - это статистическая мера взаимодействия двух случайных переменных, в качестве которых в нашем случае выступают доходности двух ценных бумаг ( $i$  и  $j$ ).

Экономический смысл *положительного взаимодействия* состоит в том, что рост ожидаемой доходности одной ценной бумаги влечет за собой увеличение доходности другой.

*Отрицательная ковариация* показывает, что рост ожидаемой доходности одной ценной бумаги сопровождается снижением ожидаемой доходности другой.

*Положительная ковариация* получается, если портфель сформирован из акций компаний разных отраслей.

Ковариацию используют при расчете стандартного отклонения портфеля. Стандартное отклонение  $G_p$  портфеля, состоящего из двух ценных бумаг ( $i$  и  $j$ ), рассчитывают по формуле

$$G_p = \left[ \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N X_i X_j G_{ij} \right]^{1/2}$$

где  $N$  – количество ценных бумаг в портфеле;  $G_{ij}$  – ковариация доходности ценных бумаг  $i$  и  $j$ ;  $G_p$  – стандартное отклонение.

Ковариация весьма близка по смыслу к корреляции.

*Корреляция* – это взаимосвязь случайных переменных. Для ее измерения используют коэффициент корреляции, который всегда находится в интервале  $-1 \dots +1$ . Если  $p = -1$ , это означает полную отрицательную корреляцию, если  $p = +1$  – полную положительную корреляцию.

Коэффициент корреляции нормирует ковариацию для облегчения сравнения с другими парами переменных. Ковариация двух случайных переменных равна

$$G_{ij} = p_{ij} \times G_i G_j$$

где  $G_i G_j$  – стандартное отклонение соответственно  $i$  и  $j$  ценной бумаги.

С помощью данного уравнения можно показать, что коэффициент корреляции между ценными бумагами  $i$  и  $j$  равен

$$p_{ij} = \frac{G_{ij}}{G_i G_j}$$

При анализе стандартного отклонения производят двойное суммирование: анализ произведения весов двух ценных бумаг  $X_i X_j$  и ковариации этих двух ценных бумаг в определенной последовательности.

Любой ковариационной матрице соответствует корреляционная матрица, которая может быть определена по данным ковариационной матрицы и уравнению корреляции.

Портфель, в состав которого входят несколько видов ценных бумаг, выбрать нетрудно. Если же формируется портфель из сотен или тысячи ценных бу-



маг, возникает проблема выбора из эффективного множества портфелей, представляющих собой оптимальную комбинацию доходности и стандартного отклонения, а также предпочтений инвестора относительно риска и доходности.

Существует несколько моделей, используемых для формирования портфелей ценных бумаг. Если доходность обыкновенной акции за данный период связана с индексом РТС, то с ростом рыночного индекса, вероятно, будет расти и цена акции, а с его падением цена акции будет падать. Эту взаимосвязь отражает рыночная модель (market model)

$$r_i = a_{ij} + \beta_{ij} r_j + \varepsilon_{ij}$$

где:  $r_i$  – доходность ценной бумаги;  $r_j$  – доходность на рыночный индекс  $j$  за этот же период;  $a_{ij}$  – коэффициент смещения;  $\beta_{ij}$  – коэффициент наклона;  $\varepsilon_{ij}$  – случайная погрешность.

Как следует из данного уравнения, чем выше доходность на рыночный индекс, тем выше будет доходность ценной бумаги, а  $\varepsilon_{ij} = 0$ .

Разность между действительным и ожидаемым значениями объясняется случайной погрешностью. Поэтому  $\varepsilon_{ij} = 0$  только в ряде маловероятных случаев.

Коэффициент наклона в рыночной модели называют бета-коэффициентом. Он показывает отношение ценной бумаги к ее доходности.

$$\beta_{ij} = \frac{\sigma_{ij}}{\sigma_j^2}$$

где –  $\sigma_{ij}$  ковариация между доходностью акции  $i$  и доходностью акции рыночного индекса;  $\sigma_i$  – дисперсия доходности индекса или риск ценной бумаги.

Ценные бумаги, имеющие бета-коэффициент больше 1, т. е. обладающие большей изменчивостью, чем рыночный индекс, называют агрессивными, а ценные бумаги с коэффициентом меньше 1 – оборонительными.

Общий риск ценной бумаги и общий риск портфеля ценных бумаг измеряют с помощью дисперсии.

