

Министерство образования и науки Российской Федерации

Сыктывкарский лесной институт – филиал государственного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургская государственная лесотехническая академия имени С. М. Кирова»

Факультет экономики и управления

Кафедра менеджмента и маркетинга

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

*Утверждено учебно-методическим советом
Сыктывкарского лесного института
в качестве учебного пособия для студентов специальностей
080507 «Менеджмент организации»,
080502 «Экономика и управление на предприятии
(лесное хозяйство и лесная промышленность)»,
080109 «Бухгалтерский учет, анализ и аудит»
и направления бакалавриата 080500 «Менеджмент»
всех форм обучения*

Учебное электронное издание на компакт-диске

СЫКТЫВКАР 2011

УДК 336.76(075)
ББК 65
Р95

Утверждено к изданию редакционно-издательским советом
Сыктывкарского лесного института

Составитель: **П. Д. Китайгородский**, кандидат экономических наук, доцент

Отв. редактор:

И. И. Иваницкая, кандидат экономических наук, доцент, заведующая кафедрой менеджмента и маркетинга Сыктывкарского лесного института

Рецензенты:

кафедра экономики и государственного и муниципального управления
(Коми республиканская академия государственной службы и управления);

Н. Д. Найденов, доктор экономических наук, профессор

В издании рассмотрены проблемы рынка ценных бумаг с учетом последних тенденций. Раскрыта сущность и структура, дана характеристика участников рынка ценных бумаг, проанализированы основные процедуры организации его деятельности и регулирования. Для проверки знаний приведены контрольные вопросы. Даны вопросы к экзамену и список литературы для подготовки к нему.

Пособие подготовлено с использованием системы «Консультант Плюс».

Предназначено для студентов, обучающихся по специальностям 080507 «Менеджмент организации», 080502 «Экономика и управление на предприятии (лесное хозяйство и лесная промышленность)», 080109 «Бухгалтерский учет, анализ и аудит» и направлению бакалавриата 080500 «Менеджмент» всех форм обучения.

Сыктывкарский лесной институт – филиал государственного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургская государственная лесотехническая академия имени С. М. Кирова» (СЛИ)
167982, г. Сыктывкар, ул. Ленина, 39
E-mail: institut@sfi.komi.com
www.sli.komi.com

Темплан СЛИ 2009/2010 учеб. г. Изд. № 134.

Редакционно-издательский отдел СЛИ. Заказ № 95.

ISBN 978-5-9239-0229-7

© СЛИ, 2011

© П. Д. Китайгородский, составление, 2011

ОГЛАВЛЕНИЕ

| | |
|---|----|
| ВВЕДЕНИЕ..... | 5 |
| 1. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ | 6 |
| 1.1 Понятие ценной бумаги..... | 6 |
| 1.2. Сущность рынка ценных бумаг | 15 |
| 1.3. Организационная система рынка ценных бумаг | 18 |
| 1.4. Структура рынка ценных бумаг | 20 |
| 1.5. Государственное регулирование рынка ценных бумаг | 21 |
| 1.6. Эмитенты, инвесторы и посредники..... | 26 |
| на рынке ценных бумаг | 26 |
| 1.7. Брокеры | 29 |
| 1.8. Дилеры..... | 31 |
| 1.9. Управляющие | 33 |
| 1.10. Депозитарии..... | 34 |
| 1.11. Держатели реестра | 36 |
| 1.12. Организаторы торговли..... | 39 |
| Контрольные вопросы | 39 |
| 2. АКЦИИ..... | 40 |
| 2.1. Определение и сущность акции..... | 40 |
| 2.2. Привилегированные акции..... | 41 |
| 2.3. Обыкновенные акции..... | 43 |
| 2.4. Депозитарные расписки..... | 45 |
| Контрольные вопросы | 46 |
| 3. ОБЛИГАЦИИ | 47 |
| 3.1. Классификация облигаций | 47 |
| 3.2. Государственные и муниципальные облигации | 50 |
| 3.3. Государственные краткосрочные облигации | 52 |
| 3.4. Государственные долгосрочные облигации..... | 53 |
| 3.5. Корпоративные облигации..... | 57 |
| 3.6. Международные облигации | 62 |
| Контрольные вопросы | 64 |
| 4. КРАТКОСРОЧНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ..... | 65 |
| 4.1. Депозитные и сберегательные сертификаты..... | 65 |
| 4.2. Векселя | 69 |
| Контрольные вопросы | 70 |
| 5. КОНВЕРТИРУЕМЫЕ И ПРОИЗВОДНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ..... | 71 |
| 5.1. Конвертируемые ценные бумаги..... | 71 |
| 5.2. Права на подписку и варранты | 74 |
| 5.3. Опционы..... | 77 |
| 5.4. Использование опционов | 80 |
| 5.5. Выпуск опционов | 81 |
| 5.6. Фьючерсные контракты..... | 83 |
| Контрольные вопросы | 85 |
| 6. ФОНДОВАЯ БИРЖА | 86 |
| 6.1. Понятие биржи | 87 |

| | |
|---|-----|
| 6.2. Участники биржевой торговли | 89 |
| 6.3. Листинг | 91 |
| 6.4. Сделки с ценными бумагами. Хеджирование и спекуляция | 95 |
| 6.5. Типы биржевых приказов | 97 |
| 6.6. Способы проведения биржевых торгов | 99 |
| Контрольные вопросы | 104 |
| 7. РИСК ВЛОЖЕНИЙ В ЦЕННЫЕ БУМАГИ | 105 |
| 7.1. Риск и его виды | 105 |
| 7.2. Измерение риска | 109 |
| 7.3. Вероятность распределения | 110 |
| 7.4. Соотношение риска и доходности ценных бумаг | 111 |
| 7.5. Рейтинги ценных бумаг | 112 |
| Контрольные вопросы | 112 |
| 8. ВОПРОСЫ К ЭКЗАМЕНУ | 113 |
| БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК | 115 |
| Основной | 115 |
| Дополнительный | 115 |

ВВЕДЕНИЕ

Функционирование и рост экономики зависят от того, насколько легко могут быть мобилизованы денежные средства для финансирования возрастающих потребностей как государства и предприятий, так и частных лиц.

Рынок ценных бумаг представляет собой лучший и наиболее доступный источник финансирования экономического роста. Более того, образование и распределение инвестиционных фондов, необходимых для расширенного воспроизводства и технического прогресса, является основной функцией рынка ценных бумаг.

Рынок ценных бумаг выступает составной частью финансовой системы государства, характеризующейся институциональной и организационно-функциональной спецификой. Такая система начала формироваться в России только в конце 80-х гг. Экономическая практика последующих лет подтвердила ту непреложную истину, что главным средством восстановления и развития рыночных методов хозяйствования являются ценные бумаги, фиксирующие право собственности на капитал.

Учебное пособие «Рынок ценных бумаг» раскрывает основные вопросы эмиссии и обращения ценных бумаг и дает необходимую информацию для студентов экономических специальностей по одноименному учебному курсу.

Пособие содержит изложение всех основных дефиниций курса, характеризует права и обязанности участников рынка. Определенное внимание уделено производным ценным бумагам, значение которых на рынке все возрастает. Особый интерес представляет анализ риска вложений в ценные бумаги, его сравнение с альтернативными инвестиционными вложениями.

При написании пособия были использованы работы, приведенные в библиографическом списке, без указания соответствующих ссылок в тексте.

1. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

1.1 Понятие ценной бумаги

Являясь инструментами финансового рынка, ценные бумаги выступают в виде специальным образом оформленных финансовых документов, которые предоставляют владельцу документа определенные права. Эти документы должны быть составлены в соответствии с действующим в стране законодательством. Рассмотрим, какое определение дается категории «ценная бумага» в соответствующих правовых актах и какие изменения произошли в трактовке этого понятия за последнее время.

В период существования Советского Союза в начале 30-х гг. в стране было по существу прекращено хождение ценных бумаг. В 1937 г., когда Советский Союз присоединился к Международной конвенции о векселях и векселя стали использоваться во внешнеторговом обороте, Постановлением ЦИК СССР и СНК СССР № 104/1341 от 7 августа 1937 г. было принято «Положение о переводном и простом векселе», которое было единственным правовым документом страны о ценных бумагах вплоть до начала 90-х гг.

Размещаемые внутри страны облигации государственных займов, распространявшиеся по подписке среди населения, можно было считать ценными бумагами весьма условно. К тому же выпуск и проведение выигрышей этих облигаций были прекращены в 1958 г.

Переход страны к рыночным отношениям ознаменовался принятием ряда нормативных актов, в которых нашла отражение и категория ценных бумаг. Так, в «Основах гражданского законодательства Союза ССР и республик», принятых в 1991 г., было дано следующее определение ценной бумаги: «Ценная бумага – документ, удостоверяющий имущественное право, которое может быть осуществлено только при предъявлении подлинника этого документа». В этом определении подчеркнуты две характерные черты ценной бумаги: 1) этот документ удостоверяет имущественное право, а не какое-либо иное, и 2) для осуществления этого права требуется предъявление самого документа. Такая формулировка была несколько расплывчатой и позволяла относить к ценным бумагам различные документы.

В «Положении о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах РСФСР», утвержденном Постановлением Правительства РСФСР 28 декабря 1991 г., была дана несколько иная формулировка ценных бумаг: «Ценная бумага – денежный документ, удостоверяющий имущественное право или отношение займа владельца документа по отношению к лицу, выпустившему такой документ». В этом определении можно отметить три наиболее характерных признака ценной бумаги.

Во-первых, из определения следует, что ценная бумага – это не всякий, а денежный документ. Такая характеристика, бесспорно, конкретизирует понятие ценных бумаг, дает им денежную оценку и отделяет их от других документов (например, от удостоверения личности). Однако из определения ценной бумаги как денежного документа вовсе не следует, что по данному документу всегда можно получить обозначенную на документе сумму денег. Получить эту сумму

можно только по долговой ценной бумаге при наступлении срока платежа, если заемщик будет в состоянии осуществить платеж. В остальных случаях этот документ можно превратить в деньги, если будет найден покупатель ценной бумаги, а цена документа будет определена путем соглашения между продавцом и покупателем и может быть как выше, так и ниже нарицательной стоимости, обозначенной на документе. Отечественная и мировая практика дает массу примеров, когда ценные бумаги полностью лишались «денежного содержания».

Во-вторых, в приведенном определении разграничиваются имущественное право и отношение займа. Однако если исходить из содержания категории «имущество», то деньги – это часть имущества, и владелец долговой ценной бумаги приобретает право на получение процентов и (или) основной суммы долга в виде определенного количества денег, являющихся частью имущества эмитента. Следовательно, характеристика ценной бумаги как документа, удостоверяющего имущественное право, распространяется и на долговые ценные бумаги и добавление слов «или отношение займа» для раскрытия содержания категории ценной бумаги не является необходимым, что, вероятно, и было учтено в последующих нормативных актах России.

В-третьих, в определении ценной бумаги указывается, со стороны кого и по отношению к кому возникают удостоверенные ценной бумагой права. Эти права приобретает держатель ценной бумаги, а ответственность за исполнение обязательств по ценной бумаге несет эмитент ценной бумаги.

В октябре 1994 г. был принят Гражданский кодекс РФ, в котором дано следующее определение ценной бумаги: «Ценной бумагой является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении».

Как можно видеть, это определение ближе к определению ценной бумаги, данному в «Основах гражданского законодательства Союза ССР». Однако здесь имеется весьма важное уточнение о том, что ценной бумагой может быть только документ установленной формы с наличием обязательных реквизитов. Это означает, что если документ составлен не по форме и в нем отсутствуют обязательные реквизиты, то этот документ не является ценной бумагой.

В апреле 1996 г. был принят Федеральный закон РФ «О рынке ценных бумаг», где было декларировано, что любая ценная бумага, в т. ч. бездокументарная, характеризуется одновременно следующими признаками:

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных настоящим федеральным законом формы и порядка;
- размещается выпусками;
- имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

В данном определении эмиссионной ценной бумаги выделены три признака. Причем если второй и третий признаки присущи только эмиссионным ценным бумагам, то содержание первого признака в равной мере относится к любым ценным бумагам, в т. ч. и к неэмиссионным.

В приведенном выше определении ценных бумаг, содержащимся в «Основах законодательства Союза ССР и республик», отмечалось, что имущественное право, вытекающее из ценной бумаги, «может быть осуществлено только при предъявлении подлинника этого документа». Из этого следовало, что ценные бумаги могли выпускаться только в документарной форме. Однако уже в «Положении о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР» было отмечено, что «ценные бумаги могут существовать в форме обособленных документов или записей на счетах». Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» также предусматривает две формы выпуска ценных бумаг. *«Документарная форма эмиссионных ценных бумаг* – форма эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основании предъявления оформленного надлежащим образом сертификата ценной бумаги или, в случае депонирования такового, на основании записи по счету депо.

Бездокументарная форма эмиссионных ценных бумаг – форма эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основании записи в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг.

Среди исследователей нет однозначного мнения относительно того, относить ли «записи на счетах» к категории ценных бумаг. Если подходить формально, то действительно, в случае бездокументарной формы выпуска ценных бумаг как таковых не существует. Однако нам представляется, что при любой форме выпуска ценных бумаг для владельца важно не наличие самой ценной бумаги, а право владения бумагой. В случае бездокументарной формы выпуска это право зафиксировано в виде записи в реестре владельцев ценных бумаг либо в виде записи по счету депо.

Статья 149 Гражданского кодекса РФ гласит: «В случаях, определенных законом или в установленном им порядке лицо, получившее специальную лицензию, может производить фиксацию прав, закрепленных именной или ордерной ценной бумагой, в том числе в бездокументарной форме (с помощью средств электронно-вычислительной техники и т. п.). К такой форме фиксации прав применяются правила, установленные для ценных бумаг, если иное не вытекает из особенностей фиксации».

Следует сказать, что в случае документарной формы выпуска ценных бумаг может применяться система депонирования сертификатов, и владение ценными бумагами также определяется на основании записи по счету депо. В этом случае документарная форма выпуска ценных бумаг мало чем отличается от бездокументарной.

Для передачи прав, зафиксированных в ценной бумаге, необходимо осуществить передачу самой бумаги или передачу прав на ценную бумагу. И только тот, кто имеет саму ценную бумагу или право на ценную бумагу, может в силу этого распоряжаться ею с целью осуществления права, вытекающего из ценной бумаги.

В России большинство государственных и муниципальных ценных бумаг выпускается в бездокументарной форме. Что касается акционерных обществ, созданных в ходе приватизации государственных предприятий, то хотя формально выпуски акций осуществлялись в документарной форме, подавляющее большинство предприятий акций как таковых не выпускало. Владельцам не

выдавались и сертификаты на принадлежащее им количество акций, а были выданы (по желанию акционера) выписки из реестра акционеров, которые не являются ценными бумагами. «Держатель реестра акционеров, – говорится в Федеральном законе «Об акционерных обществах», – по требованию акционера или номинального держателя акций обязан подтвердить его права на акции путем выдачи выписки из реестра акционеров общества, которая не является ценной бумагой». Выписка из реестра подтверждает лишь факт владения ценной бумагой, и в случае продажи продается не выписка, а сами акции, право на которые зафиксировано в реестре. В реестр в результате купли-продажи будут внесены изменения: счет продавца будет уменьшен на проданное количество, а счет покупателя, соответственно, увеличен (или имя продавца будет исключено из реестра и внесено имя покупателя).

Определение ценной бумаги, содержащееся в Гражданском кодексе РФ и в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг», не раскрывает полностью экономического содержания этой категории. С правовой точки зрения документ является ценной бумагой, если он составлен с соблюдением установленной формы, в нем имеются обязательные реквизиты и в силу действующих в стране нормативных актов, он отнесен к тому или иному типу ценных бумаг. Однако вряд ли можно предположить, что если в соответствии с правовым актом к ценным бумагам отнести, например, абонементные карточки на право проезда в городском транспорте, то эти документы действительно станут ценными бумагами. Реально ценными бумагами могут быть такие документы, которые могут являться таковыми по своему экономическому содержанию.

Для раскрытия экономического содержания ценных бумаг прежде всего отметим то обстоятельство, что большинство ценных бумаг являются одним из важнейших способов финансирования инвестиций. Путем выпуска ценных бумаг эмитенты привлекают средства для развития производства. Для владельцев же ценные бумаги являются прежде всего средством извлечения дохода.

Процесс финансирования инвестиций путем выпуска ценных бумаг внешне напоминает движение ссудного капитала – и в том, и в другом случаях капитал поступает от собственника сбережений к потребителю капитала на определенных условиях. В случае со ссудным капиталом продавец капитала (кредитор) и покупатель капитала (заемщик) вступают между собой в определенные отношения, зафиксированные в кредитном договоре. Суть этих отношений состоит в том, что заемщик через определенный срок обязуется возратить взятую сумму денег и заплатить за пользование капиталом определенную плату – *ссудный процент*, который является ценой ссудного капитала (капитала как товара). При этом собственник денежных средств выступает в качестве продавца ссудного капитала, а потребитель капитала является покупателем ссудного капитала.

Подобные отношения между сторонами возникают и при выпуске ценных бумаг. Характер этих отношений зафиксирован не в кредитном договоре, а в условиях выпуска ценных бумаг. И носителями этих условий являются ценные бумаги. Если бы ценные бумаги все время до окончания срока займа оставались в руках кредитора, то ситуация не отличалась бы от ситуации со ссудным капиталом. Однако само наименование документа «ценная бумага» говорит о том,

что стороны соглашаются вступить и особые, возникающие на его основании, отношения. Особенность этих отношений, по сравнению с отношениями, возникающими при движении ссудного капитала, состоит в том, что предметом сделки является не та или иная сумма капитала, а ценные бумаги. При этом потребитель капитала (заемщик) выступает в роли продавца ценной бумаги, а собственник сбережений (поставщик капитала) – в роли покупателя ценной бумаги. И если отношения, возникающие в соответствии с договором займа, касаются только данной кредитора и данного заемщика и не могут быть перенесены на других лиц, то по-иному обстоит дело при выпуске ценных бумаг. Здесь обязательства эмитента сохраняются за ним на весь период действия ценной бумаги. Однако права покупателя (держателя) ценной бумаги, вытекающие из условий выпуска ценных бумаг, могут быть переданы третьему лицу путем купли-продажи ценной бумаги (или каким-либо иным способом). Таким образом, ценные бумаги становятся объектами купли-продажи и приобретают свойства специфического товара.

Потребительная стоимость этого товара (ценной бумаги) заключается в том, что он обеспечивает возможность получения дохода и может предоставлять некоторые другие права, вытекающие из владения ценной бумагой. Именно зафиксированное в документе право на доход или иную ценность приводит к тому, что документ становится ценной бумагой. Бумаги, в которых не выражено какое-либо право, как, например, почтовые или гербовые марки, а также денежные знаки, не являются ценными бумагами.

Цена же данного товара (ценной бумаги) зависит от совокупности прав, которые предоставляет ценная бумага своему владельцу. Основопологающим правом при этом является возможность получения дохода по ценным бумагам. Если исключить крайние и нетипичные случаи, то следует признать, что ценные бумаги приобретаются прежде всего с целью получения по ним доходов (процентов, дивидендов, разницы в курсовой стоимости и т. п.). И курс ценных бумаг, как правило, непосредственно связан с величиной получаемого по ним дохода. При увеличении дохода курс ценной бумаги повышается, а при уменьшении дохода снижается и курс. Финансовые документы по существу перестают быть ценными бумагами, если по ним не ожидается поступления дохода хотя бы в отдаленном будущем.