Общий риск ценной бумаги ( $y_j^2$ ) будет

$$y_j^2 = \beta_{ij}^2 \sigma_j^2 + \sigma_{\varepsilon i}$$

где  $y_j^2$  – дисперсия доходности рыночного индекса;

$\beta_{ij}^2 y_j^2$  – рыночный риск  $i$  ценной бумаги;

$y_{\varepsilon i}$  – собственный риск  $i$  ценной бумаги, мерой которого является дисперсия случайной погрешности ( $\varepsilon_{ij}$ ).

Зная о весе каждой дисконтированной ценной бумаги в портфеле и рыночном индексе, а также о долях инвестирования в каждую бумагу, доходность портфеля можно рассчитать по формуле:

$$r_n = \sum_{i=1}^N x_i r_i$$

где  $X_i = 1, 2, 3, \dots, N$ .

Подставив значение  $r$  в указанное уравнение, получим:

$$r_n = \sum_{i=1}^N X_i (a_{ij} + \beta_{ij} + \varepsilon_{ij}) = a_{nj} + \beta_{nj} + \varepsilon_{nj}$$

где

$$a_{nj} = \sum_{i=1}^r x_i a_{ij}; \beta_{nj} = \sum_{i=1}^r x_i \beta_{ij}; \varepsilon_{nj} = \sum_{i=1}^r x_i \varepsilon_{ij}$$

Общий риск портфеля, измеряемый дисперсией его доходности ( $y_p^2$ ), можно определить по формуле:

$$\sigma_n = \beta_{nj}^2 \sigma_j^2 + \sigma_{\varepsilon n}$$

$$\text{где } \beta_{nj} = \left[ \sum_{i=1}^N X_i \beta_{ij} \right]^{-2}$$

Если же случайные отклонения доходности ценных бумаг являются некоррелируемыми, т. е. не связанными между собой, то получим:

$$\sigma_{\varepsilon n} = \sum_{i=1}^N X_i^2 \sigma_{\varepsilon i}^2$$

Следовательно, общий риск портфеля состоит из общего риска отдельных ценных бумаг, включающего собственный риск ( $\sigma_{\varepsilon n}^2$ ), которого, по утверждению Г. Марковица, нельзя избежать, и рыночный риск ( $\beta_{nj}^2 y_j^2$ ).

Собственный (несистематический) риск портфеля связан с тем, что некоторые из находящихся в портфеле ценных бумаг могут как возрасти, так и упасть в цене. Следовательно, практически в любом портфеле будут ценные бумаги, которые могут одинаково влиять на его доходность.

Весомый вклад в определение максимальных портфелей ценных бумаг внесли Джеймс Тобин и Уильям Шарп. Они развили подход Марковица в ситуации, когда в экономике существует безрисковый актив с некоторой доходностью. Под

безрисковым понимается актив, доходность от которого является определенной. Поскольку неопределенность конечной стоимости безрискового актива отсутствует, следовательно, стандартное отклонение для него равно нулю.

Если безрисковый актив имеет заранее известную доходность, то ценные бумаги, входящие в актив, должны обеспечивать инвестору фиксированный доход. В этой связи вряд ли корпоративные ценные бумаги могут принести инвестору фиксированный доход.

В России до недавнего времени только один тип ценных бумаг можно было отнести к безрисковым - это облигации Федерального сберегательного займа.

Инвестирование в безрисковый актив иногда называют безрисковым кредитованием.

Дж. Тобин показал, что, если  $p = (p_1, \dots, p_n)$  - некоторый портфель ( $p$  - для  $i$ -го актива в портфеле), а  $f$  - безрисковый актив, то все портфели вида  $Y = (1 - \Theta)f + \Theta p$  лежат на рыночной прямой, проходящей через точки  $0_f r_f$  и  $y_p r_p$ . Среди всех таких прямых нужно выбрать самую крутую (более крутая дает большую доходность при заданном риске  $p$ ), которая проходит через точку  $(0, r_p)$  и точку касания  $0^*$  к эффективной границе.

Новую эффективную границу, полученную с учетом безрискового актива называют рыночной линией (CML, Capital Market Line), а точку  $0^*$  - рыночным портфелем (market portfolio).

Уильям Шарп показал, что рыночный портфель можно вычислить из условия равенства спроса и предложения финансовых активов, рассматривая рынок как совокупность всех инвесторов и всех ценных бумаг (активов). В этом случае доля  $p$  акций типа  $i$  в портфеле  $0^*$  просто равна доле всех акций типа  $i$  на рынке. Поэтому  $0^*$  и называют рыночным портфелем.