Отношения, подобные отношениям займа между продавцом и покупателем ценных бумаг, возникают только при первичном выпуске (эмиссии) ценных бумаг, когда происходит продажа ценных бумаг их первым владельцам. В дальнейшем суть отношений между продавцом и покупателем ценной бумаги изменяется и не напоминает отношений займа. Продавец ценной бумаги (не являющийся эмитентом) при продаже бумаги уже не берет капитал взаймы на некоторый срок. Он продает специфический товар – ценную бумагу. Получив за этот товар деньги и передав товар покупателю, продавец (в отличие от эмитента) не несет никаких обязанностей перед покупателем. Эти обязанности перед новым держателем несет эмитент ценной бумаги. Покупатель же ценной бумаги приобретает все права, вытекающие из ценной бумаги. Но цена этих прав может отличаться от той цены, по которой ценную бумагу (а следовательно, и права, вытекающие из нее) приобрел первый держатель ценной бумаги. Хотя

объем прав по ценной бумаге остается тем же самым, изменение экономических условий приводит к изменению цены совокупности вытекающих из ценной бумаги прав. Цена документа может быть как выше, так и ниже той цены, по которой ценная бумага была продана ее первому держателю. В некоторых случаях, например в случае банкротства эмитента, ценная бумага может полностью потерять свою стоимость.

Изменение цены, по которой ценные бумаги переходят от одного держателя к другому, не оказывает влияния на объем обязательств эмитента по данной ценной бумаге. Это изменение не оказывает прямого воздействия и на положение дел эмитента, т. к. средства от продажи ценных бумаг на вторичном рынке поступают не эмитенту, а прежнему владельцу ценных бумаг. Новый держатель ценных бумаг, оплатив стоимость этого специфического товара, вступает в «особые отношения» не с продавцом ценных бумаг, а с тем, кто является создателем этого специфического товара, т. е. с эмитентом ценных бумаг.

Ценные бумаги как товар, как правило, обладают более высокой степенью ликвидности, чем материальные товары. Путь движения материальных товаров обычно укладывается в цепочку «производитель – торговля – потребитель». Конечно, в торговле возможно наличие перекупщиков с целью спекуляции, и некоторые товары переходят из рук в руки несколько раз, однако конечной целью движения материального товара является его потребление. Основная масса товаров поступает к потребителю минуя перекупщиков, а ряд товаров поступает непосредственно от производителя к потребителю. Одним словом, материальные товары в своем подавляющем большинстве покупаются не с целью спекуляции, а с целью использования их полезных свойств для удовлетворения определенных потребностей.

По-иному обстоит дело со специфическим товаром – ценными бумагами. В основном ценные бумаги приобретаются с целью извлечения дохода. До конца срока их действия (а некоторые ценные бумаги носят бессрочный характер) ценные бумаги могут перепродаваться десятки раз. При этом продать многие виды ценных бумаг не представляет большого труда, что свидетельствует о высокой степени ликвидности этого товара.

Являясь своеобразным товаром, ценные бумаги имеют ряд характерных отличий от других финансовых и иных документов.

Во-первых, за ценной бумагой обычно стоит некоторая сумма капитала, которая приносит доход. Появление ценной бумаги связано с передачей некоторой суммы денег (или иной ценности, имеющей денежную оценку) с целью получения дохода в будущем. Это отличает ценные бумаги от других, например, проездных документов. Если исключить случаи спекуляции, то приобретение проездного документа пассажиром связано именно с получением транспортной услуги и не преследует цели извлечения дохода. В отличие от этого, приобретение ценной бумаги инвестором связано с вложением средств с целью получения дохода. Если ценная бумага не приносит дохода и не ожидается поступления дохода в будущем, то теряется смысл ее приобретения.

Во-вторых, ценными бумагами являются такие финансовые документы, права по которым могут быть переданы другому лицу. Например, именной пенсионный полис, дающий право на получение дополнительной пенсии из него-

сударственного пенсионного фонда, не является ценной бумагой, т. к. не может быть передан другому лицу. Также не является ценной бумагой и страховой полис, право получения страховой премии по которому имеет застрахованное лицо.

В-третьих, передача ценной бумаги от одного держателя к другому не связана с реальным движением капитала или имущества эмитента. Дело в том, что держатель ценной бумаги не имеет прав на имущество эмитента. Конкретное имущество эмитента служит лишь гарантией выполнения обязательств по закладной или обеспеченной облигации. В случае невыполнения обязательств по названным ценным бумагам залоговое имущество будет реализовано, а вырученные средства пойдут на погашение обязательств. При выпуске необеспеченных облигаций и других долговых ценных бумаг гарантией выполнения обязательств является общая платежеспособность эмитента. Держатель акции (акционер) также не имеет никаких прав на имущество акционерного общества. Такие права акционер приобретает только в случае ликвидации акционерного общества.

Сказанное выше позволяет заключить, что ценные бумаги, являясь носителями тех отношений, которые возникают между эмитентом и инвестором при выпуске ценных бумаг, приобретают свойства специфического товара. Права инвестора (покупателя ценной бумаги) могут быть переданы другому лицу путем купли-продажи ценной бумаги. Таким образом, ценные бумаги начинают свое самостоятельное движение независимо от той ценности, того имущества, на основании которых возникли данные ценные бумаги. Их движение осуществляется на рынке ценных бумаг и вносит изменения в характер инвестиционного процесса.

Характеристика ценных бумаг как специфического товара не отменяет признания того факта, что каждый вид ценных бумаг имеет свои особенности и выполняет свою роль в экономике. В зависимости от того, какие признаки положены в основу классификации, ценные бумаги можно подразделить на разные группы и типы.

Если принять в расчет цели выпуска ценных бумаг, характер сделок, лежащих в основе их выпуска, способы предоставления средств и выплаты доходов, то ценные бумаги можно подразделить на долевые, долговые и производные.

Долевые ценные бумаги удостоверяют факт внесения средств в имущество эмитента, право на долю имущества в случае ликвидации эмитента и право на получение дохода. Срок действия таких бумаг обычно не ограничен. К долевым ценным бумагам относятся акции акционерных обществ.

Долговые ценные бумаги удостоверяют отношения займа между владельцем ценных бумаг (кредитором) и лицом, выпустившим ценную бумагу (должником или заемщиком). К долговым ценным бумагам относятся все виды облигаций, депозитные и сберегательные сертификаты, векселя, а также закладные.

Производные ценные бумаги не выражают ни отношения займа, ни имущественных прав между владельцем ценных бумаг и их эмитентом. Их можно назвать ценными бумагами второго порядка. И появились они потому, что существуют долевые и долговые ценные бумаги, которые можно отнести к ценным

бумагам первого порядка. Производные ценные бумаги удостоверяют право их владельца на приобретение ценных бумаг первого порядка. К производным ценным бумагам относятся опционы, варранты, фьючерсные контракты, приватизационные ценные бумаги.

В зависимости от того, как реализуются права владельца, ценные бумаги можно подразделить на *именные, предъявительские* и *ордерные*.

Права владельцев именных ценных бумаг подтверждаются именем в тексте самой бумаги, а также записью в книге регистрации – реестре держателей ценных бумаг. Передача прав осуществляется путем уступки прав требований (цессии). Лицо, передающее право по данной ценной бумаге, будет нести ответственность за недействительность соответствующего права, но не отвечает за его исполнение. В случае продажи или передачи таких ценных бумаг необходимо произвести изменение имени владельца в тексте бумаги и реестре держателей.

Ценные бумаги на предъявителя не требуют какого-либо подтверждения прав владельца, кроме предъявления самой бумаги. Переход прав к новому владельцу осуществляется простой передачей ценной бумаги от одного владельца к другому.

Отличие ордерной ценной бумаги от именной состоит в том, что лицо, названное в ордерной бумаге, может либо само осуществить свои права, либо назначить своим распоряжением другое лицо, в отношении которого и будут осуществлены вытекающие от владения ценной бумагой права. Права по ордерной бумаге передаются путем совершения на этой бумаге передаточной надписи – *индоссамента*. Индоссант (лицо, делающее на обороте векселя или иной ценной бумаги передаточную надпись) несет ответственность не только за существование права, но и за его осуществление.

Почти все виды долевых, долговых и производных ценных бумаг могут быть как именованными, так и на предъявителя.

В зависимости от срока действия ценных бумаг их можно условно разделить на *краткосрочные, среднесрочные, долгосрочные* и *бессрочные*.

К краткосрочным ценным бумагам относятся финансовые требования со сроком действия до одного года. Они продаются, как уже отмечалось выше, на денежном рынке, поэтому их называют «инструментами денежного рынка». К краткосрочным бумагам относятся векселя, депозитные сертификаты, некоторые облигации и производные бумаги.

Ценные бумаги, имеющие срок действия более одного года, называют «инструментами рынка капиталов». Среди этих бумаг обычно выделяют среднесрочные – со сроком действия от 1 года до 5 лет (иногда до 10 лет), долгосрочные – со сроком действия от 5 (10) до 30 лет и бессрочные, срок действия которых не ограничен. К средне- и долгосрочным ценным бумагам относятся облигации и закладные, а к бессрочным – акции и некоторые выпуски облигаций.

В зависимости от правового статуса, эмитента ценные бумаги подразделяются на *государственные, муниципальные* и *ценные бумаги прочих эмитентов*. Первые два вида ценных бумаг представлены долговыми обязательствами, а ценные бумаги прочих эмитентов выпускаются как в форме долговых, так и долевых ценных бумаг.

В зависимости от способа выпуска, ценные бумаги могут существовать как в форме *обособленных документов (документарные бумаги)*, так и в виде *записей на счетах* уполномоченных организаций (*бездокументарные бумаги*). Так, например, в России государственные и муниципальные краткосрочные облигации выпускаются в форме записей на счетах уполномоченных банков.

В зависимости от процедуры выпуска, ценные бумаги, в соответствии с российским законодательством, делятся на *эмиссионные* и *неэмиссионные*. «Эмиссионная ценная бумага, – отмечается в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг», – любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных настоящим Федеральным законом формы и порядка;
- размещается выпусками;
- имеет равные объемы и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги».

К эмиссионным ценным бумагам относятся акции, облигации и опционы эмитента. Однако такое объединение акций, облигаций и опционов эмитента в одну группу, на наш взгляд, является довольно спорным. Общим для названных видов ценных бумаг является лишь процедура эмиссии, т. е. последовательность действий эмитента при черничном размещении ценных бумаг. В то же время по своему экономическому содержанию акции, облигации и опционы эмитента имеют принципиальные отличия друг от друга, и в мировой практике не используется понятие «эмиссионные ценные бумаги».

1.2. Сущность рынка ценных бумаг

Экономический рост в долговременном периоде может быть обеспечен за счет создания новых производственных мощностей и совершенствования техники и технологии производства. Последнее становится возможным, когда общество имеет сбережения, т. е. превышение дохода над потреблением.

В ходе осуществления своей деятельности у некоторых хозяйствующих субъектов доходы превышают производственные затраты, т. е. образуются сбережения. Если эти средства используются на развитие производства, то они превращаются в инвестиции. Однако в некоторых случаях по разным причинам у ряда предприятий часть сбережений не всегда сразу превращается в инвестиции. Эти средства оказываются временно свободными.

Сбережения образуются также и у населения. Эти средства могут быть использованы для организации собственного бизнеса, строительства жилья, однако часть средств оказывается также временно свободными.

Итак, в ходе производства и потребления товаров и услуг у предприятий, населения (а иногда и государства) оказываются временно свободные денежные средства. В то же время другие предприятия, другая часть населения (а зачастую и государство) нуждается в дополнительных средствах. Таким образом, возникает финансовый рынок, где деньги совершают свое самостоятельное движение независимо от движения товаров и услуг. Собственники денежных средств выступают здесь в качестве поставщиков капитала (продавцов), а привлекающие денежные средства – в качестве потребителей капитала (покупателей). Движение свободных денежных средств от поставщиков к потребителям капитала осуществляется по каналам финансового рынка, основное назначение которого состоит в том, чтобы обеспечить превращение сбережений в инвестиции. В зависимости от того, каким образом осуществляется передача денежных средств от поставщиков капитала к потребителям, можно выделить две основные части финансового рынка

Одна часть – это рынок банковских кредитов. Банки аккумулируют временно свободные средства юридических и физических лиц, выплачивая за привлеченные средства определенный процент, а затем предоставляют кредиты заемщикам под более высокий процент. Таким образом, процесс движения денег от их собственника к заемщику опосредуется банком.

Во многих случаях такой способ передачи денежных средств отвечает интересам владельца денег, т. к. хотя последний и получает от банка более низкий процент, но тем самым он перекладывает риск невозврата денег заемщиком на банк. Помимо надежности, банковские вклады являются высоколиквидными, т. к. вкладчик может легко забрать свои средства. Кроме того, вложения денежных средств в банки являются доступными даже для самых мелких вкладчиков. Однако банк выплачивает вкладчикам более низкий процент по сравнению с тем, который берет со своих заемщиков, поэтому вполне естественным является стремление поставщиков капитала вступать в отношения непосредственно с заемщиками.

Что касается потребителей капитала (заемщиков), то им также порой выгоднее вступать в отношения непосредственно с поставщиками капитала. Дело

в том, что получение банковского кредита часто сопряжено с большими трудностями. Так, например, для рассмотрения вопроса предоставления кредита в российских коммерческих банках потенциальные заемщики обычно предоставляют в банк определенный набор документов (уставные документы; бухгалтерские отчеты; расчет размеров кредита и сроков его возврата; залоговое обязательство или гарантию-поручительство и др.).

В то же время банки часто не в состоянии предоставить кредит на тот срок, в котором нуждается заемщик. У банка может не быть и требуемой суммы кредита, необходимой заемщику для осуществления крупных проектов. Все это заставляет потребителей капитала использовать другой способ привлечения денежных средств – выпуск ценных бумаг. Тем самым у них появляется возможность привлекать денежные средства многих поставщиков капитала, собирать большие суммы и на более длительный срок, иногда на неограниченное время, если речь идет о выпуске акций.

Следовательно, выпуск ценных бумаг в определенных обстоятельствах отвечает интересам и поставщиков, и потребителей капитала. Передача денежных средств от собственников капитала к лицам, нуждающимся в нем, осуществляется на рынке ценных бумаг, который является второй составной частью финансового рынка.

Если подойти к проблеме с точки зрения действующего предприятия, то необходимо отметить, что предприятие может финансировать расширение своей деятельности за счет нераспределенной прибыли. Что касается внешнего финансирования, то оно может быть осуществлено на долевой и долговой основе. Акционерные предприятия, которые оказывают решающее влияние на развитие современной экономики, могут осуществлять финансирование с помощью рынка ценных бумаг путем выпуска акций. Организация новых акционерных обществ также может осуществляться только за счет привлечения капитала на рынке ценных бумаг.

Долговое финансирование может происходить как за счет банковских кредитов, так и за счет выпуска долговых ценных бумаг. В разных странах соотношение этих источников различно. В США, например, облигационные займы составляют большую часть заемного капитала. В то же время в некоторых странах облигации как источник финансирования предприятий не получили достаточного распространения. Однако учитывая то, что в современных условиях во всем мире происходит так называемая *секьюритизация долга*, т. е. рост доли ценных бумаг в структуре инструментов финансового рынка, можно утверждать, что рынок ценных бумаг является важнейшим каналом финансирования экономики.

Рынок ценных бумаг выполняет ряд функций:

➤ с помощью выпуска ценных бумаг сбережения физических и юридических лиц превращаются в инвестиции и используются для расширения и совершенствования производства;

➤ с помощью рынка ценных бумаг осуществляется перелив капитала из «старых», «затухающих» отраслей в «новые», высокотехнологичные отрасли, в результате чего происходит формирование рациональной структуры производства;

- путем купли-продажи акций осуществляется передел собственности между акционерами;
- путем купли-продажи долговых ценных бумаг изменяется состав кредиторов, т. е. обеспечивается ликвидность долга;
- путем выпуска ценных бумаг покрывается дефицит государственного и муниципальных бюджетов;
- с развитием рынка ценных бумаг увеличивается возможность появления венчурного (или рискованного) капитала, что позволяет развивать новые отрасли производства, а держателям бумаг дает возможность получения высокой прибыли;
- с помощью рынка ценных бумаг инвесторы получают возможность страхования рисков своих вложений путем заключения разного рода сделок и использования производных финансовых инструментов.

1.3. Организационная система рынка ценных бумаг

Современная система рынка ценных бумаг в странах с рыночной экономикой формировалась в течение многих десятилетий. Ее характерными признаками являются:

- ✓ сочетание различных видов ценных бумаг, выпускаемых государственными и негосударственными эмитентами, что позволяет делать выбор как эмитентам, так и инвесторам;
- ✓ наличие четко отлаженного механизма, обеспечивающего беспрепятственный переход ценных бумаг от одного владельца к другому;
- ✓ возможность получения всем потенциальным инвесторам исчерпывающей информации о ценных бумагах;
- ✓ достаточно надежная система государственного контроля за рынком ценных бумаг, направленная на защиту интересов инвесторов от противоправных действий со стороны эмитентов и посредников.

Несмотря на то, что каждая страна по-своему решает вопросы организации национального фондового рынка, можно выделить две основные системы организации фондового рынка, которые условно можно назвать «американской» и «немецкой». «Американская» система в наибольшей степени характерна для США, а «немецкая» – для ФРГ. Однако в большинстве стран имеют место системы, которые сочетают в себе признаки обеих названных систем.

Наиболее характерными признаками «немецкой» модели организации фондового рынка являются следующие:

- централизация обращения ценных бумаг на организованном рынке (фондовой бирже, которая является полностью государственным или полугосударственным учреждением);
- ценные бумаги учитываются и хранятся в центральной депозитарии;
- капиталы концентрируются в коммерческих или универсальных банках;
- отсутствуют ограничения на деятельность банков на рынке ценных бумаг, банки занимаются кредитованием и инвестиционной деятельностью;
- банки зачастую сами являются профессиональными участниками рынка ценных бумаг или создают обособленные подразделения для работы с ценными бумагами;
- как правило, отсутствуют ограничения на совмещение различных видов деятельности на рынке ценных бумаг;
- вторичный рынок акций развит слабо;
- крупные пакеты акций находятся в руках инсайдеров и редко поступают на рынок;
- на фондовом рынке доминируют корпоративные облигации.

«Американская» модель организации фондового рынка существенно отличается от «немецкой» модели и характеризуется следующими чертами:

- фондовые биржи являются негосударственными учреждениями;
- значительное развитие имеет внебиржевой рынок ценных бумаг;
- большое количество акций находится в свободном обращении;

– на фондовом рынке доминируют специализированные инвестиционные институты, для которых эта деятельность является исключительным видом деятельности;

– кредитные организации не могут инвестировать средства в корпоративные ценные бумаги. Это связано с тем, что банки оперируют не только собственными, но и привлеченными средствами, и клиенты не знают, куда вложены их средства. А операции с ценными бумагами связаны с высокой степенью риска;

– банки могут выступать на рынке корпоративных ценных бумаг в качестве депозитариев, регистраторов, клиринговых организаций или осуществлять деятельность по управлению ценными бумагами по разрешению комиссии по ценным бумагам.

В большинстве стран системы организации фондового рынка сочетают в себе признаки обеих названных систем. Система организации российского фондового рынка также сочетает в себе признаки как «американской», так и «немецкой» модели:

С одной стороны, в России в ходе осуществления приватизации появилось большое количество акционеров (что является характерным для «американской» модели развития фондового рынка), с другой – контрольные и крупные пакеты акций сосредоточены в руках инсайдеров; в свободном обращении находится небольшое количество акций и объем рынка акций небольшой (а это характерно для «немецкой» модели рынка).