Множество оптимальных (по Марковицу - Тобину) портфелей ведет себя достаточно стабильно и меняется скачкообразно, только в моменты резких скачков котировок некоторых ценных бумаг. В эти моменты следует пересмотреть структуру портфеля.

*Алгоритм Марковица - Тобина* дает решение задачи составления оптимального портфеля. Однако, когда исследуют очень большое количество акций, он нереализуем из-за сложности вычислений (нужно обращать матрицу огромного размера).

Эдвин Элтон, Мартин Грубер и Манфред Падберг предложили свой алгоритм вычисления портфеля  $0^*$  в предположении, что набор рассматриваемых активов можно описать моделью с одним индексом.

*В моделях с одним индексом* рассматривается рыночный индекс  $I$ , характеризующий поведение фондового рынка в целом. За границей очень популярен индекс Доу-Джонса, на нашем фондовом рынке - индекс РТС. Для рассматриваемого (базового) индекса  $I$  вводят *естественное понятие доходности*:

$$r_i = \frac{(C_i - PV_0)}{PV_0}$$

где  $PV_0$  - значение индекса в начале исследуемого периода;

$C_i$  - значение индекса в конце рассматриваемого периода.

В рамках модели с одним индексом предполагается, что доходности рассматриваемых активов представляются в виде:

$$r_i = a_i + b_i r_i + \xi_i$$

$b_i$  – коэффициент наклона, вычисляемый по формуле:

$$b_i = \frac{\sigma_{ij}}{\sigma_r^2}$$

$a_i$  – коэффициент смещения, определяемый по формуле:

$$a_i = r_i - b_i r_i$$

В основе этих алгоритмов лежит предположение, что каждый инвестор стремится увеличить доходность своего портфеля без увеличения возможного риска. Для этого инвестор составляет *арбитражный портфель*, используя модель с одним индексом.

*Арбитраж* - получение безрисковой прибыли путем использования разных цен на ценные бумаги. Инвесторы стремятся получить доходы при каждой возможности: продавая бумаги по высокой цене и одновременно приобретая такие же ценные бумаги по относительно низкой цене. Для реализации арбитражного подхода, как правило, применяют факторный анализ курса ценных бумаг. При этом предполагают, что можно увеличить доходность портфеля без увеличения риска. Однако ряд систематических факторов, влияющих на риск и доходность ценной бумаги, препятствует широкому применению модели АРТ на практике.

*Арбитражным* называют любой портфель  $A = (A_1, A_2, \dots, A_n)$ . Для составления портфеля  $A$  не требуется дополнительных ресурсов, арбитражный портфель не чувствителен к базовому фактору и ожидается положительная доходность портфеля  $A$ .

Арбитражный портфель формируется так, чтобы риск был намного меньше риска текущего портфеля. Желательно, чтобы этот риск был близок к 0. Стратегию формирования арбитражного портфеля используют при расчете оптимального портфеля ценных бумаг на российском фондовом рынке.

*Формирование портфеля государственных облигаций* осуществляется путем покупки облигаций на аукционах, при первичном размещении или на вторичных торгах. Для покупки облигаций инвестор составляет заявку-поручение дилеру, указывая возможные цены покупки, количество бумаги и сумму денежных средств, которую он предполагает затратить.

В заявке на аукцион указывают два вида покупок:

- *неконкурентные заявки* (выполняются по средневзвешенной цене аукциона). Облигации, включенные в неконкурентные заявки, оговариваются в документах, публикуемых в официальных финансовых изданиях за 7 дней до проведения аукциона;

- *конкурентные заявки* (удовлетворяются по цене, указанной инвестором, но не ниже цены отсечения). Цену отсечения рассчитывают организаторы аукциона на основе анализа всех участвующих в аукционе заявок.

При этом инвестору важно указать цену покупки, которую он может установить путем изучения спроса. Если инвестор укажет в заявке неприемлемую для организаторов аукциона цену, заявка не будет удовлетворена.

*Сумму денежных средств*, которую инвестор предполагает получить при размещении портфеля облигаций, рассчитывают по формуле

$$C(t) = PV(1 + r_a)$$

где  $C(t)$  – будущая сумма получения;

$PV$  – текущая сумма вложения;

$r_a$  – ставка доходности, % (ставка дисконтирования).