Капиталы в России концентрируются в коммерческих банках, которые занимаются как кредитованием, так и инвестиционной деятельностью; отсутствуют ограничения на деятельность банков на фондовом рынке, и банки определяют основную политику на рынке ценных бумаг («немецкая» модель). Вместе с тем существенная роль на рынке ценных бумаг принадлежит специализированным инвестиционным институтам. При этом банки доминируют на рынке государственных облигаций, который является высокоорганизованным рынком, а на рынке акций основную роль играют профессиональные участники рынка, которые не являются банковскими учреждениями. Однако эти небанковские структуры нередко являются дочерними предприятиями банков или входят в состав финансово-промышленных групп и создаются с целью присутствия последних на рынке ценных бумаг.

Как и в «немецкой» модели, основной оборот вторичного рынка в России приходится на государственные ценные бумаги, в то время как корпоративные бумаги занимают значительно меньший объем по обороту. Однако на рынке Германии значительная доля рынка приходится на корпоративные облигации, тогда как в России рынок корпоративных облигаций занимает пока очень скромное место, хотя и является быстрорастущим рынком.

В России, как и на американском рынке, значительное развитие получил внебиржевой рынок ценных бумаг, а фондовые биржи являются негосударственными учреждениями.

1.4. Структура рынка ценных бумаг

В зависимости от времени и способа поступления ценных бумаг на рынок последний можно разделить на *первичный* и *вторичный*.

Впервые ценные бумаги появляются на первичном рынке, где осуществляется продажа их первым владельцам (инвесторам). Обязательными участниками первичного рынка являются эмитенты ценных бумаг и инвесторы. Процесс купли-продажи может осуществляться как с помощью, так и без помощи посредников. Именно на первичном рынке эмитенты путем продажи ценных бумаг привлекают средства инвесторов, которые используются для реализации намеченных коммерческих целей.

Все последующие операции с ценными бумагами осуществляются на вторичном рынке. Но отличие вторичного рынка ценных бумаг от первичного заключается не только в том, что вторичный рынок следует за первичным и ценные бумаги не могут появиться на вторичном рынке, минуя первичный. На первичном и вторичном рынках происходят разные по своей сущности процессы. На первичном рынке капиталы инвесторов путем купли-продажи ценных бумаг попадают в руки эмитента. На вторичном же рынке происходит переход ценных бумаг от одних инвесторов к другим, а деньги за проданные бумаги поступают бывшим владельцам ценных бумаг. То есть операции на вторичном рынке происходят без участия эмитента и не оказывают непосредственного влияния на положение дел эмитента. Эмитенту в принципе безразлично, в чьих руках находятся выпущенные им ценные бумаги; важным для эмитента является лишь объем обязательств по ценным бумагам.

В зависимости от форм организации совершения сделок с ценными бумагами, можно выделить *биржевой* (организованный) и *внебиржевой* (неорганизованный или «уличный») рынки ценных бумаг. Организованный рынок образуют фондовые биржи. Все остальные сделки с ценными бумагами осуществляются на неорганизованном рынке.

В зависимости от типа продаваемых ценных бумаг, выделяют также такие части рынка ценных бумаг, как денежный рынок и рынок капиталов. *Денежный рынок* – это рынок краткосрочных финансовых требований (со сроком действия до одного года). *Рынок капиталов* – это рынок ценных бумаг со сроком действия более одного года. Хотя такое деление и является довольно условным, в нем есть определенный смысл, т. к. на денежном рынке удовлетворяются потребности главным образом в оборотном капитале, а на рынке капиталов – потребности в основном капитале.

1.5. Государственное регулирование рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг как составная часть финансово-кредитной системы является объектом государственного регулирования. Целью государственного регулирования рынка является создание такой системы, которая должна способствовать притоку инвестиций в экономику, создавать равные возможности для реализации прав всем участникам рынка и не допускать ущемления интересов одних участников рынка за счет других.

Система государственного регулирования оказывает непосредственное влияние на развитие отдельных сегментов финансового рынка. Так, если «американская» система регулирования нацелена на привлечение капитала путем выпуска ценных бумаг, то «немецкая» модель, напротив, отдает предпочтение развитию кредитных отношений.

Государственное регулирование фондового рынка осуществляется соответствующими государственными органами в соответствии с нормативно-правовыми актами, в которых определены основные направления и рычаги регулирования.

Нормативно-правовая база регулирования рынка ценных бумаг складывается из трех уровней:

☞ верхний уровень – это законодательные акты, принимаемые высшим законодательным органом страны. В законах, как правило, прописываются основные принципы регулирования без подробной детализации;

☞ второй уровень – это нормативные акты, которые принимаются органами исполнительной власти – правительством, министерствами и ведомствами;

☞ третий уровень – это правила, инструкции, методики, которые разрабатываются саморегулируемыми организациями и организаторами торговли.

Если требования законодательных и нормативных актов являются обязательными для всех участников фондового рынка, то правила третьего уровня предназначены для членов и участников соответствующих организаций.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляется по следующим основным направлениям:

- установление правил выпуска и обращения ценных бумаг. Так, например, выпуск и обращение эмиссионных ценных бумаг на территории Российской Федерации должен осуществляться в строгом соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» и «Стандартами эмиссии», утвержденными Постановлением ФКЦБ от 18 июня 2003 г. № 03-30/пс, а выпуск векселей – в соответствии с Федеральным законом «О переводном и простом векселе»;

- определение видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, установление обязательных требований к деятельности эмитентов и профессиональных участников рынка и контроль за деятельностью профессиональных участников;

- разработка системы квалифицированных требований к руководителям и специалистам организаций – профессиональных участников рынка ценных бумаг и аттестация их для работы с ценными бумагами. В России, согласно действующему в настоящее время положению, руководители, контролеры и специалисты организаций – профессиональных участников фондового рынка

должны иметь соответствующий квалификационный аттестат, установленный актами Федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг;

- лицензирование деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг.

В России лицензирование осуществляется Федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг или другими уполномоченными органами. Согласно Федеральному закону «О рынке ценных бумаг», лицензированию подлежит деятельность всех профессиональных участников рынка ценных бумаг.

С конца 2000 г. Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг установила, что за рассмотрение документов на получение лицензии соискателю нужно уплатить сбор в размере трех минимальных размеров оплаты труда (МРОТ). В случае положительного решения за получение лицензии взимается сбор в размере 10 МРОТ.

Для получения лицензии компания-соискатель должна иметь минимальный собственный капитал. Его размер зависит от видов деятельности. Минимальный собственный капитал профессионального участника рынка ценных бумаг должен составлять (млн руб.):

- брокерская деятельность – 0,42;
- дилерская деятельность – 0,67;
- брокерская лицензия для работы с физическими лицами – 1,68;
- деятельность по управлению ценными бумагами – 2,92;
- депозитарная деятельность – 6,26;
- клиринговая деятельность – 8,35;
- деятельность по организации торговли ценными бумагами (некоммерческие организации) – 83;
- деятельность по организации торговли ценными бумагами (коммерческие организации) – 16,7.

Система органов государственного регулирования рынка ценных бумаг во многом определяется тем, какова модель организации финансового рынка страны. В странах, где преобладающей является банковская («немецкая») модель организации финансового рынка, функция регулирования фондового рынка возлагается на органы банковского надзора и центральный банк. В странах с небанковской моделью организации финансового рынка («американской») обычно создаются специальные органы – комиссии по ценным бумагам. В некоторых странах со «смешанной» моделью организации финансовой системы функции координирующего органа по регулированию фондового рынка возлагаются на министерство финансов или другие органы.

Органом государственного регулирования рынка ценных бумаг в США является Комиссия по ценным бумагам и биржам, которая была создана в 1934 г. на основании принятого в том же году закона о ценных бумагах (Securities Exchange Act), в котором были установлены основные правила торговли ценными бумагами. Первоначально Комиссия регулировала деятельность фондовых бирж, инвестиционных компаний, инвестиционных консультантов, брокеров и дилеров, а с 1939 г. – и деятельность трастовых компаний. В 1975 г. в связи с

принятием дополнения к закону 1934 г. в ведение Комиссии была отнесена деятельность клиринговых организаций и небанковских трансфер-агентов. Что касается банков, выступающих трансфер-агентами на рынке ценных бумаг, то их деятельность также регулируется Комиссией по ценным бумагам и биржам, но совместно с органами регулирования банковской деятельности.

В России складывается модель регулирования фондового рынка, которая тяготеет к американской модели. Так, распоряжением Президента РФ от 9 марта 1993 г. № 163-рп было утверждено положение о Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам – коллегиальном органе при Президенте РФ, организующем разработку системы мер по государственной поддержке становления и развития рынка ценных бумаг в России, а также защите интересов инвесторов и эмитентов ценных бумаг.

В дальнейшем Указом Президента РФ от 4 ноября 1994 г. № 2063 комиссия была преобразована в Федеральную комиссию по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ с сохранением ее прежних функций.

В тексте Федерального закона «О рынке ценных бумаг» (в ред. 1996 г.) название Комиссии было несколько изменено – она стала именоваться Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ). В декабре 2002 г. в связи с принятием поправок к указанному закону Федеральная комиссия получила новое название – Федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг. Согласно Указу Президента РФ от 9 марта 2004 г. № 314 «О системе и структуре Федеральных органов исполнительной власти», Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг была ликвидирована, а ее функции переданы в Федеральную службу по финансовым рынкам.

Федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг (в настоящее время – Федеральная служба по финансовым рынкам):

- осуществляет разработку основных направлений развития рынка ценных бумаг и координацию деятельности федеральных органов исполнительной власти по вопросам регулирования рынка ценных бумаг;
- утверждает стандарты эмиссии ценных бумаг и проспектов ценных бумаг, порядок государственной регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг и государственной регистрации отчетов об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг;
- разрабатывает и утверждает единые требования к правилам осуществления профессиональной деятельности с ценными бумагами;
- устанавливает обязательные требования к операциям с ценными бумагами, расчетно-депозитарной деятельности и к порядку ведения реестра;
- осуществляет лицензирование различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- устанавливает порядок, осуществляет лицензирование и ведет реестр саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- определяет стандарты деятельности инвестиционных, негосударственных пенсионных, страховых фондов и их управляющих компаний, а также страховых компаний на рынке ценных бумаг;

- осуществляет контроль за соблюдением эмитентами, профессиональными участниками рынка ценных бумаг, саморегулируемыми организациями профессиональных участников рынка ценных бумаг требований законодательства РФ о ценных бумагах;
- обеспечивает раскрытие информации о зарегистрированных выпусках ценных бумаг, профессиональных участниках рынка ценных бумаг;
- обеспечивает создание общедоступной системы раскрытия информации на рынке ценных бумаг;
- утверждает квалификационные требования, предъявляемые к руководителям и сотрудникам (работникам) профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляет их аттестацию.

Система регулирования фондового рынка со стороны государства дополняется регулированием со стороны саморегулируемых организаций. Соотношение этих двух способов регулирования во многом зависит от того, какая концепция положена в основу регулирования рынка. В некоторых странах (примером которых может служить Франция) регулирование в основном осуществляется органами государственной власти, лишь некоторая часть функций передается саморегулируемым организациям. В ряде других стран функции по регулированию рынка в большей степени могут осуществляться саморегулируемыми организациями.

Саморегулируемой организацией профессиональных участников рынка ценных бумаг в России, согласно Федеральному закону «О рынке ценных бумаг», признается добровольное объединение профессиональных участников рынка ценных бумаг, действующее в соответствии с вышеуказанным федеральным законом и функционирующее на принципах некоммерческой организации.

Саморегулируемая организация учреждается профессиональными участниками рынка ценных бумаг для обеспечения условий профессиональной деятельности участников рынка ценных бумаг, соблюдения стандартов профессиональной этики, установления правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами, обеспечивающих эффективную деятельность на рынке ценных бумаг.

Саморегулируемая организация устанавливает обязательные для своих членов правила осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, стандарты проведения операций с ценными бумагами и осуществляет контроль за их соблюдением.

Организация, учрежденная не менее чем десятью профессиональными участниками рынка ценных бумаг, вправе подать в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг заявление о приобретении ею статуса саморегулируемой организации и приобретает такой статус на основании разрешения, выданного федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Для получения разрешения в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг представляются:

- заверенные копии документов о создании саморегулируемой организации;

- правила и положения организации, принятые ее членами и обязательные для исполнения всеми членами саморегулируемой организации. В настоящее время в России действуют такие саморегулируемые организации, как: Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАР-ТАД), Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР), которая насчитывает около 1000 членов, и Национальная фондовая ассоциация (НФА), объединяющая в своих рядах около 200 членов.

1.6. Эмитенты, инвесторы и посредники на рынке ценных бумаг

Участниками рынка ценных бумаг являются прежде всего потребители и поставщики капитала. Потребители капитала, привлекающие денежные средства путем выпуска ценных бумаг, именуются *эмитентами*. А поставщики капитала, вкладывающие свои средства в покупку ценных бумаг с целью извлечения дохода, именуются *инвесторами*.

Каждый из участников преследует свои цели. Инвесторы заинтересованы в том, чтобы их вложения приносили высокий доход, были достаточно надежными и ликвидными (т. е. легко обратимыми в наличные деньги). Эмитенты ценных бумаг (потребители капитала), в свою очередь, преследуют свои цели: они хотят получить необходимые средства как можно быстрее, и в то же время эти средства не должны стоить очень дорого. Разумеется, как и на всяком рынке, цена на ценные бумаги в конечном счете будет зависеть от соотношения спроса и предложения.

Эмитентами ценных бумаг могут выступать государство (в лице, например, министерства финансов), местные органы власти (муниципалитеты), а также сфера бизнеса (предприятия различных организационно-правовых форм). Государственные и муниципальные органы власти эмитируют долговые обязательства, в то время как некоторые частные эмитенты (акционерные общества) могут выпускать также и долевые ценные бумаги.

Инвесторами могут быть как физические лица (граждане), так и юридические лица (предприятия различных организационно-правовых форм). Любое физическое или юридическое лицо, приобретающее ценные бумаги от своего имени и за свой счет, является инвестором.

Помимо эмитентов и инвесторов, на рынке ценных бумаг действуют разного рода *посредники*, каждый из которых занимает свое место и выполняет свою роль в инвестиционном процессе, осуществляемом с помощью рынка ценных бумаг. Посредников условно можно разделить на две группы.

Первую группу составляют финансовые посредники, которые привлекают свободные капиталы (сбережения) физических и юридических лиц, выпуская при этом собственные обязательства, а затем предоставляют привлеченные средства конечным потребителям капитала путем покупки ценных бумаг различных эмитентов. К этой категории посредников относятся: коммерческие банки, инвестиционные компании, акционерные и взаимные фонды, контрактные институты (страховые компании, пенсионные фонды). Эту группу финансовых посредников принято называть институциональными или коллективными инвесторами, т. к. сам характер их деятельности направлен на мобилизацию разрозненных средств многих субъектов с целью последующего инвестирования собранных сумм.

Вторую группу посредников образуют предприятия и организации, которые осуществляют свою деятельность на рынке ценных бумаг как исключительную, оказывая услуги эмитентам и инвесторам по выпуску, обращению, учету и хранению ценных бумаг. Благодаря посредникам свободные денежные средства поставщиков капитала значительно быстрее попадают в руки потреби-

телей капитала и могут быть использованы для развития производства. Потенциальный инвестор нуждается в совете специалиста, в какие ценные бумаги следует инвестировать средства, чтобы достичь желаемых целей. Точно так же и эмитент, привлекающий средства путем выпуска ценных бумаг, нуждается в помощи посредника. Посредники, поскольку они специализируются на операциях с ценными бумагами, лучше знают, какие ценные бумаги являются наиболее привлекательными для инвесторов. Поэтому посредники начинают работать с эмитентом, как только принимается решение о выпуске ценных бумаг. Обычно посредники участвуют в подготовке проспекта эмиссии ценных бумаг нового выпуска, помогают размещать новые выпуски, а нередко выкупают часть или даже весь выпуск ценных бумаг с целью их последующей продажи инвесторам. В последнем случае они принимают на себя риск, связанный с размещением ценных бумаг.

В разных странах посредники могут иметь различные названия, но чаще всего их именуют *инвестиционными институтами*. Инвестиционные институты могут заниматься либо одним видом деятельности, либо совмещать несколько видов. Деятельность инвестиционных институтов обычно регламентируется определенными нормативными актами.

В России, в соответствии с принятыми в начале 90-х гг. нормативными актами, также было введено понятие «инвестиционный институт». Так, согласно «Положению о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР», утвержденному Постановлением Правительства РСФСР от 28 декабря 1991 г. № 78, инвестиционным институтом признавалось юридическое лицо любой организационно-правовой формы, которое осуществляет свою деятельность с ценными бумагами как исключительную. Созданные в соответствии с этим Положением инвестиционные институты могли осуществлять свою деятельность на рынке ценных бумаг в качестве финансового брокера, инвестиционного консультанта, инвестиционной компании и инвестиционного фонда (по Положению в качестве инвестиционного консультанта могло выступать и физическое лицо).

В апреле 1996 г. в России был принят Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», в соответствии с которым все инвестиционные институты, получившие лицензию до вступления в силу настоящего закона, должны были привести свои учредительные документы в соответствии с этим законом в срок не более двух лет. Правительственные нормативные акты также должны были быть приведены в соответствие с федеральным законом.

В указанном законе термин «инвестиционный институт» не употреблялся, а было использовано такое понятие, как «профессиональный участник рынка ценных бумаг».

Профессиональные участники рынка ценных бумаг – это юридические лица, зарегистрированные в качестве предпринимателей, которые осуществляют определенные виды деятельности. В зависимости от вида деятельности, можно выделить следующих профессиональных участников рынка ценных бумаг: брокер, дилер, управляющий, клиринговая организация, депозитарий, держатель реестра (регистратор), организатор торговли.

Ниже дана характеристика деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг.

1.7. Брокеры

Брокерская деятельность – это деятельность по совершению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами от имени и за счет клиента или от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с клиентом. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий брокерскую деятельность, именуется *брокером*.

Между клиентом и брокером (брокерской фирмой) заключается договор поручения или договор комиссии на оказание клиенту брокерских услуг. В случае заключения договора поручения брокерская компания действует в качестве поверенного и заключает сделки от имени и за счет клиента (доверителя). При заключении договора комиссии брокер действует как комиссионер, т. е. совершает сделку от своего имени, но за счет клиента (комитента). В договоре указываются размер комиссионных брокеру за исполнение заказа (чаще всего в размере 2–5 % от суммы сделки), размер дополнительного вознаграждения брокеру в случае, если лимитированный заказ выполнен по более выгодной цене, а также определяется порядок расчетов между клиентом и брокером.

Брокер может исполнить заявку клиента на бирже или во внебиржевой торговле. Он может исполнить заявку сам или передать биржевому брокеру, выполняющему поручения других брокеров.

Денежные средства клиентов, переданные ими брокеру для инвестирования в ценные бумаги, а также денежные средства, полученные по сделкам, совершенным брокером на основании договоров с клиентами, должны находиться на отдельном банковском счете (счетах), открываемом брокером в кредитной организации (специальный брокерский счет).

Брокер может использовать в своих интересах денежные средства, находящиеся на специальном брокерском счете, если это предусмотрено договором о брокерском обслуживании, гарантируя клиенту исполнение его поручений за счет указанных денежных средств или их возврат по требованию клиента. Денежные средства клиентов, предоставивших право их использования брокеру в его интересах, должны находиться на специальном брокерском счете, отдельном от специального брокерского счета (счетов), на котором находятся денежные средства клиентов, не предоставивших брокеру такого права. Денежные средства клиентов, предоставивших брокеру право их использования, могут зачисляться брокером на его собственный банковский счет.

Брокер может предоставлять клиенту в заем денежные средства и (или) ценные бумаги для совершения сделок купли-продажи ценных бумаг при условии предоставления клиентом соответствующего обеспечения. Сделки, совершаемые с использованием денежных средств и (или) ценных бумаг, переданных брокером в заем, именуются маржинальными сделками.

Брокер может взимать с клиента проценты по предоставляемым займам. В качестве обеспечения обязательств клиента по предоставленным займам брокер имеет право принимать только ценные бумаги, принадлежащие клиенту и (или) приобретаемые брокером для клиента по маржинальным сделкам.

В случаях невозврата суммы займа и (или) занятых ценных бумаг в срок, неуплаты в срок процентов по предоставленному займу, а также в случае, если

величина обеспечения станет меньше суммы предоставленного клиенту займа (рыночной стоимости занятых ценных бумаг), брокер обращает взыскание на денежные средства и (или) ценные бумаги, выступающие обеспечением обязательств клиента по предоставленным брокером займам, во внесудебном порядке путем реализации таких ценных бумаг на торгах фондовой биржи и (или) иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг.

Сами брокеры для финансирования открытых позиций своих клиентов могут обращаться за получением кредита в банки. При этом сроки возврата основной суммы кредита, как правило, точно не устанавливаются, но оговариваются сроки и размеры выплачиваемых процентов. При получении такого кредита брокеры вносят в качестве залога ценные бумаги своих клиентов, которые рассматриваются как перезалог.

1.8. Дилеры

Дилерская деятельность – это совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и (или) продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и (или) продажи этих ценных бумаг по объявленным ценам лицом, осуществляющим такую деятельность. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий дилерскую деятельность, именуется *дилером*. По российскому законодательству дилером может быть только юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией.

Кроме цены, дилер имеет право объявить иные существенные условия договора купли-продажи ценных бумаг: минимальное и максимальное количество покупаемых и (или) продаваемых ценных бумаг, а также срок, в течение которого действуют объявленные цены. При отсутствии в объявлении указания на иные существенные условия дилер обязан заключить договор на существенных условиях, предложенных его клиентом.

Дилеров, которые постоянно покупают и продают определенные ценные бумаги по определенным ценам в соответствии с правилами организованного рынка, называют *маркет-мейкерами* («делателями рынка»). На рынке таких маркет-мейкеров по каждому виду ценных бумаг должно быть не менее двух.

В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг», дилерская деятельность может осуществляться на основании лицензии, выдаваемой Федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг (ФОИВ РЦБ) или другим лицензирующим органом, уполномоченным ФОИВ РЦБ.

При этом предусматривается два вида лицензий:

- 1) лицензия по операциям с государственными и муниципальными ценными бумагами;
- 2) лицензия по операциям с ценными бумагами прочих эмитентов.

В соответствии с действующим законодательством в РФ и ряда других стран допускается совмещение брокерской и дилерской деятельности одной коммерческой организацией. На практике организации обычно используют это право, поэтому во взаимоотношениях с клиентом такие организации могут выступать как в качестве дилера, так и в качестве брокера. Например, клиент обращается к профессиональному участнику по поводу продажи имеющихся у него ценных бумаг по определенной цене. Профессиональный участник может приобрести эти бумаги за свой счет и сразу рассчитаться с клиентом. Если же запрашиваемая клиентом цена не устроила дилера или предложенная дилером цена не устроила клиента, то в этом случае с клиентом может быть заключен договор комиссии или договор поручения на продажу этих ценных бумаг на биржевом или внебиржевом рынке. В таком случае профессиональный участник будет выступать в качестве брокера. В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» сделки, осуществляемые по поручению клиентов, во всех случаях принадлежат приоритетному исполнению по сравнению с дилерскими операциями самого брокера при совмещении им деятельности брокера и дилера. Совершение брокером сделок в свою пользу при наличии конфликта интересов брокера и его клиентов рассматривается как грубое нарушение дей-

ствующего законодательства и может служить основанием для приостановления лицензии профессионального участника.

Дилеры и брокеры могут принимать участие в первичном размещении ценных бумаг, в т. ч. на правах андеррайтера, оказывать консультационные услуги по вопросам приобретения ценных бумаг и предоставлять кредиты клиентам на приобретение ценных бумаг (до 50 % стоимости приобретаемых бумаг под залог этих бумаг).

По российскому законодательству, юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление брокерской и (или) дилерской деятельности на рынке ценных бумаг, оказывающее эмитенту услуги по подготовке проспекта ценных бумаг, именуется финансовым консультантом.

Брокер-дилер (broker-dealer, stock broker) – это юридическое лицо, которое сочетает в своей деятельности функции брокера и дилера. Такая фирма выступает с одной стороны в качестве агента клиентов, а с другой – как маркет-мейкер может испытывать определенные трудности в работе, т. к. законодательство различных стран требует от таких фирм руководствоваться в первую очередь интересами клиентов. С этой целью в подобных фирмах создаются условные барьеры между брокерскими и дилерскими подразделениями (так называемые «китайские стены» – *Chinese walls*), чтобы разграничить потоки информации между ними. Например, брокеры не должны рекомендовать своим клиентам ценные бумаги, от которых дилеры стремятся избавиться, а дилеры не должны заранее скупать ценные бумаги, к которым инвесторы проявляют интерес.

1.9. Управляющие

Под *деятельностью по управлению ценными бумагами* признается осуществление юридическим лицом от своего имени в течение определенного срока доверительного управления переданными ему во владение и принадлежащими другому лицу в интересах этого лица:

- ☞ ценными бумагами;
- ☞ денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги;
- ☞ денежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в процессе управления ценными бумагами.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по управлению ценными бумагами, именуется *управляющим*.

1.10. Депозитарии

Депозитарной деятельностью признается оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету и переходу прав на ценные бумаги. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий депозитарную деятельность, именуется *депозитарием*. Лицо, пользующееся услугами депозитария по хранению ценных бумаг и (или) учету прав на ценные бумаги, именуется *депонентом*.

Депозитарная деятельность в РФ осуществляется на основании лицензии в соответствии с требованиями Федерального закона «О рынке ценных бумаг» и Положения ФКЦБ «О депозитарной деятельности в РФ».

Отношения между депозитарием и депонентом регулируются депозитарным договором (договором о счете депо). Депозитарий обязан утвердить условия осуществления им депозитарной деятельности, которые являются неотъемлемой составной частью заключенного депозитарного договора.

Заключение депозитарного договора не влечет за собой переход к депозитарию права собственности на ценные бумаги депонента. Депозитарий несет гражданско-правовую ответственность за сохранность депонированных у него сертификатов ценных бумаг.

Депозитарный договор должен содержать следующие существенные условия:

- а) однозначное определение предмета договора: предоставление услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету прав на ценные бумаги;
- б) порядок передачи депонентом депозитарию информации о распоряжении депонированными в депозитарии ценными бумагами депонента;
- в) срок действия договора;
- г) размер и порядок оплаты услуг депозитария, предусмотренных договором;
- д) форму и периодичность отчетности депозитария перед депонентом;
- е) обязанности депозитария.

В обязанности депозитария входят:

- регистрация фактов обременения ценных бумаг депонента обязательствами;
- ведение отдельного от других счета депо депонента с указанием основания каждой операции по счету;
- передача депоненту всей информации о ценных бумагах, полученной депозитарием от эмитента или держателя реестра владельцев ценных бумаг.

Депозитарий имеет право регистрироваться в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или у другого депозитария в качестве номинального держателя в соответствии с депозитарным договором.

Депозитарий имеет право привлекать к исполнению своих обязанностей другие депозитарии (т. е. становиться депонентом другого депозитария или принимать в качестве депонента другой депозитарий), если это прямо не запрещено депозитарным договором.

На основании заключенного с депонентом депозитарного договора депозитарий:

- хранит сертификаты документарных ценных бумаг;
- осуществляет переводы ценных бумаг между счетами, учет передоверения прав по ценным бумагам, учет обременения ценных бумаг обязательствами;
- передает инвесторам информацию от эмитента и реестродержателя.

Кроме того, депозитарий по поручению инвесторов может представлять их интересы перед эмитентом.

Депозитарий, в соответствии с депозитарным договором, имеет право на поступление на свой счет доходов по хранящимся у него ценным бумагам, с целью перечисления на счета депонентов.

Депозитарии, в зависимости от категории обслуживаемых клиентов и видов депозитарных услуг, делятся на кастодиальные депозитарии (кастодианы) и расчетные депозитарии. Кастодианы, как правило, ведут счета депо инвесторов, которые не занимаются брокерской или дилерской деятельностью. Депонентами расчетных депозитариев являются кастодианы и профессиональные участники рынка ценных бумаг, которые ведут торговлю на фондовых биржах или других торговых системах.

В ряде стран один из расчетных депозитариев (в силу закона или сложившейся практики) может осуществлять ответственное хранение всех сертификатов ценных бумаг на территории страны и производить трансферты ценных бумаг по сделкам с ценными бумагами, совершаемых на всех фондовых биржах страны. Такой депозитарий называется *центральным депозитарием*. В настоящее время центральные депозитарии существуют в более чем 40 странах мира (GRETT – в Великобритании, SICOVAM – во Франции, Deutsche Clearing – в ФРГ). В США нет центрального депозитария как такового, но его функции выполняют система FedWire, принадлежащая Федеральной резервной системе и обслуживающая оборот государственных ценных бумаг, и Depository Trust Company, находящаяся в собственности многих брокерских компаний и обслуживающая оборот корпоративных ценных бумаг, торгуемых на Нью-Йоркской фондовой бирже. В Российской Федерации функции головного расчетного депозитария на рынке государственных ценных бумаг выполняет Национальный депозитарный центр, который действует как некоммерческая организация.

Первоначально депозитарии в основном создавались как организации, основной функцией которых являлось оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг с целью защиты их от утери, кражи, подделки. Постепенно эта функция становилась вспомогательной в связи с увеличением бездокументарных бумаг, а главными задачами депозитарной деятельности стало подтверждение прав собственности на иные бумаги и организация трансфертов между инвесторами без физического перемещения ценных бумаг. В депозитарную деятельность входит также содействие инвесторам перед эмитентами в реализации прав инвесторов по ценным бумагам, подтверждение обремененных ценных бумаг обязательствами и передоверие прав по ценным бумагам.

1.11. Держатели реестра

Деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг признаются сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг. Лица, осуществляющие деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг, именуются *держателями реестра* (регистраторами). Осуществление деятельности по ведению реестра не допускает ее совмещения с другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

Под *системой ведения реестра владельцев ценных бумаг* понимается совокупность данных, зафиксированных на бумажном носителе и (или) с использованием электронной базы данных, которая обеспечивает идентификацию зарегистрированных в системе владельцев ценных бумаг и номинальных держателей и учет их прав в отношении ценных бумаг, зарегистрированных на их имя.

Реестр владельцев ценных бумаг – это часть системы ведения реестра, представляющая собой список зарегистрированных владельцев с указанием количества, номинальной стоимости и категории принадлежащих им именных ценных бумаг, составленный по состоянию на любую установленную дату и позволяющий идентифицировать этих владельцев, количество и категорию принадлежащих им ценных бумаг.

Держателем реестра может быть профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по ведению реестра на основании поручения эмитента. В случае если число владельцев ценных бумаг не превышает 50, держателем реестра может быть сам эмитент. Регистратор может вести реестры владельцев ценных бумаг неограниченного числа эмитентов.

В системе ведения реестра могут быть зарегистрированы номинальные держатели ценных бумаг, которые не являются владельцами этих бумаг. В качестве номинальных держателей могут выступать профессиональные участники рынка ценных бумаг. Депозитарий может быть зарегистрирован в качестве номинального держателя ценных бумаг в соответствии с депозитарным договором. Брокер может быть зарегистрирован в качестве номинального держателя ценных бумаг в соответствии с договором, на основании которого он обслуживает клиента.

Номинальный держатель ценных бумаг может осуществлять права, закрепленные ценной бумагой, только в случае получения соответствующего полномочия от владельца. Внесение имени номинального держателя ценных бумаг в систему ведения реестра, а также перерегистрация ценных бумаг на имя номинального держателя не влекут за собой переход права собственности на ценные бумаги к номинальному держателю.

Номинальный держатель в отношении именных ценных бумаг, держателем которых он является в интересах другого лица, обязан:

– совершать все необходимые действия, направленные на обеспечение получения этим лицом всех выплат, которые ему причитаются по этим ценным бумагам;

– осуществлять сделки и операции с ценными бумагами исключительно по поручению лица, в интересах которого он является номинальным держателем ценных бумаг;

– осуществлять учет ценных бумаг, которые он держит в интересах других лиц, на отдельных забалансовых счетах.

Номинальный держатель ценных бумаг по требованию владельца обязан обеспечить внесение в систему ведения реестра записи о передаче ценных бумаг на имя владельца.

Для осуществления владельцами прав, закрепленных ценными бумагами, держатель реестра имеет право требовать от номинального держателя ценных бумаг предоставления списка владельцев, номинальным держателем которых он является, по состоянию на определенную дату. Номинальный держатель ценных бумаг обязан составить требуемый список и направить его держателю реестра в течение 7 дней после получения требования.

Держатель реестра обязан по требованию владельца или лица, действующего от его имени, а также номинального держателя ценных бумаг предоставить выписку из системы ведения реестра по его лицевому счету в течение 5 рабочих дней. Владелец ценных бумаг не имеет права требовать включения в выписку из системы ведения реестра не относящейся к нему информации, в т. ч. информации о других владельцах ценных бумаг и количестве принадлежащих им ценных бумаг.

Выпиской из системы ведения реестра является документ, выдаваемый держателем реестра с указанием владельца лицевого счета, количества ценных бумаг каждого выпуска, числящихся на этом счете в момент выдачи выписки, фактов их обременения обязательствами, а также иной информации, относящейся к этим бумагам.

Права и обязанности держателя реестра, порядок осуществления деятельности по ведению реестра определяются действующим законодательством и договором, заключенным между регистратором и эмитентом.

В обязанности держателя реестра входит:

- открыть каждому владельцу, изъявившему желание быть зарегистрированным у держателя реестра, а также номинальному держателю ценных бумаг лицевой счет в системе ведения реестра на основании уведомления об уступке требования или распоряжения о передаче ценных бумаг, а при размещении эмиссионных ценных бумаг – на основании уведомления продавца ценных бумаг;

- вносить в систему ведения реестра все необходимые изменения и дополнения;

- производить операции на лицевых счетах владельцев и номинальных держателей ценных бумаг только по их поручению;

- доводить до зарегистрированных лиц информацию, предоставленную эмитентом;

- предоставлять зарегистрированным в системе ведения реестра владельцам и номинальным держателям ценных бумаг, владеющим более 1 % голосующих акций эмитента, соответствующие данные из реестра

▪ информировать зарегистрированных в системе ведения реестра номинальных держателей ценных бумаг о правах законных владельцев ценных бумаг и о способах и порядке осуществления их прав.

Распорядитель реестра вносит изменения в систему ведения реестра на основании:

– распоряжения владельца о передаче ценных бумаг, или лица, действующего от его имени, или номинального держателя ценных бумаг, который зарегистрирован в системе ведения реестра;

– иных документов, подтверждающих переход права собственности на ценные бумаги в соответствии с гражданским законодательством РФ.

При документарной форме эмиссионных ценных бумаг, предусматривающей нахождение ценных бумаг у их владельцев, помимо указанных документов представляется также сертификат ценной бумаги. При этом имя (наименование) лица, указанного в сертификате в качестве владельца именной ценной бумаги, должно соответствовать имени (наименованию) зарегистрированного лица, указанного в распоряжении о передаче ценной бумаги.

1.12. Организаторы торговли

Деятельностью по организации торговли на рынке ценных бумаг признается предоставление услуг, непосредственно способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами между участниками рынка ценных бумаг. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг, называется *организатором торговли на рынке ценных бумаг*. Организатором торговли может быть фондовая биржа или другой организатор торговли, который осуществляет свою деятельность на внебиржевом рынке.

Организаторами торговли в РФ может быть как коммерческая организация, созданная в форме акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью, так и некоммерческая организация. Организатор торговли должен иметь лицензию на осуществление деятельности и определенную величину собственного капитала.

Организатор торговли на рынке ценных бумаг обязан раскрыть следующую информацию любому заинтересованному лицу:

- правила допуска участника рынка ценных бумаг к торгам;
- правила допуска к торгам ценных бумаг;
- список ценных бумаг, допущенных к торгам;
- правила заключения и сверки сделок;
- правила регистрации сделок;
- порядок исполнения сделок;
- правила, ограничивающие манипулирование ценами;
- расписание предоставления услуг организатором торговли;
- регламент внесения изменений и дополнений в вышеперечисленных позициях.

О каждой сделке, заключенной в соответствии с установленными организатором торговли правилами, любому заинтересованному лицу предоставляется следующая информация:

- дата и время заключения сделки;
- наименование ценных бумаг, являющихся предметом сделки;
- государственный регистрационный номер ценных бумаг;
- цена одной ценной бумаги;
- количество ценных бумаг.

Контрольные вопросы

1. Дайте понятие рынка ценных бумаг.
2. Охарактеризуйте ценную бумагу как товар.
3. Назовите государственный орган, регулирующий рынок ценных бумаг.
4. Дайте отличия брокера и дилера.

2. АКЦИИ

2.1. Определение и сущность акции

Как было отмечено выше, долевые ценные бумаги представлены в форме акций акционерных обществ. Акция, как долевая ценная бумага, существенным образом отличается от долговой бумаги как по целям выпуска, так и с точки зрения прав, предоставляемых своему владельцу. Целью первичного выпуска акций является формирование уставного капитала и организационное оформление акционерного общества. При этом хотя акционеры вкладывают свои средства, на самом деле они не являются собственниками предприятия. Собственником всего имущества акционерного предприятия становится юридическое лицо – *акционерное общество*. Акционер не может изъять свою долю из акционерного предприятия, он может вернуть вложенные средства только путем продажи акции.

У учредителей акционерного общества обычно есть непосредственная связь между внесением денежных средств в уставный капитал предприятия, которое осуществляется в форме покупки акций, и участием в управлении предприятием. Такая связь в известной степени просматривается и у акционеров закрытого акционерного общества, где количество акционеров невелико, и акционеры обычно участвуют в управлении делами общества.

Однако при покупке акций открытого акционерного общества на вторичном рынке, как правило, такой связи уже не существует. В основном (если речь не идет о покупке контрольного или крупных пакетов акций) акции приобретаются с целью получения по ним дохода, и в этом своем качестве они мало чем отличаются от долговых ценных бумаг, например облигаций. И капитал, вложенный в покупку акций, может быть представлен как капитал, отданный акционерами акционерному обществу в бессрочное пользование.

Путем выпуска акций и распределения их среди учредителей происходит формирование уставного капитала и организационное оформление акционерного общества. Каждый дополнительный выпуск акций имеет целью увеличение уставного капитала общества.