*Цену облигации при неизменных во времени ставках* определяют по формуле

$$P_i = \frac{N_i}{(1 + r_a)^n}$$

где  $P$  – цена  $i$  облигации;

$N$  – номинал  $i$  облигации;

$r_a$  – ставка дисконтирования;

$n$  – показатель кратности срока обращения облигации относительно базового периода.

Ставку дисконтирования рассчитывают по формуле

$$1 + r_a = (1 + r_a) \times (1 + \tau_a)$$

где  $R_a$  – ставка дисконтирования;

$\tau_a$  – дополнительная ставка, компенсирующая риск.

Если изменяются условия инвестирования, то для каждого периода вложений (к примеру, месяца) можно отдельно ввести ставки дисконтирования. Тогда *цену облигации* можно определить так:

$$P_i = \frac{N_i}{(1 + E_{a1}) \times (1 + E_{a2}) \dots (1 + E_{an})}$$

где  $E_{a1}, \dots, E_{an}$  – ставки дисконтирования каждого месяца инвестиционного периода.



## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В нашей стране, наверное, уже нет людей, которые бы не слышали о том, что существует фондовый рынок, что на этом рынке совершаются сделки с ценными бумагами и зарабатываются деньги. Многие считают, что это - удел избранных, что фондовый рынок создан только для тех кто профессионально работает на этом рынке: брокеров, дилеров, трейдеров и др. специалистов. И это правильно. Действительно без аналитического склада ума, серьезной подготовки, и опыта быть успешным на фондовом рынке нельзя.

Дисциплина «Основы бизнеса на рынке ценных бумаг» и не ставит задачу подготовки таких специалистов. Содержание курса этой дисциплины предусматривает формирование и развитие у будущих экономистов-менеджеров профессионального подхода к активно растущему фондовому рынку, который только за 2000-2004г.г. более чем в 5 раз увеличил свою емкость и ликвидность. При этом капитализация акций превысила 200 млрд. долл., а соотношение рынка акций к ВВП составила 45%<sup>1</sup>. В настоящее время созданы инфраструктуры РЦБ. В последние годы стратегические собственники российских компаний поняли, что можно хорошо зарабатывать на росте стоимости своих компаний. Они серьезно заинтересованы в том, чтобы развивать свой бизнес, и работают над повышением их капитализации что безусловно влияет на рост стоимости акций конкретной компании и фондового рынка в целом.

В последнее время одну из ключевых ролей в привлечении инвестиций играют программы IPO. Российские акционеры осознали, что привлечь необходимые средства можно не только с помощью долговых инструментов или банковских кредитов, требующих больших процентных выплат, но и посредством продажи части акций компании на открытом рынке по программе первичного публичного размещения. Этот механизм уже конкурирует с долговым.

На рынке IPO российских компаний произошел заметный сдвиг: если за 2002—2003 гг. посредством IPO три компании привлекли 27,7 млн долл., то в 2004 г. уже пять компаний выпустили на рынок акции на 638 млн долл. Самое крупное размещение в 2004 г. осуществила стальная группа «Мечел»: 10% акций было продано за 291 млн долл. на Нью-Йоркской фондовой бирже. На российских биржах разместили свои акции ПК «Иркут» — 23,3% за 127 млн долл., сеть супермаркетов «Седьмой континент» — 15% за 80 млн долл., девелоперская компания «Открытые инвестиции» — 38,5% за 70 млн долл. и концерн «Калина» — 28% за 25 млн долл.<sup>2</sup>. Уже в 2004—2005гг. пятнадцать российских компаний привлекли от публичной продажи акций почти 4,5 млрд долл.<sup>3</sup>. Таким образом, можно прогнозировать, что в ближайшие годы российские компании будут осуществлять IPO в весьма больших объемах.

---

<sup>1</sup> Финансы. 2005 № 1 стр.12.

<sup>2</sup> Рынок ценных бумаг. 2005. № 9.

<sup>3</sup> Там же. 2006. № 1. С. 5.