Акция не является долгом предприятия, не подлежит гашению. Эмитент не обязан выкупать акции у держателей, и это является существенным отличием акций от долговых бумаг, которые эмитент обязан погасить в определенный срок. Следовательно, выпуск акций обеспечивает совершенно иной способ финансирования предприятия, чем выпуск долговых бумаг.

Акция дает право на получение дивидендов. Однако эмитент по разным причинам может не выплачивать дивиденды в отличие от безусловного обязательства эмитента выплачивать проценты по долговым ценным бумагам.

Акция, в отличие от всех других ценных бумаг, дает право на участие в управлении делами акционерного общества. Никакая другая ценная бумага такого права не предоставляет.

В зависимости от степени полноты предоставляемых своим владельцам прав акции можно подразделить на привилегированные и обыкновенные.

2.2. Привилегированные акции

Привилегированные акции называются так потому, что они дают ряд преимуществ их владельцам по сравнению с обыкновенными акциями. Первая привилегия касается активов. Она заключается в том, что в случае ликвидации акционерного общества в первую очередь после удовлетворения претензий кредиторов будут удовлетворены претензии владельцев привилегированных акций и только после этого – претензии держателей обыкновенных акций. Вторая привилегия касается дивидендов. Дивиденды по привилегированным акциям выплачиваются в первую очередь. Только после того, как выплачены дивиденды по привилегированным акциям, выплачиваются дивиденды по обыкновенным акциям.

Привилегированные акции занимают промежуточное положение между облигациями и обыкновенными акциями. По привилегированным акциям, как и по облигациям, выплачивается чаще всего фиксированный доход, и это роднит привилегированные акции с облигациями. Но, в отличие от облигаций, привилегированные акции не являются долгом выпустившей их компании, не имеют срока погашения и не создают имущественных претензий к акционерному обществу со стороны держателей даже в тех случаях, если дивиденды по ним не выплачиваются.

Привилегированные акции, как правило, не имеют права голоса. Однако по условиям некоторых выпусков, они могут наделяться правом голоса в тех случаях, когда компания не выплачивает дивиденды.

Выпуск привилегированных акций дает возможность акционерным обществам привлечь необходимые капиталы и в то же время позволяет владельцам обыкновенных акций сохранить контроль над компанией.

Можно выделить некоторые разновидности привилегированных акций, встречающихся в мировой практике.

Кумулятивные привилегированные акции характеризуются тем свойством, что если из-за финансовых трудностей компания в какой-то год (2–3) не сможет выплатить дивиденды, то они будут выплачены сразу же после возобновления выплаты дивидендов. В отличие от этого, некумулятивные акции не обладают таким свойством, и невыплаченные за прошлые годы дивиденды не выплачиваются.

Привилегированные акции с участием обеспечивают получение прибыли сверх причитающихся по ним дивидендов, если дивиденды на обыкновенные акции будут выше, чем фиксированный уровень дивидендов по привилегированным акциям. Например, акционерное общество выпустило 1 млн обыкновенных акций номиналом 10 долл. и 1 млн привилегированных акций с полным участием номиналом 10 долл. с фиксированным уровнем дивиденда – 15 %. По итогам года решено выплатить в качестве дивидендов 4 млн долл. В этом случае по привилегированным и обыкновенным акциям будут выплачены дивиденды в размере 20 % от номинала. По итогам другого года на дивиденды направлено 2 млн долл. прибыли. В таком случае владельцы привилегированных акций получают дивиденды в размере 15 % от номинальной стоимости акций, а владельцы обыкновенных акций – 5 % от номинала. Акции с участием могут

быть как полностью участвующие в распределении дополнительной прибыли, так и частично участвующие. В последнем случае должна оговариваться верхняя граница выплачиваемого дивиденда.

Привилегированные акции с плавающим дивидендом характеризуются тем, что размер дивиденда зависит, например, от банковской процентной ставки определенного банка или группы банков. При росте банковской ставки растут и дивиденды. При снижении банковской ставки снижаются и дивиденды, но не ниже определенной гарантированной величины. Выпуск таких акций прежде всего отвечает интересам инвесторов, особенно в периоды инфляции. Поэтому не случайно, что популярность этих акций растет, хотя и появились они сравнительно недавно (в конце 70-х гг. прошлого XX века).

Отзывные привилегированные акции характеризуются тем, что акционерное общество имеет право «отозвать» их путем выкупа. Выкуп обычно осуществляется по номиналу плюс премия 1 % от номинала. Кроме того, в момент выкупа выплачиваются все причитающиеся на дату выкупа дивиденды.

Безотзывные акции существуют до тех пор, пока существует выпустившее их акционерное общество.

Конвертируемые привилегированные акции характеризуются тем, что их можно обменять на обыкновенные акции в определенный период времени и по заранее установленному курсу, владельцам некоторых привилегированных акций может быть выдано несколько ордеров с определенным интервалом.

2.3. Обыкновенные акции

Обыкновенные акции являются самым распространенным видом акций. Держатели обыкновенных акций имеют определенные права.

Во-первых, право голоса на собрании акционеров. Право голоса может быть передано по доверенности другому лицу.

Во-вторых, преимущественное право купить акции дополнительных выпусков. Это дает возможность акционеру сохранить свою долю в собственности акционерного общества. Так, если акционеру принадлежит 4 % акций, то он имеет право купить 4 % акций дополнительного выпуска.

В-третьих, право на получение дивидендов, размер которых не ограничен и зависит от прибыли акционерного общества.

В-четвертых, в случае ликвидации акционерного общества владелец обыкновенных акций получает право на долю имущества, которое остается после удовлетворения претензий кредиторов и владельцев привилегированных акций.

Обыкновенные акции относятся к ценным бумагам, которые имеют более высокую степень риска, чем облигации или привилегированные акции. Владельцы обыкновенных акций не знают заранее своих доходов. Дивиденды по таким акциям могут изменяться из года в год. Если дела компаний пойдут хорошо, она может выплачивать большие дивиденды. Однако в трудные для компании времена она может вообще не объявлять дивиденды на обыкновенные акции. Кроме того, даже в благополучные годы может быть принято решение дивиденды не выплачивать, а оставить прибыль на развитие производства. Иногда дивиденды могут быть выплачены новыми акциями. В этом случае компания решает сразу несколько задач: во-первых, дивиденды выплачиваются, и, следовательно, нет недовольства рядовых акционеров. Во-вторых, увеличивается акционерный капитал. В-третьих, т. к. дополнительные акции выдаются «своим» акционерам, то не происходит «размывания» акционерного капитала за счет «новых» акционеров.

Если дела акционерного общества идут хорошо, то курс акций растет и с течением времени может увеличиться во много раз. Однако замечено, что инвесторы отдают предпочтение акциям, курсы которых находятся в определенных ценовых пределах, поэтому компании стараются не допустить роста курса акций выше определенной величины.

В соответствии с Федеральным законом РФ от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах», общее собрание акционеров является правомочным (имеет кворум), если на нем присутствуют акционеры, обладающие более чем половиной размещенных голосующих акций общества. При отсутствии кворума для проведения общего собрания назначается новая дата собрания. При этом новое собрание считается правомочным, если присутствующим на собрании акционерам принадлежит не менее 30 % размещенных голосующих акций общества. При таком развитии событий может случиться, что акционеру (группе акционеров) будет достаточно иметь, например, 16 % акций, чтобы получить на собрании большинство и обеспечить принятие выгодных для себя решений. Кроме того, в соответствии с федеральным законодательством, если число акционеров общества превышает 500 тыс., то уставом общества может

быть предусмотрен кворум менее 30 % голосующих акций для проведения общего собрания акционеров взамен несостоявшегося.

На годовом общем собрании акционеров решается вопрос об избрании совета директоров (наблюдательного совета). Совет директоров осуществляет общее руководство деятельностью общества, за исключением решения тех вопросов, которые отнесены к компетенции общего собрания акционеров. Количественный состав совета директоров определяется уставом общества или решением общего собрания акционеров. В соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» для открытого акционерного общества с числом акционеров более 1 тыс. количественный состав членов совета директоров не может быть менее 7 членов, а для общества с числом акционеров более 10 тыс. – менее 9 членов. Законом предусматривается, что выборы членов совета директоров в обществе с числом акционеров – владельцев обыкновенных акций менее 1 тыс. могут осуществляться как кумулятивным, так и некумулятивным голосованием. Если же число акционеров общества составляет более 1 тыс., то выборы членов совета директоров должны производиться кумулятивным голосованием.

При кумулятивном голосовании на каждую акцию должно приходиться количество голосов, равное числу членов совета директоров. Например, если число членов совета 9, то каждая акция должна иметь 9 голосов. Эти голоса могут быть отданы за одного кандидата или распределены между несколькими кандидатами.

В России многие акционерные общества вместо сертификата выдают акционерам выписки из реестра акционеров. В случае совершения сделки купли-продажи выписка переоформляется на имя нового владельца.

Акции переходят из рук в руки путем купли-продажи, поэтому список держателей акций постоянно меняется. Для того чтобы знать, кто может участвовать на общем собрании акционеров и кому выплачивать дивиденды, компании проводят дни переписи акционеров. Обычно эта дата (дата закрытия реестра акционеров) устанавливается за месяц до дня проведения общего собрания акционеров. На собрании может присутствовать тот акционер, чье имя будет внесено в реестр акционеров при переписи. По сделкам купли-продажи, произведенным после даты переписи, дивиденды получает продавец, несмотря на то, что в момент выплаты дивидендов он уже не является собственником акций.

2.4. Депозитарные расписки

По законодательству ряда стран хождение ценных бумаг, эмитированных в других странах, запрещено или ограничено. Чтобы организовать обращение ценных бумаг за пределами страны эмитента, прибегают к выпуску так называемых депозитарных расписок. *Депозитарные расписки* – это документы, которые подтверждают право собственности на определенное количество ценных бумаг. С помощью этих документов осуществляются права, которые закреплены за акциями в отрыве от самих акций. Сами акции находятся в доверительном управлении банка, который является эмитентом депозитарных расписок.

Принято выделять два вида депозитарных расписок: американские депозитарные расписки (American Depositary Receipts – ADR), которые обращаются на фондовом рынке США, и глобальные депозитарные расписки (Global Depositary Receipts – GDR), которые обращаются на фондовых рынках других стран.

Появление ADR относится к 1927 г. в связи с принятием в Великобритании закона, запрещающего вывозить акции британских компаний с территории страны. Инструментом, позволяющим преодолеть это препятствие, и стали депозитарные расписки. К началу третьего тысячелетия депозитарные расписки были выпущены более чем в 60 странах. В настоящее время только в США обращается более 1 600 видов ADR первого, второго и третьего уровня.

ADR первого уровня котируются на внебиржевом рынке. При этом финансовая отчетность компании-эмитента может осуществляться по национальным стандартам.

ADR второго уровня регистрируются на Нью-Йоркской фондовой бирже и других биржах, а финансовая отчетность компании-эмитента должна отвечать требованиям GAAP.

Требования к ADR третьего уровня такие же, как и к ADR второго уровня. Эти ADR выпускаются на новые эмиссии акций. Таким образом, компания-эмитент имеет возможность увеличить капитал за счет инвесторов США и других стран.

В России первый выпуск депозитарных расписок был осуществлен в 1995 г. В настоящее время уже более четырех десятков российских компаний осуществили выпуски депозитарных расписок (ADR и GDR). В числе этих компаний можно назвать следующие: ПАО «ЕЭС», «Газпром», «ГУМ», «Иркутскэнерго», «Кубаньэлектросвязь», «Кузбассэнерго», «ЛУКОЙЛ», «Мосэнерго», «Роснефтегазстрой», «Ростелеком», «Самарэнерго», «Северный трубный завод», «Сургутнефтегаз», «Татнефть», «Тюменьтелеком», «Уралсвязьинформ», «Вымпелком», «Московская телефонная сеть», «Ленэнерго» и др. Одна депозитарная расписка различных компаний дает право собственности на различное количество акций. Так, например, у компании «Тюменьтелеком» – это 1 акция, «ГУМ» – 2 акции, «ЛУКОЙЛ» – 4, «Газпром» – 10, ПАО «ЕЭС» – 100.

Контрольные вопросы

1. Раскройте основные характеристики акции.
2. В чем разница между обыкновенными и привилегированными акциями?
3. Дайте понятия ADR, GDR, RDR.

3. ОБЛИГАЦИИ

3.1. Классификация облигаций

Долговые ценные бумаги, как было отмечено выше, выражают отношение займа между кредитором (инвестором) и заемщиком (эмитентом).

Во всех долговых инструментах выражено фиксированное требование к эмитенту, эмитент долговой ценной бумаги обязуется выплачивать определенную процентную плату в течение срока действия инструмента и (или) возвратить определенную сумму денег по окончании срока действия ценной бумаги.

Несмотря на имеющуюся общность долговых инструментов – облигаций, депозитных сертификатов, векселей, они имеют свои характерные особенности и различаются как по целям, характеру и процедуре выпуска, так и по способам выплаты дохода.

«Облигация, – отмечается в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг», – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в нем процента от этой стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может предусматривать иные имущественные права ее держателя, если это не противоречит законодательству Российской Федерации».

Подобное определение облигации дается и в Федеральном законе «Об акционерных обществах». «Облигация, – отмечается здесь, – удостоверяет право ее владельца требовать погашения облигации (выплату номинальной стоимости и процентов) в установленные сроки».

Облигации являются инструментом займа и не дают право на участие в управлении делами эмитента. Однако по статусу облигации имеют право старшинства перед акциями как при выплате процентов (по сравнению с выплатой дивидендов), так и в требованиях на активы в случае ликвидации эмитента.

По форме выпуска облигации могут быть в виде обособленных документов (*документарные*) и в виде записей на счетах уполномоченных организаций (*бездокументарные*). При этом документарные облигации могут быть с централизованным депозитарным хранением и без централизованного хранения. Если предусматривается обязательное централизованное хранение, то сертификаты не выдаются на руки владельцам. В этом случае учет прав осуществляется в депозитариях, которые выступают номинальными держателями в реестре.

По способу учета и реализации прав владельца облигации могут быть *именными* и *на предъявителя*. В случае выпуска именных облигаций имена владельцев учитываются в специальном реестре. Бумаги на предъявителя могут быть только документарными; осуществление владельцами прав по облигациям осуществляется путем предъявления сертификата облигации; учет владельцев таких облигаций как таковой не производится.

Облигация на предъявителя должна содержать следующие реквизиты: наименование «облигация», наименование эмитента, порядковый номер, общую сумму займа, номинал, процентную ставку, условия и порядок выплаты про-

центов и порядок погашения. Именная облигация, помимо этого, должна содержать дополнительный реквизит – наименование (имя) держателя.

По форме выплаты заимствованной суммы могут быть выпущены облигации, которые предусматривают выплаты в денежной или неденежной форме (в форме товаров или услуг, предоставляемых эмитентом). Так, в соответствии с Указом Президента РФ № 31 от 11 января 1995 г. в некоторых субъектах РФ были выпущены так называемые облигации «телефонных займов», погашение которых предусматривало оказание эмитентом услуг по установке телефона и подключение к телефонной сети.

В некоторых случаях неденежный способ выплаты дохода предусматривает выплату дохода только товаром и услугами. В других случаях – возможность выбора между денежным или имущественным эквивалентом (золотые сертификаты, облигационные жилищные займы).

По форме выплаты процентного дохода можно выделить купонные и бескупонные облигации.

Купонные облигации предусматривают серию платежей в течение срока действия облигации. При получении очередного процентного дохода происходит погашение соответствующего купона. Купонными облигациями могут быть, строго говоря, только облигации на предъявителя. Если выпускаются облигации именные с регулярными процентными платежами, то необходимость наличия купонов на таких облигациях отпадает, а выплаты процентного дохода осуществляются в связи с данными реестра владельцев облигаций. Хотя формально такие облигации не имеют купонов, но по своим основным характеристикам не отличаются от купонных облигаций, поэтому могут быть причислены к классу купонных облигаций.

К *собственно бескупонным облигациям* (облигациям с нулевым купоном) относятся дисконтные облигации, которые продаются по цене ниже номинала, а погашаются по номиналу. До погашения облигаций никаких выплат по таким облигациям не производится.

Разновидностью бескупонных облигаций являются *облигации выигрышных займов*. Доход по таким облигациям выплачивается в виде выигрыша по облигациям, попавшим в тираж розыгрыша до срока погашения, либо в виде номинальной суммы облигации при погашении.

В зависимости от того, в какой валюте выражены номиналы облигаций, можно выделить облигации, выраженные в валюте стран нахождения эмитента (местной валюте), и облигации, выраженные в иностранной валюте.

С точки зрения стабильности приносимого дохода облигации можно подразделить на *облигации с твердой процентной ставкой* и *с плавающей ставкой*. Большинство облигаций приносят их держателям твердый доход, величина которого остается неизменной в течение всего срока жизни облигации. Однако в условиях нестабильности процентных ставок такие облигации могут противоречить интересам инвесторов, поэтому эмитенты прибегают к выпуску облигаций с плавающей процентной ставкой. Например, облигация номиналом 1 000 долл. выпущена 1 марта 2000 г. Срок погашения – 1 марта 2010 г. Сроки выплаты процентов – 1 сентября и 1 марта. На первый год установлена процентная ставка из расчета 12 % годовых. Начиная со второго года (т. е. с 1 мар-

та 2001 г.), процентная ставка «прикрепляется» к процентной ставке по государственным шестимесячным облигациям, превышая эту ставку на 0,75 %. Однако процентная ставка по данной облигации не может быть ниже 7,5 %.

Процентный доход по облигациям может корректироваться также с учетом изменения уровня инфляции или соотношения курсов национальной и иностранной валюты. В этом случае могут быть выпущены инфляционно- или валютно-индексируемые облигации. Если, например, доходность по новым выпускам российских облигаций государственного сберегательного займа (ОГСЗ) привязывается к темпам инфляции, то многие выпуски российских корпоративных облигаций выпускаются на условиях, когда их доходность устанавливается с учетом изменения курса рубля к другой валюте.

По способу размещения облигации могут быть как *свободно размещаемыми*, когда инвесторы приобретают облигации по своему усмотрению, так и *принудительно размещаемыми*, когда инвестор вынужден приобрести или принять облигацию. Последнее обычно относится к государственным облигациям. Примером могут служить облигации внутреннего валютного займа РФ выпуска 1993 г. и последующих лет.

По способу обращения можно выделить облигации *свободно обращающиеся* (рыночные), которые свободно продаются и покупаются без ограничений во все времена обращения (таких облигаций большинство), и облигации *нерыночных займов или с ограниченным кругом обращения*. К этой же категории можно отнести облигации для юридических лиц.

В зависимости от правового статуса эмитента можно выделить:

- государственные облигации (выпускаемые государством и государственными органами управления – министерствами и ведомствами). Сюда же можно отнести облигации, гарантированные государством;
- муниципальные облигации, выпускаемые местными органами власти (республиканскими, краевыми, областными, городскими);
- корпоративные облигации, выпускаемые предприятиями различных организационно-правовых форм (ОАО, ЗАО, ООО).

В зависимости от принадлежности эмитента к стране размещения и номинации валюты облигации подразделяются:

- на облигации внутреннего рынка, которые выпускаются резидентами страны и могут быть номинированы как в местной, так и иностранной валюте;
- международные облигации, которые размещаются эмитентом за пределами страны принадлежности эмитента и могут номинироваться в разных валютах.

3.2. Государственные и муниципальные облигации

Государственные долговые обязательства занимают важное место на рынке капиталов и имеют широкое распространение в мировой практике. Это обусловлено самим механизмом формирования и использования государственного бюджета.