Несомненны успехи России на зарубежных рынках размещения акций. Согласно расчетам экспертов агентства «Интерфакс — АФИ», российские компании в течение 2005 г. привлекли в рамках IPO на Лондонской фондовой бирже (LSE) денежные средства в размере около 4,23 млрд долл., или 2,33 млрд фунтов стерлингов. Таким образом, согласно расчетам, на IPO российских компаний приходится 14,4% всех денежных средств, привлеченных через IPO на Лондонской фондовой бирже. АФК «Система» в феврале 2006 г. осуществила крупнейшее размещение на 1,3538 млрд долл. Годом раньше, в мае 2005 г., голландская компания «Pyaterochka Holding», владеющая российской сетью супермаркетов «Пятерочка», по программе IPO выручила 598 млн долл. В июне медиа группа «Rambler Media» привлекла 40 млн долл., группа «Евраз-Холдинг» продала акций на 422 млн долл. В июле «НОВАТЭК» в ходе IPO привлек 875,5 млн долл. В августе компания «Urals Energy» (зарегистрирована на Кипре, ей принадлежит сахалинское ЗАО «Петросах», ЗАО «Чепецкое НДГУ» (Удмуртия), компания «Юралс Норд» (Коми) и ООО «ЦНПСЭИ» (Коми)) привлекла 64 млн фунтов стерлингов (114 млн долл.). В ноябре «Amtel Vredestein N.V.» — головная компания группы «Амтел» разместила бумаг на 201,7 млн долл. Наконец, в декабре «Новолипецкий металлургический комбинат» разместил бумаги на 609 млн долл., а компания «Zirax» (основной ее актив — компания «Глобал-Каустик») — на 13,7 млн долл.<sup>1</sup>

О значимости зарубежных рынков для наших компаний свидетельствует тот факт, что в первом полугодии 2005 г. на LSE было размещено 90% стоимостного объема российского рынка IPO (2,6 млрд долл.).

Столь большой интерес к рынку IPO российских компаний обусловлен многими факторами. Во-первых, появилась необходимость в расширении бизнеса и позиционировании себя конкурентоспособными. Во-вторых, акции компаний «второго эшелона» по финансовым показателям выходят на новый, более высокий уровень развития, что требует новых размещений. В-третьих, наблюдается интерес как у российских, так и у иностранных инвесторов, связанный с наличием достаточно большого объема денежных средств и высокой рублевой ликвидности. Программы IPO дают возможность не только крупным, но и средним компаниям привлекать новые средства.

Первичное размещение акций можно рассматривать с точки зрения долгосрочного и краткосрочного (спекулятивного) инвестирования. В России примерами долгосрочного инвестирования можно считать ритейловые сети («Седьмой континент», «Пятерочка», «Перекресток», «Копейка»), ориентированные на массового потребителя. Учитывая рост доходов населения и увеличивающийся потребительский спрос, акции этих компаний обладают наибольшим потенциалом увеличения курсовой стоимости. В ноябре 2004 г. на РТС «Седьмой континент» разместил 13% акций и привлек 80 млн долл.<sup>2</sup> По прогнозам, в ближайшие годы ожидается приход на российский рынок крупных мировых игроков, а первичное размещение будет способствовать росту конкурентоспособности вышеперечисленных компаний.

---

<sup>1</sup> [www.interfax.ru](http://www.interfax.ru)

<sup>2</sup> Биржевое обозрение.2005.№7.С.17.

О планах проведения IPO уже объявили около сотни российских компаний. Крупнейшим должен стать выпуск бумаг компании «Роснефть». Она рассчитывает разместить акций на 8 млрд долл., в том числе 5 млрд долл. на LSE и 3 млрд долл. — в России<sup>1</sup>. Это говорит о том, что крупнейшие российские компании начинают все активнее использовать потенциал отечественно рынка IPO<sup>2</sup>.

Статистика свидетельствует о недостаточной финансовой грамотности российского населения, а ведь именно население предъявляет существенную часть спроса не только на акции «народных» IPO, но и другие ценные бумаги.

Безусловно не все будущие экономисты и менеджеры будут профессионально работать на РЦБ, но изучение настоящие курса «Основы бизнеса на рынке ценных бумаг» значительно повысит финансовую грамотность населения, что позволит более интенсивно развиваться отечественному фондовому рынку и экономике в целом.

---

<sup>1</sup> См.:Дербилова У., Беккер А. Роснефти назначили срок // Ведомости. 2006. 18 мая.

<sup>2</sup> Камолова Н.Ю. Привлечение средств российскими компаниями через механизм первичного размещения акций.// Вестник Московского университета. - 2007.№4. С.21-31

## РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

### Основная

1. *Галанов В. А.* Рынок ценных бумаг: Учебник. - М.: Инфра, 2007. - 379 с.
2. *Галанов В. А., Басова А. И.* Рынок ценных бумаг: Учебник. - М.: Финансы и статистика, 2006.-448с.
3. *Жуков Е. Ф.* Рынок ценных бумаг: Учебник для вузов. - М.: Юнити, 2007. - 399с.
4. *Килячков А. А., Чаадаева Л. А.* Рынок ценных бумаг: Учебник. - М.: Экономистъ, 2007.-688с.
5. *Мелкумов Я. С.* Рынок ценных бумаг: Учебное пособие. - М.: Камерон, 2006. - 247с.