Покрытие расходов госбюджета, когда они превышают доходы, может осуществляться за счет эмиссии денег или за счет кредита, взятого у центрального банка или у коммерческих банков. Однако эмиссия денег ведет к инфляции и расстройству денежного обращения, а кредиты банков, как показывает мировая практика, требуют больших затрат, чем выпуск ценных бумаг.

С помощью выпуска ценных бумаг осуществляется:

- покрытие текущего дефицита бюджета, который возникает из-за того, что поступления доходов приходятся на определенные даты, а расходы осуществляются более равномерно;
- погашение ранее выпущенных облигационных займов;
- финансирование государственных программ капиталоемких проектов;
- обеспечение кредитно-финансовых институтов и коммерческих банков ликвидными резервами. При этом кредитно-финансовые учреждения, приобретающие государственные облигации, получают процентный доход.

В соответствии с Законом РФ «О государственном внутреннем долге» от 13 ноября 1992 г. № 3877-1, долговые обязательства РФ могут быть в форме:

- кредитов, полученных Правительством РФ;
- государственных займов, осуществляемых посредством выпуска ценных бумаг от имени Правительства РФ;
- других долговых обязательств, гарантированных Правительством РФ.

В соответствии с данным законом, государство не несет ответственности по долговым обязательствам национально-государственных и административно-территориальных образований РФ, если они не были гарантированы Правительством РФ.

Муниципальные облигации по своим характеристикам близки к государственным облигациям. Различие только в том, что собранные эмитентом средства расходуются на финансирование потребностей муниципальных (региональных) бюджетов и программ, а погашение и выплата процентов по облигациям осуществляются за счет муниципальных налогов и других доходов местного бюджета.

Принято выделять муниципальные облигации двух типов: общего долга и доходные. Расходы по обслуживанию облигаций общего долга осуществляются за счет местных налогов, а по обслуживанию доходных облигаций – за счет доходов, полученных от эксплуатации объектов, возведенных на средства от выпуска облигаций (платных сооружений).

Муниципальные облигации являются менее надежными финансовыми инструментами по сравнению с государственными ценными бумагами, поэтому процентная ставка по ним должна быть более высокой, чем по государственным облигациям. Как правило, муниципальные облигации имеют неширокий рынок, ограниченный пределами штата или области.

По способу обращения государственные и муниципальные облигации могут быть рыночными и нерыночными. Рыночные бумаги могут свободно передаваться от одного владельца другому без ограничения. Нерыночные облигации не могут быть переданы первым владельцем другому лицу, не подлежат купле-продаже на вторичном рынке. Примерами таких облигаций могут быть сберегательные облигации, предназначенные для размещения их среди населения. Держатель не может их продать другому лицу, но по требованию владельца эмитент берет на себя обязательство погасить облигацию по номиналу.

К нерыночным облигациям относятся и специальные выпуски облигаций, которые размещаются в страховых организациях, пенсионных фондах и правительственных организациях. Такие облигации нельзя продавать, но они могут быть предъявлены эмитенту для выкупа через определенное время после выпуска.

В зависимости от срока действия, государственные облигации делятся:

- на краткосрочные (сроком до 1 года);
- среднесрочные (от 1 года до 5 лет);
- долгосрочные (от 5 до 30 лет);
- бессрочные, которые не имеют срока погашения, а их владелец получает процентный доход, пока является держателем облигации.

3.3. Государственные краткосрочные облигации

Государственные краткосрочные облигации (обязательства) широко используются многими странами для финансирования краткосрочных потребностей государства и занимают важное место на денежном рынке. Эти облигации широко используются как коммерческими банками в качестве инструмента урегулирования их потребностей в ликвидных средствах, так и различными финансовыми и нефинансовыми фирмами для формирования портфеля ценных бумаг.

Государственные краткосрочные облигации являются дисконтными инструментами, т. е. доход инвестора образуется за счет разницы между ценой погашения облигации (номиналом) и покупной ценой, которая ниже номинала. Например, инвестор покупает облигацию со сроком действия один год по цене 950 долл., а получает при погашении 1 000 долл. Сумма 50 долл. будет являться доходом на инвестицию. Поскольку деньги предоставляются в долг, то этот доход часто называют *процентным доходом* или просто *процентами*. Только следует помнить, что в данном случае проценты (процентный доход) – это абсолютная величина, выраженная в денежных единицах.

Государственные краткосрочные облигации – наиболее надежные инструменты рынка ценных бумаг. Они имеют обширный вторичный рынок и являются высоколиквидными ценными бумагами.

Российский опыт выпуска государственных краткосрочных облигаций пока еще не очень продолжителен. 8 февраля 1993 г. вышло Постановление Правительства РФ № 107 «О выпуске государственных краткосрочных бескупонных облигаций» (ГКО). Согласно постановлению, на весь выпуск оформляется глобальный сертификат. На руки владельцам облигации не выдаются, а учет владельцев облигаций осуществляется на основании записей по счетам «депо» в учреждениях Центробанка или уполномоченных Банком России организациях. 18 мая 1993 г. на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ) прошел первый аукцион по продаже ГКО. С 1993 по 2004 гг. было осуществлено более 170 выпусков ГКО.

Постановлением Правительства РФ № 790 от 16 октября 2000 г. условия функционирования рынка ГКО были несколько изменены по сравнению с первоначальными требованиями. Эмитентом ГКО от имени РФ наступает Минфин. Генеральным агентом по обслуживанию выпусков ГКО выступает Центробанк, но решение о выпуске принимается теперь без согласования с Центробанком (в отличие от первоначальных условий). Кроме того, если в постановлении от 1993 г. отмечалось, что Центробанк гарантирует своевременность погашения ГКО, то в новом постановлении это условие отсутствует. Срок обращения ГКО не может превышать одного года. Облигации могут приобретаться российскими и иностранными физическими и юридическими лицами.

Если в постановлении от 1993 г. отмечалось, что сведения об очередном выпуске ГКО должны быть объявлены не позднее чем за 7 дней до начала размещения и что выпуск признается состоявшимся при размещении не менее 20 % от номинального объема, то в постановлении 2000 г. эти условия не оговариваются.

3.4. Государственные долгосрочные облигации

В зависимости от срока действия долговых инструментов, как отмечалось выше, они подразделяются на *краткосрочные* (сроком действия до 1 года) и бумаги сроком действия более 1 года (*среднесрочные* и *долгосрочные*). Граница между среднесрочными и долгосрочными ценными бумагами весьма условна, поэтому в дальнейшем они рассматриваются как долгосрочные.

Государственные и муниципальные долгосрочные облигации отличаются от краткосрочных облигаций, выпускаемых соответствующими органами, только сроками действия. Выплата процентов и получение таких облигаций осуществляются за счет собранных налогов. Исключение составляют некоторые муниципальные облигации, которые оплачиваются за счет доходов от объектов, сооруженных за счет займов (например, электростанций). Срок действия государственных облигаций варьируется очень широко – от 1 года до 30 лет. Выплата процентов осуществляется обычно один раз в 6 месяцев.

В соответствии с названным выше Федеральным законом «О государственном внутреннем долге Российской Федерации» на территории Российской Федерации в настоящее время выпущены и обращаются следующие виды государственных долгосрочных и среднесрочных облигаций:

- облигации государственного республиканского внутреннего займа РСФСР 1991 г.;
- облигации внутреннего государственного валютного облигационного займа;
- облигации федерального займа;
- облигации государственного сберегательного займа.

Условия выпуска облигаций государственного республиканского внутреннего займа РСФСР 1991 г. были утверждены Постановлением Президиума Верховного Совета РСФСР от 30 сентября 1991 г. № 1697-1. Заем выпущен сроком на 30 лет с 1 июля 1991 г. по 1 июля 2021 г. и разделен на 16 отдельных разрядов по 5 млрд руб., общая сумма займа – 80 млрд руб.

Облигации номинальной стоимостью 10 тыс. руб. снабжены купонами и предназначены для реализации только среди юридических лиц. Процентная ставка установлена в размере 15 % годовых. Доход выплачивается один раз в год 1 июля путем погашения соответствующего купона. Погашение облигаций должно начаться с 1 июля 2006 г. путем проведения ежегодных тиражей вплоть до 2021 г. Так как процентная ставка по облигациям составляет 15 % годовых, то длительное время рыночная цена облигаций была значительно ниже номинала. А общая суммарная стоимость этих облигаций составляет около 0,2 % государственных ценных бумаг России и не оказывает какого-либо влияния на состояние российского рынка ценных бумаг.

Облигации внутреннего государственного валютного облигационного займа (ОВВЗ) были выпущены с целью урегулирования внутреннего валютного долга по обязательствам бывшего СССР перед российскими предприятиями, организациями и учреждениями по их валютным счетам по состоянию на 1 января 1992 г. Иными словами, владельцам валютных счетов во Внешэкономбанке были выданы облигации внутреннего государственного валютного займа.

Выпуск займа осуществлялся в соответствии с Указом Президента РФ от 7 декабря 1992 г. № 1565, а также Постановлением Правительства РФ от 15 марта 1993 г. № 222.

По условиям выпуска общая сумма займа составляла 7 млрд 885 тыс. долл. США. При этом было выпущено 100 тыс. облигаций номиналом 1 000 долл., 41 500 облигаций номиналом 10 тыс. долл. и 73 700 облигаций номиналом 100 тыс. долл. Дата выпуска займа 14 мая 1993 г. По облигациям начисляется 3 % годовых, начиная с даты выпуска. Проценты выплачиваются один раз в год 14 мая путем погашения соответствующего купона. Все облигации были разбиты на пять серий (траншей) и отличаются сроками погашения. Облигации серии I имели срок погашения через 1 год от даты выпуска, т. е. 14 мая 1994 г.; серии II – через 3 года, 14 мая 1996 г.; серии III – через 6 лет, 14 мая 1999 г.; серии IV – через 10 лет, 14 мая 2003 г.; серии V – через 15 лет, 14 мая 2008 г.

В 1996 г. для урегулирования валютной задолженности Российской Федерации перед предприятиями в так называемых «мягких» (клиринговых, замкнутых и специальных) валютах был произведен дополнительный выпуск облигаций II, III, IV и V серии на сумму около 1,5 млрд долл. Кроме того, были выпущены VI и VII серии облигаций со сроками погашения соответственно 14 мая 2006 г. и 14 мая 2011 г. на сумму 3,5 млрд долл. В 1999 г. Минфин отказался погашать облигации III серии. Часть их была обменена на облигации федерального займа, а часть – на восьмилетние облигации ОВВЗ VIII серии со сроком погашения 14 ноября 2007 г.

Облигации внутреннего валютного займа имеют довольно активный вторичный рынок. Однако поскольку они имеют низкую купонную ставку, то их рыночная цена значительно ниже номинала, причем цена тем ниже, чем больше срок погашения облигации.

Облигации федерального займа выпускаются, начиная с 14 июня 1995 г. в соответствии с Постановлением Правительства РФ № 458 от 15 мая 1995 г. «О генеральных условиях выпуска и обращения федеральных займов». Было выпущено несколько разновидностей этих облигаций. Первоначально были выпущены облигации с переменным купонным доходом – ОФЗ-ПК. Облигации именные, бездокументарные предназначены для юридических и физических лиц, резидентов и нерезидентов РФ. Номинал облигации 1 млн руб. Срок действия облигаций составляет от 1 до 5 лет. Облигации снабжены купонами. Размер купонного дохода является переменной величиной. Он определяется как средневзвешенная доходность к погашению на вторичных торгах Московской межбанковской валютной биржи тех выпусков государственных краткосрочных облигаций, погашение которых будет осуществляться в месячный срок до даты выплаты очередного купона. Размер процентного дохода по первому купону объявляется вместе с оглашением о выпуске не позднее чем за 7 дней до начала размещения, а размер процента по следующим купонам – за неделю до выплаты дохода по предшествующему купону.

С февраля 1997 г. начался выпуск облигаций федерального займа с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД). Эти облигации выпускаются на срок от 1 года до 5 лет или на срок от 5 до 30 лет. Облигации номиналом 1 000 руб. являются именными, бездокументарными. Размер купонного дохода устанавлива-

ется при выпуске. Например, для выпуска 25 014 (погашение 15 марта 2002 г.) размер купона был установлен в размере 10 %, для выпуска 25 024 (погашение 15 августа 2001 г.) – в размере 20 % годовых. А облигации выпуска 26 001 (погашение 15 марта 2003 г.), 26 002 (погашение 15 марта 2004 г.) и 26 003 (погашение 15 марта 2005 г.) были выпущены с купонами в размере 10 % годовых.

В условиях финансового кризиса осенью 1998 г. началась программа реструктуризации государственного долга. ГКО и ОФЗ, выпущенные до 17 августа 1998 г. со сроками погашения до 31 декабря 1999 г., подлежали обмену на новые бумаги – облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом (ОФЗ-ФД).

Срок действия этих облигаций устанавливается при их выпуске. Величина купонного дохода фиксируется при выпуске на весь период действия облигации, но изменяется от года к году. Например, первый год – 25 %, второй – 20 %, третий – 15 %, четвертый – 10 %. К середине 2004 г. было произведено 25 выпусков указанных облигаций.

27 апреля 2002 г. приказом министра финансов РФ № 37н были утверждены условия эмиссии и обращения облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД). Эти облигации выпускаются на срок от 1 года до 5 лет и на срок от 5 до 30 лет номиналом 1 000 руб. Купонная ставка является фиксированной для каждого выпуска. Облигации дают владельцам право на получение номинальной стоимости частями в установленные даты и право на получение процентного дохода, начисляемого на непогашенную часть номинальной стоимости. Облигации являются именными, учет их ведется в депозитариях.

Облигации государственного сберегательного займа Российской Федерации начали выпускаться на основании Указа Президента РФ № 836 от 9 августа 1995 г. Первая серия облигаций была выпущена 27 сентября 1995 г. с погашением 26 сентября 1996 г. Облигации выпускались номиналом 100 тыс. и 500 тыс. руб. и являлись ценными бумагами на предъявителя. Облигации имели по 4 купона, по которым ежеквартально выплачивался процентный доход. Величина купонного дохода на каждый квартал определялась исходя из последней официально объявленной купонной ставки по облигациям федерального займа. Так, процентный доход по первому купону облигаций первой серии был объявлен в момент выпуска облигаций в размере 102,72 % годовых. Начиная с одиннадцатой серии, облигации сберегательного займа выпускались номиналом только 500 тыс. руб. сроком на 1 или 2 года и имели соответственно по 2 или 4 купона.

До 17 августа 1998 г. было произведено 29 выпусков облигаций, 29-й выпуск был погашен 15 июля 2000 г., а 20 июля 2000 г. выпуск этих облигаций был возобновлен. Условия выпуска были несколько изменены. Так, все новые серии ОГСЗ имеют одинаковые параметры. Объем каждой серии составляет 1 млрд руб., номинал облигации – 500 руб., срок обращения составляет 1 год. Облигация имеет два полугодовых купона. Ставка купона устанавливается в зависимости от уровня инфляции – она должна быть равна уровню инфляции за предыдущие 6 месяцев плюс 1,5 %.

В ноябре 1996 г. в соответствии с Постановлением Правительства РФ «О некоторых вопросах выпуска внешнего облигационного займа 1996 года» начался выпуск еврооблигаций.

Первый транш этих облигаций был размещен на зарубежных финансовых рынках в ноябре 1996 г. на сумму 1 млрд долл. при ставке купонного дохода 9,25 % (погашение 27 ноября 2001 г.). В марте 1997 г. был реализован второй транш еврооблигаций на общую сумму 3 млрд немецких марок (1,181 млрд долл.). Бумаги были выпущены сроком на 7 лет с величиной купонного дохода 9 % годовых. Доходность российских еврооблигаций на 3,7 % превышала доходность немецких гособлигаций с аналогичным сроком погашения (в 2004 г.). 45 % облигаций второго транша приобрели германские инвесторы, около 20 % выпуска продано в странах Азии, примерно 10 % приобрели британские инвесторы. Остальная часть облигаций разошлась в других европейских странах, главным образом в странах Бенилюкса.

После завершения реструктуризации долга Лондонскому клубу кредиторов в начале 2000 г. количество выпусков российских еврооблигаций достигло 11, а общая сумма этих выпусков составила более 16 млрд долл.

3.5. Корпоративные облигации

Помимо государственных и муниципальных облигаций, широкое распространение имеют и облигации, выпускаемые другими эмитентами и прежде всего акционерными обществами. Такие облигации обычно называют *корпоративными*. Выпуск облигаций используется эмитентами как средство привлечения капитала для финансирования определенных программ, когда собственники капитала хотят увеличить масштабы своей деятельности и в то же время не допустить «размывания» капитала за счет привлечения капиталов новых собственников.

Корпоративные облигации можно классифицировать следующим образом.

В зависимости от способа обеспечения займа облигации могут быть обеспеченные или не обеспеченные.

Обеспеченные облигации выпускаются под заклад конкретного имущества – земли или ценных бумаг, принадлежащих фирме-эмитенту. В случае неуплаты долга и процентов по нему происходит реализация залога, выручка от которого идет на удовлетворение претензий держателей облигаций. Залог оформляется в ипотечном банке или траст-компании (если закладываются ценные бумаги), которые и занимаются реализацией залога и удовлетворением требований кредиторов – в случае нарушения условий займа. Например, облигации, обеспеченные закладными под недвижимость, широко используются в настоящее время в США в газовой промышленности и электроснабжении. Договор о выпуске облигаций, обеспеченных первыми закладными под недвижимость, устанавливает первоочередное право удержания имущества эмитента.

Закладная – это вид долгового обязательства, по которому кредитор в случае невозвращения долга заемщиком получает ту или иную недвижимость (земля и строения). По своей природе закладные довольно разнообразны. Их номинации отражают номинацию реальной стоимости имущества, на основе которого возникает данная закладная. В США, например, имеют место так называемые «семейные» закладные, закладные под офисные здания, фермерские закладные и др. Большинство «семейных» закладных возникает в процессе покупки семейного жилья, когда покупатель оплачивает только часть стоимости этого жилья. На остальную часть предоставляется кредит, обеспечением которого служит заклад приобретенного имущества. В случае непогашения кредита имущество по закладной переходит к кредитору.

В США этот вид ценных бумаг является очень распространенным. Достаточно сказать, что совокупная стоимость закладных превышает здесь 2 трлн долл. Однако разнообразие закладных является причиной того, что вторичный рынок закладных является достаточно узким. В целях расширения вторичного рынка в последние годы стали создавать пулы закладных, в которых сосредотачиваются индивидуальные закладные. Пул выпускает сертификаты, каждый из которых представляет определенную долю этого пула. Владелец такого сертификата является совладельцем пула и получает соответствующую долю от взносов, поступающих в пул по закладным. В случае неуплаты долга по закладным заложенное имущество поступает в распоряжение пула.

Отличие такой бумаги от типичной облигации состоит в том, что владелец сертификата на долю пула получает не только процентные платежи, но и часть основной суммы долга. При этом стоимость сертификата со временем уменьшается и к моменту погашения может составлять незначительную величину. У таких бумаг есть одно отрицательное свойство – неопределенность поступлений. Дело в том, что домовладельцам разрешено делать досрочные платежи по закладной. Следовательно, пул получит больше дохода, инвестор также, но затем поступления сократятся. Размеры инвестиций инвестора ежемесячно сокращаются. Кроме того, при падении процентных ставок обязанные по закладной будут делать досрочные платежи, чтобы рефинансировать долги. Поэтому держатель сертификата может получить номинальную стоимость в самое неподходящее время – когда ставки процентов снизились. И инвестору придется искать новые инструменты для вложений, причем на базе низких процентных ставок.