### Дополнительная

1. *Агарков М. М.* Учение о ценных бумагах. - М.: Волтерс Клувер, 2007. - 336 с.
2. *Алехин Б. И.* Рынок ценных бумаг: Учебное пособие. - М.: Юнити, 2006. - 461 с.
3. *Корпоративные ценные бумаги как инструмент инвестиционной привлекательности компании / А. Н. Асаул, М. П. Войнаренко, Н. А. Пономарева, Р. А. Фалтинский;* Под ред. засл. строителя РФ, д-ра экон. наук, профессора А. Н. Асаула. - СПб.: АНО ИПЭВ, 2007. - 288 с.
4. *Гудков Ф. А.* Вексель: Правила составления. Последствия оборота подделок. Правовые аспекты экспертизы. - М: МЦФЭР, 2005.
5. *Едророва В. Я, Новожилова Т. Н.* Рынок ценных бумаг. -М.: Издат. дом МАГИСТР-ПРЕСС, 2007.-684 с.
6. *Зенькович Е. В.* Рынок ценных бумаг: административно-правовое регулирование. - М.: Волтерс Клувер, 2007. - 312с.
7. *Килячков А. А.* Рынок ценных бумаг: Курс в схемах. - М: Юристъ, 2007.
8. *Селиванова Т. С.* Ценные бумаги: Теория, задачи с решениями, учебные ситуации, тесты. -М.: Издат. дом «Дашков и К<sup>0</sup>», 2007. - 383 с.
9. *Смыслов Д. В.* Мировой фондовый рынок и интересы России. - М.: Наука, 2006. - 358 с.

## СОДЕРЖАНИЕ

<b>Введение</b>	<b>4</b>
<b>РАЗДЕЛ 1. СУЩНОСТЬ, КЛАССИФИКАЦИЯ И ОСНОВНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ЦЕННЫХ БУМАГ.</b>	
<b>Глава 1. Экономическая природа ценных бумаг.</b>	
1.1. Развитие отечественного рынка ценных бумаг	7
1.2. Основные подходы к определению понятия ценных бумаг	12
1.3. Характеристика и свойства ценных бумаг	14
<b>Глава 2. Виды и классификации ценных бумаг.</b>	
2.1. Принципы классификации ценных бумаг	20
2.2. Государственные ценные бумаги	25
2.3. Корпоративные и производные ценные бумаги.	35
<b>Глава 3. Долговые ценные бумаги</b>	
3.1. Облигации	42
3.2. Векселя	61
3.3. Ипотечные ценные бумаги	78
<b>Глава 4. Акции как основной источник собственного капитала акционерного общества</b>	
4.1. Структура собственного капитала.	90
4.2. Эмиссия и формирование стоимости акций.	93
4.3. Модели оценки акций.	99
<b>РАЗДЕЛ 2. ПРОФЕССИОНАЛЬНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ.</b>	
<b>Глава 5. Феномен рынка ценных бумаг</b>	
5.1. Структура рынка ценных бумаг	106
5.2. Основные участники рынка ценных бумаг	117
5.3. Виды профессиональной деятельности и регулирование рынка ценных бумаг	123
<b>Глава 6. Развитие, классификация и особенности мировых фондовых бирж</b>	
6.1. Развитие и особенности европейских фондовых бирж	130
6.2. Деятельность фондовых бирж на американском континенте	139
6.3. Фондовый рынок стран Ближнего Востока, Африки, Азии, Австралии и Океании	145
<b>Глава 7. Основные факторы и характеристики размещения и обращения ценных бумаг.</b>	
7.1. Стоимостные и ценовые факторы обращения ценных бумаг	154
7.2. Частное размещение акций на рынке ценных бумаг	157
7.3. Публичное размещение акций на рынке ценных бумаг.	160
<b>Глава 8. Предпринимательская деятельность на рынке ценных бумаг</b>	
8.1. Биржевые сделки на фондовой бирже	166
8.2. Торговля опционами и фьючерсные сделки	177
8.3. Портфельное инвестирование	190
<b>Заключение</b>	<b>200</b>
<b>Рекомендуемая литература</b>	<b>203</b>