В России закладные как один из видов долговых ценных бумаг пока не получили широкого распространения, однако определенные шаги в этом направлении уже предпринимаются. 11 ноября 2003 г. принят Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах» № 152-ФЗ, который определяет порядок выпуска и обращения ипотечных ценных бумаг и касается деятельности агентств, занимающихся выпуском таких бумаг.

Обеспеченные облигации являются старшими бумагами, т. к. они опираются на юридически обоснованное право требования к активам эмитента (оформленное в виде закладной). Это может быть залог недвижимости (земля, строения) или финансовый залог (ценные бумаги других компаний, принадлежащие эмитенту и находящиеся в доверительном управлении у траст-компаний).

Помимо облигаций, обеспеченных первой закладной, могут быть выпущены облигации, обеспеченные вторыми и третьими закладными на другие активы эмитента (помимо активов по первой закладной). Такие облигации являются менее надежными, чем облигации, обеспеченные первой закладной.

Необеспеченные облигации не создают конкретных имущественных претензий к компании-эмитенту. Они обеспечиваются за счет общей платежеспособности эмитента. Поэтому важным условием их выпуска является высокий финансовый рейтинг фирмы-заемщика. Фирмы с низким кредитным рейтингом вряд ли могут рассчитывать на успех, если прибегнут к выпуску подобных ценных бумаг.

Необеспеченные облигации являются младшими бумагами по сравнению с обеспеченными облигациями. Но и среди необеспеченных облигаций существует определенная субординация. Так, помимо просто необеспеченных облигаций, выделяют еще второстепенные необеспеченные облигации, которые имеют требования к прибыли эмитента во вторую очередь после необеспеченных облигаций.

Самыми младшими считаются *доходные облигации*. Их требования удовлетворяются в последнюю очередь, при этом процентный доход выплачивается только при условии, что эмитент имеет достаточную прибыль. Такие выпуски

часто называют реорганизационными, т. к. их выпускают с оговоркой о прибыли те эмитенты, которые вступили в полосу реорганизации.

С точки зрения сохранения срока действия облигаций, их можно подразделить на облигации *с неизменным и изменяющимся сроком*.

Облигация с неизменным сроком сохраняется в течение того времени, на которое она выпущена.

Облигация с сокращением срока займа, или *отзывная облигация*, может быть погашена (отозвана) досрочно, о чем эмитент должен сообщить держателю облигации заблаговременно. Так как такое досрочное погашение отвечает интересам эмитента, но может противоречить интересам инвестора (держателя), то досрочное погашение облигаций производится по цене, которая несколько превышает номинал. Помимо выкупной цены, держателю выплачивается также сумма причитающихся на день погашения процентов.

Разновидностью облигаций с сокращением срока действия можно считать *облигации с опционом «пут»*. Такой опцион позволяет держателю продать облигации обратно эмитенту до наступления срока платежа. Если процентные ставки повысятся, а цена облигаций упадет, то держатель может продать облигацию эмитенту по номиналу и реинвестировать поступления по текущим ставкам. Поэтому цены на такие облигации не могут отклоняться сильно от номинала.

В России получили широкое распространение *облигации с офертами*, которые по существу являются аналогами облигаций с пут-опционом. Оферта означает, что эмитент обязуется покупать свои облигации у любого их владельца в определенный срок по определенной цене. Держатель облигации, желающий использовать оферту, подает заявку на продажу облигации по цене оферты. Заявка удовлетворяется эмитентом путем выкупа облигации у держателя. Безотзывность оферты состоит в том, что предложение о выкупе облигаций не может быть отозвано в течение срока, установленного для его принятия. Например, одним из первых в России такие облигации выпустил Внешторгбанк. Двухлетние дисконтные облигации банка на сумму 1 млрд руб. по номиналу были выпущены банком в мае 2000 г. (погашение 22 мая 2002 г.). Облигации размещались по цене 72,7 % от номинала. 22 августа, в соответствии с условиями оферты, облигации выкупались по цене 76 % от номинала. Через 6 месяцев выкупная цена составляла 78,68 %, а через 9 месяцев – 81,46 % от номинала.

Примерами облигаций с офертами являются трехлетние облигации Тюменской нефтяной компании, выпущенные в июне 2000 г. на сумму 4 млрд руб. с правом досрочного погашения через 1 и 2 года, а также облигации ОАО «Интерурал» объемом 1,5 млрд руб., сроком обращения 4 года и возможностью досрочного погашения каждые 6 месяцев.

Различия между облигациями могут быть и по условиям погашения займа. В одних случаях все облигации одного займа погашаются в одно и то же время. Но чтобы облегчить бремя погашения задолженности, эмитент может выпустить облигации нескольких серий. Каждая серия имеет свою дату погашения. Например, облигационный заем на сумму 5 млн долл. предусматривает выпуск облигаций 3 серий. Номинал облигации – 1 000 долл.; процентная ставка – 8 %; выплаты процентов – 2 раза в год; срок займа – 10 лет. Облигации первой серии

на сумму 1 млн долл. погашаются через 3 года, облигации второй серии на сумму 1 млн долл. – через 5 лет. Срок погашения облигаций третьей серии на сумму 3 млн долл. – через 10 лет со дня выпуска.

Серийные облигации отличаются от отзывных тем, что держатель отзывных облигаций не знает, когда его облигации могут быть отозваны. В то время как держатель серийных облигаций твердо знает срок погашения облигации каждой серии.

Некоторые выпуски облигационных займов предусматривают образование выкупного фонда. Чаще всего он предусматривается при выпуске необеспеченных облигаций. Наличие такого фонда повышает надежность облигаций.

Выкупной фонд образуется за счет прибыли эмитента и обычно передается в доверительное управление трастовому фонду по условиям договора о выкупе облигаций. При этом оговариваются особый график ежегодных выплат трастовому фонду и сумма номиналов, подлежащих ежегодному погашению. Какая-то часть выпуска, не выкупленная к установленному сроку (обычно от 10 до 25 % выпуска), будет погашена в виде единовременного погашения.

Некоторые эмитенты формируют покупной фонд и используют его для выкупа своих облигаций на открытом рынке по рыночному курсу.

С точки зрения стабильности приносимого дохода облигации можно подразделить на *облигации с твердым процентным доходом* и *с плавающим доходом*. Большинство облигаций приносят их держателям твердый доход, величина которого остается неизменной в течение всего срока жизни облигации. Однако в условиях нестабильности процентных ставок такие облигации могут противоречить интересам инвесторов, поэтому эмитенты начали осуществлять выпуск облигаций с плавающей процентной ставкой. При этом процентная ставка «прикрепляется», например, к процентной ставке по государственным краткосрочным облигациям, превышая эту ставку на некоторую величину.

Процентный доход по облигациям может корректироваться с учетом изменения уровня инфляции или соотношения курсов национальной и иностранной валют. В этом случае могут быть выпущены инфляционно- или валютно-индексируемые облигации. Если доходность по новым выпускам ОГСЗ, как отмечалось выше, привязывается к темпам инфляции, то многие выпуски российских корпоративных облигаций выпускались на условиях, когда их доходность устанавливалась с учетом изменения курса рубля к доллару. В качестве примера выпуска таких облигаций можно привести уже упоминавшиеся ранее выпуски облигаций Тюменской нефтяной компании и ОАО «Интерурал», а также трехлетние облигации РАО «ЕЭС России».

Облигации могут быть охарактеризованы и с точки зрения полноты прав, предоставляемых их владельцам.

Как известно, любая облигация обеспечивает ее владельцу право на периодическое (раз в год, полугодие или квартал) получение процентов и на получение номинальной суммы в период погашения облигации. Однако некоторые виды облигаций могут давать инвесторам дополнительные права. К таким облигациям относятся конвертируемые облигации и облигации с ордерами.

Конвертируемые облигации дают их владельцу возможность обменять их на обыкновенные акции компании-эмитента в определенное время и по заранее оговоренному курсу.

Облигация с ордером (варрантом) отличается тем, что владельцу облигации выдается ордер (варрант) на право покупки обыкновенной акции компании-эмитента по оговоренной цене в определенный срок. Ордер может быть выдан как во время эмиссии облигаций, так и через определенное время (иногда через несколько лет) после выпуска.

Конвертируемые облигации и облигации с ордерами выпускаются для того, чтобы сделать облигационный заем более привлекательным для инвесторов и быстрее собрать необходимые для инвестиций средства.

3.6. Международные облигации

Эмитент может размещать облигации как внутри страны, так и за ее пределами. Облигации, размещаемые эмитентом за пределами страны – принадлежности эмитента, называются *международными облигациями*. Можно выделить такие разновидности этих облигаций, как иностранные облигации и еврооблигации.

Иностранные, или зарубежные, облигации размещаются эмитентом за пределами страны, в которой находится эмитент, в валюте страны размещения. Такие облигации нередко получают специфические названия. Так, иностранные облигации, размещаемые в США и номинированные в долларах США, именуется «янками» («yankee bonds»). Облигации, эмитируемые нерезидентами в Великобритании, называют «бульдогами» («bulldogs bonds»), в Японии – «самураями».

Еврооблигациями считаются облигации, которые номинированы не в валюте страны пребывания эмитента и которые размещаются как за пределами страны пребывания эмитента, так и за пределами страны, в валюте которой они номинированы. Обычно еврооблигации размещаются на международных рынках облигаций.

Развитие рынка международных облигаций тесным образом связано с ростом транснациональных корпораций и интернационализацией хозяйственной жизни. Выпуск международных облигаций позволяет отдельным государствам и крупным компаниям удовлетворить потребности в капитале за счет привлечения его на рынках других стран.

Смысл приобретения иностранных облигаций для инвестора состоит в том, что он получает возможность произвести международную диверсификацию риска неплатежа по своим вложениям и снизить риск от возможного колебания курсов валют. Например, французский инвестор может приобрести облигации американской корпорации, номинированные в долларах. Допустим, что в момент покупки облигаций курс доллара к евро составлял 1:1. Через некоторое время в момент выплаты процентов курс доллара к евро составил, например, 1,2:1. Процентный доход инвестор должен конвертировать в евро по текущему курсу, следовательно, он понесет потери. Если же инвестор приобретает облигации американской компании, номинированные в евро, то ему не придется беспокоиться по поводу курса валют.

Первые более или менее значимые выпуски иностранных облигаций, размещенные иностранными эмитентами в странах Западной Европы и Северной Америки, появились во второй половине 40-х гг. XX в., но наиболее активно процесс эмиссии иностранных облигаций стал развиваться в начале 60-х гг.

Эмиссия иностранных облигаций должна осуществляться в соответствии с правилами той страны, где производится размещение облигаций. Однако в области налогообложения и обращения на вторичном рынке иностранные облигации весьма близки к еврооблигациям.

Появление рынка еврооблигаций принято относить к 1963 г., когда итальянская компания Concessionarie Costruzioni Autosfade выпустила заем на 15 млн долл., хотя несколько подобных займов было осуществлено и ранее. С конца

60-х гг. начинается бурный рост выпусков еврозаймов. Если в 70-х гг. объем эмиссии еврооблигаций был примерно равен объему выпуска иностранных облигаций, то, начиная с 1982 г. эмиссии еврооблигаций стали обгонять эмиссии иностранных облигаций, а в 90-е гг. объемы эмиссии еврооблигаций уже в несколько раз превышали объемы выпуска иностранных облигаций.

Как показывает статистика, от половины до 2/3 всех еврооблигаций выпускается корпорациями, а остальная часть – примерно в равных долях осуществляется правительствами различных государств и международными организациями. Для успешного размещения облигаций на международных рынках эмитенту следует получить рейтинг хотя бы одного из рейтинговых агентств (а лучше нескольких), таких, как Standart and Poor's, Moody's и др.

Еврооблигации подразделяются на долгосрочные бумаги – *евробонды* (eurobonds) и среднесрочные долговые бумаги – *евроноты* (euronotes). Помимо этого, к евробумагам относятся также краткосрочные бумаги – так называемые *еврокоммерческие векселя*. Но эти краткосрочные инструменты в понятие еврооблигаций обычно не включаются.

Различие между евробондами и евронотами достаточно условно. Они отличаются лишь сроками действия. Однако некоторые выпуски евробондов и евроноты не имеют даже и этих различий.

Выпуск еврооблигаций дает преимущество как для эмитентов, так и для инвесторов. За выпуск еврооблигаций эмитент обычно не платит никаких налогов. Процентный доход по облигациям выплачивается инвестору в полном объеме, который уплачивает налог по законодательству той страны, чьим резидентом он является.

Обычно еврооблигации выпускают в предьявительской форме с отрывными купонами. Погашение производится единым платежом или в течение некоторого периода времени из фонда погашения. В последнем случае эмитент либо выкупает облигации на открытом рынке, либо проводит периодические тиражи погашения.

Можно выделить следующие разновидности еврооблигаций.

Облигации с твердым процентным доходом (fixed rate bonds). Величина купонного дохода не меняется в течение всего срока действия. Эти облигации выпускаются эмитентами, имеющими высокий кредитный рейтинг (государства, корпорации, финансовые институты). На долю этих облигаций приходится около 80 % всех выпускаемых еврооблигаций. Часть таких облигаций является отзывными.

Облигации с переменной процентной ставкой характеризуются тем, что процентный доход по ним изменяется в зависимости от создания финансового рынка. Процентная ставка по ним привязывается, например, к ставке Libor или к уровню доходности по казначейским векселям США, с некоторой надбавкой к этим величинам. Купонный период по таким облигациям составляет обычно 3 или 6 месяцев.

Облигации с нулевым купоном характеризуются тем, что доход инвестора образуется за счет разницы между ценой погашения и ценой эмиссии. При этом некоторые облигации (облигации роста) размещаются по номиналу, а погашаются по цене выше номинала. Например, Deutsche Bank Finance NK выпустил в

1985 г. десятилетние облигации, которые были погашены в 1995 г. по цене, равной 287 % от номинала.

Конвертируемые еврооблигации характеризуются тем, что через определенный период времени они могут быть обменены на обыкновенные акции компании-эмитента по определенному курсу.

Еврооблигации могут выпускаться в разных валютах. До начала 80-х гг. основной валютой (до 80 % всех эмиссий) был доллар США. К настоящему времени доля еврооблигаций в долларах США сократилась до одной трети. В третьем тысячелетии основным конкурентом доллара стал евро.

Контрольные вопросы

1. Дайте понятие облигации.
2. Раскройте основные классификации облигации.

4. КРАТКОСРОЧНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

4.1. Депозитные и сберегательные сертификаты

Депозитный сертификат – это сравнительно новый инструмент денежного рынка. Так, в США первый выпуск депозитных сертификатов осуществил Фёрст Нэшнл сити бэнк в 1961 г. В дальнейшем депозитные сертификаты получили в США широкое распространение. Минимальный размер депозитного сертификата составляет здесь 100 тыс. долл., но чаще они выпускаются достоинством 1 млн долл. Срок действия депозитного сертификата составляет от нескольких дней до года и более.

Депозитные сертификаты приобретаются как финансовыми, так и нефинансовыми фирмами и имеют обширный вторичный рынок. Они являются менее надежными инструментами, чем государственные облигации, поэтому должны иметь более высокий уровень доходности.

В России получили распространение два вида сертификатов: депозитные – для юридических лиц и сберегательные – для физических лиц. Правила выпуска и обращения сертификатов определяются в письме Центробанка РФ от 10 февраля 1992 г. № 14-3-20 с изменениями и дополнениями от 6 января 1993 г. «*Всякий документ, – отмечается в письме, – право требования по которому может уступаться одним лицом другому, являющийся обязательством банка по выплате размещенных у него депозитов, должен именоваться депозитным сертификатом, а аналогичный документ, являющийся обязательством банка по выплате размещенных у него сберегательных вкладов, – сберегательным сертификатом*».

Депозитный сертификат (или сберегательный сертификат) – это письменное свидетельство банка-эмитента о вкладе денежных средств, удостоверяющее право вкладчика или его правопреемника на получение по истечении установленного срока суммы депозита (вклада) и процентов по нему. Сертификаты могут выпускаться как в разовом порядке, так и сериями; могут быть именными или на предъявителя.

Сберегательный сертификат может быть выдан только гражданину Российской Федерации или иного государства, использующего рубль в качестве официальной денежной единицы.

Депозитный сертификат может быть выдан только организации, являющейся юридическим лицом, зарегистрированным на территории Российской Федерации или на территории иного государства, использующего рубль в качестве официальной денежной единицы. Право требования по депозитному сертификату может быть передано только юридическим лицам, зарегистрированным на территории Российской Федерации или иного государства, использующего рубль в качестве официальной денежной единицы. Право требования по сберегательному сертификату может быть передано только гражданам Российской Федерации или иного государства, использующего рубль в качестве официальной денежной единицы.

Сертификаты должны быть срочными. Срок обращения по депозитным сертификатам (с даты выдачи сертификата до даты, когда владелец сертификата-

та получает право востребования депозита или вклада по сертификату) ограничивается 1 годом. Срок обращения сберегательных сертификатов ограничивается 3 годами.

Банк может предусматривать возможность досрочного предъявления к оплате срочного сертификата. При этом банк выплачивает владельцу такого сертификата сумму сертификата и проценты по пониженной ставке, устанавливаемой банком при выдаче сертификата.

На бланке сертификата должны содержаться следующие обязательные реквизиты:

- наименование «деPOSITный (или сберегательный) сертификат»;
- указание на причину выдачи сертификата (внесение депозита или сберегательного вклада);
- дата внесения депозита или сберегательного вклада;
- размер депозита или сберегательного вклада, оформленного сертификатом (прописью и цифрами);
- безусловное обязательство банка вернуть сумму, внесенную в депозит или на вклад;
- дата востребования бенефициаром суммы по сертификату;
- ставка процента за пользование депозитом или вкладом;
- сумма причитающихся процентов;
- наименования и адреса банка-эмитента и (для именованного сертификата) бенефициара;
- подписи двух лиц, уполномоченных банком на подписание такого рода обязательств, скрепленные печатью банка.

Отсутствие в тексте бланка сертификата какого-либо из обязательных реквизитов делает этот сертификат недействительным.

Банк, выпускающий сертификат, может включать в него иные дополнительные условия и реквизиты, которые не противоречат содержанию обязательных реквизитов и законодательству РФ.

Бланк сертификата должен содержать также все условия выпуска, оплаты и обращения сертификата (условий и порядка уступки прав требования по сертификату). В случае если с сертификатом была произведена операция, не предусмотренная условиями, содержащимися на его бланке, такая операция считается недействительной.

Сертификаты могут иметь корешки. При выписке сертификата в банк заполняет все реквизиты корешка сертификата. Корешок сертификата подписывается бенефициаром или его уполномоченным лицом, отделяется от сертификата и хранится в банке. В случае если к бланку сертификата корешок не предусмотрен, банк ведет регистрационный журнал выпущенных сертификатов, в который вносятся те же реквизиты, что и реквизиты, содержащиеся на обычном корешке сертификата, включая подпись бенефициара или его уполномоченного лица. Регистрационный журнал может содержать и иные необходимые для банка реквизиты.

Уступка права требования по сертификату на предъявителя осуществляется простым вручением этого сертификата. Уступка права требования по именованному сертификату (цессия) оформляется на оборотной стороне такого сертифи-

ката двусторонним соглашением лица, уступающего свои права (цедента), и лица, приобретающего эти права (цессионария). Соглашение об уступке права требования по депозитарному сертификату подписывается двумя лицами, уполномоченными соответствующим юридическим лицом на совершение таких сделок, и скрепляется печатью юридического лица. Договор об уступке права требования по сберегательному сертификату подписывается обеими сторонами лично.

Банк, выпускающий сертификаты, должен утвердить условия выпуска и обращения сертификатов, которые должны быть в десятидневный срок с даты принятия решения о выпуске представлены для регистрации в Главное территориальное управление Центрального банка РФ по месту нахождения корреспондентского счета. Регистрирующий орган в течение двух недель рассматривает представленные банком условия выпуска и обращения сертификатов на предмет их соответствия действующему законодательству и банковским правилам.

Регистрирующие органы могут запретить выпуск, признать выпуск недействительным с возвратом всех собранных от выпуска сертификатов средств вкладчикам, а также потребовать досрочной оплаты сертификатов в следующих случаях:

- условия выпуска сертификатов противоречат действующему законодательству;
- банк своевременно не предоставил условия выпуска сертификатов в Главное территориальное управление Центрального банка РФ;
- банк указывает в своей рекламе о выпуске сертификатов сведения, противоречащие условиям их выпуска, действительному состоянию дел и действующему законодательству;
- банк нарушает действующее законодательство и установленные правила в процессе выпуска, обращения и оплаты сертификатов.

При отсутствии претензий к условиям выпуска и обращения сертификатов регистрирующие органы выдают банку-эмитенту письмо об утверждении условий выпуска и обращения сертификатов и одну копию утвержденных условий.

Сберегательные сертификаты Сбербанка РФ могут обращаться по своим, отличным от вышеперечисленных, условиям, согласованным с Центральным банком РФ. Например, в настоящее время Сберегательный банк России выпускает сберегательные сертификаты на предъявителя достоинством 5 тыс. и 10 тыс. руб. Сертификаты продаются по номиналу. Процентный доход начисляется через каждые шесть месяцев и является переменной величиной, т. е. размер процентной ставки не фиксируется на весь срок действия сертификата, а может пересматриваться в независимости от уровня инфляции и ставки рефинансирования Центрального банка РФ. Проценты начисляются в течение 3 лет со дня приобретения сертификата и выплачиваются только вместе с нарицательной стоимостью сертификата.

Одна из причин выпуска таких бумаг состоит в том, что во многих случаях легче и дешевле удовлетворить финансовые потребности и краткосрочных средствах путем выпуска ценных бумаг, чем за счет привлечения средств коммерческих банков.

Надежность коммерческих ценных бумаг зависит от кредитного рейтинга выпускающих их компаний, но в любом случае она ниже, чем у государственных и муниципальных облигаций. Однако для инвесторов коммерческие бумаги оказываются привлекательными, т. к. имеют более высокую доходность по сравнению с государственными и муниципальными облигациями. Кроме того, срок действия коммерческих бумаг может быть точно согласован с требованиями инвестора, в то время как государственные и муниципальные облигации имеют строго фиксированный срок действия, что менее удобно для кредитора.

Большинство коммерческих бумаг не имеют широкого вторичного рынка, так что их ликвидность ограничена, а риск потерять средства достаточно высок. Однако многие заемщики заключают с кредиторами соглашение об обратном выкупе бумаги, если покупатель вынужден будет продать ее до окончания срока действия.

Рынок коммерческих бумаг обычно является оптовым рынком. В США «нормальным» лотом считается 1 млн долл., хотя сами бумаги часто выпускаются в более мелких номинациях. Большинство коммерческих бумаг покупается нефинансовыми фирмами, поэтому выпуск коммерческих бумаг выступает как метод финансирования одних единиц бизнеса другими, минуя банковскую систему.

4.2. Векселя

Вексель представляет собой абстрактное, ничем не обусловленное долговое обязательство, которое дает владельцу на требование обозначенной на векселе денежной суммы с лица, выдавшего или акцептовавшего вексель.

Выпуск векселей в России до 1997 г. регулировался Постановлением Президиума Верховного Совета РСФСР от 24 июня 1991 г. «О применении векселя в хозяйственном обороте РСФСР», в котором утверждены формы простого и переводного векселей. Нужно отметить, что текст этого Положения совпадает с текстом международной Женевской конвенции о векселях, подписанной в 1930 г. и действующей по настоящее время. В марте 1997 г. в России вступил в силу Федеральный закон «О переводном и простом векселе» № 48-ФЗ.

Векселя могут быть *простые* и *переводные*. В случае с простым векселем векселедатель одновременно является и плательщиком. При выпуске переводного векселя (тратты) векселедатель указывает наименование плательщика, а также наименование того, кому или приказу кого должен быть совершен платеж. Плательщик, указанный в переводном векселе, должен акцептовать вексель, т. е. поставить на нем свою подпись и тем самым принять на себя обязательство оплатить вексель при наступлении указанного срока.

Векселедатель простого векселя и акцептант переводного векселя являются главными должниками по векселю и несут ответственность за оплату векселя в срок.

Держатель векселя может передать вексель другому лицу с помощью передаточной надписи, называемой *индоссамент*. Передаточная надпись делается на обороте векселя или на добавочном листе. При этом лицо, производящее передаточную надпись, называется *индоссантом*, а лицо, которому адресуется вексель, называется *индоссатом*. Индоссамент может не содержать указания лица, в пользу которого он сделан. Это так называемый *бланковый индоссамент*. Векселедержатель бланкового индоссамента может заполнить бланк своим именем, именем другого лица или передать вексель третьему лицу без индоссамента. Бланковый индоссамент по существу означает передачу векселя на предъявителя.

За платеж по векселю может быть дано поручительство третьим лицом – *авалистом*. *Аваль* – это поручительство по векселю в виде особой гарантийной записи.

Переводной вексель должен содержать:

- 1) наименование «вексель», включенное в самый текст документа, выраженное на том языке, на котором этот документ составлен;
- 2) простое и ничем не обусловленное предложение уплатить определенную сумму денег;
- 3) наименование того, кто должен платить (плательщика);
- 4) указание срока платежа;
- 5) указание места, в котором должен быть совершен платеж;
- 6) наименование того, кому или по приказу кого должен быть совершен платеж;
- 7) указание даты и места составления векселя;

8) подпись того, кто выдаст вексель (векселедателя).

Отличие текста простого векселя от переводного заключается в том, что, во-первых, пункт 2 простого векселя содержит простое и ничем не обусловленное обещание уплатить определенную сумму (а не предложение уплатить эту сумму, как в переводном векселе). Во-вторых, в простом векселе в тексте отсутствует пункт 3, т. к. в случае выдачи простого векселя плательщиком является векселедатель.

В зависимости от того, для обслуживания каких операций выпускаются векселя, их можно разделить на товарные и финансовые.

Товарный вексель выступает по существу как форма коммерческого кредита, который предоставляется одним предпринимателем другому. Представим себе, что у покупателя нет наличных денег для оплаты покупаемого товара. Тогда покупатель с согласия продавца выдает последнему вексель на величину стоимости товара и процентов за отсрочку платежа, что фиксируется единой суммой. Получив товар, покупатель использует его по назначению. Продавец товара, получив вексель, может хранить его у себя до наступления срока платежа, либо учесть его в банке и получить денежные средства, либо расплатиться векселем при совершении какой-либо коммерческой сделки, передан его по индоссаменту. Новый держатель векселя, в свою очередь, так же может передать его по индоссаменту. Чем выше кредитный рейтинг векселедателя, плательщика, а также чем больше на векселе передаточных надписей, тем больше степень доверия к такому векселю. В таком виде вексель выступает не только как орудие кредита, но и как средство платежа – заменителя наличных денег.

Финансовые векселя эмитируются банком и другими кредитно-финансовыми институтами, а иногда и нефинансовыми фирмами. По существу, векселедатель при этом занимает деньги у векселедержателя на определенный срок и под определенные проценты.

Контрольные вопросы

1. Прокомментируйте основные различия между депозитным и сберегательным сертификатами.
2. Дайте понятие вексель, его виды.
3. Дайте характеристику возможных схем использования векселей.

5. КОНВЕРТИРУЕМЫЕ И ПРОИЗВОДНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

5.1. Конвертируемые ценные бумаги

Конвертируемые ценные бумаги – это ценные бумаги с фиксированным доходом, которые можно обменять на определенное количество акций компании-эмитента. Их выпускают в виде привилегированных акций или облигаций. Инвесторы прибегают к покупке таких бумаг не потому, что эти бумаги имеют высокую доходность, а потому, что они могут иметь высокий потенциал роста доходности в случае обмена их на обыкновенные акции. Разница между облигациями и привилегированными акциями состоит лишь в том, что по облигациям выплачивается процентный доход, а по акциям – дивиденд. По существу и те, и другие представляют собой форму будущего акционерного капитала, поэтому эти виды ценных бумаг оцениваются практически одинаково.

Поскольку конвертируемые бумаги могут быть обменены на обыкновенные акции компании-эмитента, то по мере роста курса обыкновенных акций курс этих бумаг также возрастает. Поэтому инвесторы, которые приобретают конвертируемые бумаги, по существу играют на качественных параметрах обыкновенных акций.

Держатель конвертируемых облигаций может обменять облигации на акции в любое время, но чаще всего эмитент вынуждает держателя осуществлять конвертацию. Дело в том, что многие выпуски конвертируемых бумаг являются отзывными. Чтобы ускорить конвертацию, эмитент объявляет об отзыве облигаций. В таком случае у инвестора есть две возможности: либо погасить облигацию по отзывной цене (обычно номинал плюс 1 % от номинала плюс накопленный купонный доход), либо обменять их на обыкновенные акции. Если на момент отзыва облигаций рыночная стоимость пакета обыкновенных акций, на который обменивается облигация, превосходит отзывную стоимость облигации, то инвестор будет стремиться конвертировать облигацию. После завершения конвертации вместо конвертируемых облигаций (или конвертируемых привилегированных акций) появится новый выпуск обыкновенных акций.

Важнейшим свойством конвертируемой ценной бумаги является *инверсионная привилегия* – это особые условия, характеризующие время и курс обмена (или коэффициент конверсии). Обычно по условиям эмиссии устанавливается первоначальный период – период ожидания, в течение которого инвестор не может обменять эти ценные бумаги. Как правило, этот период составляет от 6 месяцев до 2 лет, за ним начинается конверсионный период, во время которого инвестор имеет право обменивать конвертируемые бумаги. Этот период может продолжаться вплоть до погашения облигаций, но может быть ограничен эмитентом на определенное число лет. Например, конвертируемые облигации выпущены сроком на 10 лет, конверсионный период начинается с начала третьего года и заканчивается в конце пятого года. Если к концу пятого года облигационный выпуск остался конвертированным, то облигации теряют конверсионную привилегию и будут оставаться неконвертируемыми до срока погашения.

Коэффициент конверсии – это количество обыкновенных акций, на которое обменивается одна ценная бумага, а *конверсионный курс* – это цена обыкновенной акции, по которой она попадает к инвестору в момент обмена.

Например, если конвертируемая облигация номиналом 1 000 долл. имеет коэффициент конверсии 40, то это значит, что она будет обмениваться на 40 обыкновенных акций. Следовательно, эта облигация имеет конверсионный курс 25 долл., т. е. облигация будет обмениваться на обыкновенные акции из расчета 25 долл. за акцию.

Рыночный курс конвертируемых ценных бумаг обычно движется вслед за изменением курса обыкновенных акций. Однако глубина изменения конвертируемых бумаг обычно больше, чем у обыкновенных акций, т. к. существует коэффициент конверсии. Например, конвертируемая облигация номиналом 1 000 долл. имеет коэффициент конверсии, равный 40. Курс обыкновенной акции повысился с 30 долл. до 33 долл. В этом случае рыночный курс конвертируемой облигации должен возрасти с 1 200 долл. (30×40) до 1 320 долл. (33×40). Иными словами, чтобы определить увеличение или уменьшение курса конвертируемой облигации, надо изменение курса обыкновенной акции умножить на коэффициент конверсии.

Если рыночная цена обыкновенной акции упадет ниже конверсионного курса, то тогда курс конвертируемой облигации утрачивает связь с курсом обыкновенной акции. Например, если в приведенном выше примере курс акции снизится до 24 долл. за акцию, то тогда цена пакета акций, на который обменивается облигация, составит 960 долл. (24×40). В этом случае курс конвертируемой облигации будет формироваться в соответствии с курсом облигаций, т.е. будет зависеть от величины процентной ставки конвертируемой облигации и от процентных ставок по другим финансовым инструментам.

Конверсионная стоимость конвертируемой облигации – это расчетная величина, равная рыночной стоимости пакета обыкновенных акций, на который конвертируется облигация. Для облигаций «Робук» она равна 1 200 долл. (30×40).

Наряду с понятием «конверсионная стоимость» может быть использовано понятие «конверсионный эквивалент».

Конверсионный эквивалент – это цена, по которой должны быть проданы обыкновенные акции, чтобы выручить сумму, равную текущему рыночному курсу конвертируемой ценной бумаги. Эта величина называется также конверсионным паритетом. Чтобы найти конверсионный паритет, надо разделить рыночный курс конвертируемой бумаги на коэффициент конверсии. Для приведенного примера с облигациями «Робук» конверсионный эквивалент составит 30 долл. ($1\ 200:40$).

Конвертируемые бумаги продаются по рыночной цене, которая редко в точности совпадает с расчетной стоимостью; как правило, они выше. Разность между рыночным курсом и конверсионной стоимостью называется *конверсионной премией*. Если в нашем примере конверсионная стоимость составляет 1 200 долл., а рыночный курс будет равен 1 280 долл., то конверсионная премия составит 80 долл. В сопоставлении с конверсионной стоимостью размер конверсионной премии составит 6,7 % ($80:1\ 200$). Конверсионная премия существ-

вует до тех пор, пока имеется потенциал роста курса обыкновенных акций. По мере уменьшения такого потенциала снижается и конверсионная премия.

Нижняя граница стоимости конвертируемой привилегированной акции определяется на основе модели оценки стоимости привилегированной акции.

5.2. Права на подписку и варранты

Производные ценные бумаги – это, можно сказать, ценные бумаги «второго порядка», которые не создают каких-либо имущественных претензий к эмитенту, а дают право на определенное количество выпускаемых ценных бумаг. К производным ценным бумагам относятся права на подписку, ордера или варранты, опционы, фьючерсные контракты, приватизационные бумаги.

Право на подписку (rights) – это привилегия держателя обыкновенных акций купить акции нового выпуска по установленному курсу в течение определенного времени. Однако следует иметь в виду, что механизм выдачи прав применяется в том случае, если преимущественное право акционера зафиксировано в уставе акционерного общества. Дело в том, что при увеличении уставного капитала путем выпуска новых акций доля акционера может уменьшиться. Для того чтобы дать возможность акционеру сохранить свою долю собственности, ему и дается первоочередное право подписаться на дополнительные акции в количестве, пропорциональном его доле в акционерном капитале. Например, если акционерный капитал увеличивается на 20 %, то акционеру будет дано право покупки одной дополнительной акции на каждые 5 имеющихся у него акций. Обычно за месяц до выдачи прав проводится перепись акционеров, и права получает тот, на чье имя зарегистрированы акции в день переписи. Покупатель, купивший акции после дня переписи, прав на покупку дополнительных акций не получает.

Права на подписку могут быть выданы как с правом передачи другим лицам, так и без права такой передачи. Если права на подписку могут передаваться другим лицам, то в таком случае акционер получает документ (сертификат), в котором указывается количество приобретаемых ценных бумаг и их цена. Цена, по которой продаются новые акции обладателям прав, должна быть ниже рыночного курса акций, иначе выпуск прав лишается смысла.

Права имеют ограниченный срок действия – как правило, один-два месяца, после чего они утрачивают свою силу. Если права на подписку выпущены без права передачи другим лицам, то реализовать их может только сам акционер, получивший такие права. В случае нежелания акционера приобретать новые акции его права не будут реализованы вообще. Если выпущены права с правом передачи, то акционер может передать их другому лицу.

Цена прав будет зависеть от разницы рыночной цены акции и цены, по которой приобретаются акции при реализации прав. Например, право позволяет приобрести обыкновенную акцию по цене 22 долл./шт. Рыночная цена акции составляет 25,5 долл./шт. Разница между этими двумя ценами составляет 3,5 долл. Значит, верхней границей цены права будет являться величина 3,5 долл. Покупатель согласится заплатить такую сумму, которая бы вместе с издержками на осуществление сделки не превысила 3,5 долл. Однако, если до истечения срока реализации прав остается некоторое время и при этом ожидается повышение рыночного курса акций, то цена прав может повыситься и будет зависеть от ожидаемого рыночного курса акции. Так, если в названном примере прогнозируется рост рыночной цены до 26 долл. за акцию, то предельной ценой права будет цена в размере 4 долл. за одно право.

Для покупки одной акции нового выпуска иногда требуется не одно право, а несколько. В этом случае цена права уменьшается.

Поскольку подписная цена акции плюс цена прав приблизительно равны рыночному курсу акции, то возможности использовать права как инвестиционный или спекулятивный инструмент весьма незначительны. Акционеры просто предлагают для продажи права, если не собираются приобретать акции. А покупают права обычно с целью сокращения комиссионных расходов, уплачиваемых при покупке новых акций.

Иногда особые права при осуществлении нового выпуска акций получают должностные лица акционерного общества. Обычно эти особые права состоят в том, что их владельцам предоставляется возможность приобрести определенное количество акций по льготной цене (цене ниже эмиссионной). Такие особые права не могут быть переданы другим лицам, а могут быть реализованы только самим получателем прав. Нередко такие права называют *опционами*. Количество выданных опционов обязательно должно быть указано в проспекте эмиссии.

Ордером или варрантом (*warrant*) называется ценная бумага, которая дает право приобрести акцию нового выпуска. От права на подписку варрант отличается тем, что имеет значительно больший срок действия (иногда до 5, 10 или даже 20 лет, некоторые варранты вообще являются бессрочными). Если права на подписку выдаются владельцам обыкновенных акций, то ордера получают держатели привилегированных акций и облигаций. Привилегированные акции и облигации с ордерами выпускаются для того, чтобы повысить рыночность эмитируемых ценных бумаг.

Варранты могут быть выданы покупателям привилегированных акций и облигаций в момент выпуска или через некоторое время после выпуска. Обычно ордера выпускаются с правом передачи другому лицу, т. е. они сами становятся ценными бумагами и могут продаваться и покупаться. Цена варранта, как и цена права, зависит от разницы рыночной цены акции и цены приобретения акции по варранту. Например, варрант дает возможность приобрести акцию акционерного общества «Омега» по цене 20 долл./шт. Эта цена называется *курсом* (или ценой) *исполнения*. Рыночная цена акции – 23,2 долл. Следовательно, «скрытая стоимость» варранта или цена варранта составляет 3,2 долл. Однако это не значит, что рыночная цена варранта установится на уровне 3,2 долл. Все зависит от срока действия данного варранта. Если до конца срока действия варранта остается несколько дней, то его рыночная цена скорее всего не превысит 3,2 долл. Если же срок реализации прав владельца варранта истекает через много месяцев, то курс варранта может быть намного выше из-за ожидания возможного повышения курса акций. Даже если рыночная цена акции упадет ниже 20 долл. за акцию, например до 18 долл., то и в этом случае найдутся желающие приобрести варрант, скажем, по цене 1 долл. в надежде на то, что курс акций до истечения срока действия варранта повысится и покупатель не только вернет затраченные средства, но и получит некоторую дополнительную прибыль.

В действительности рыночный курс варранта обычно превышает его расчетную цену: варранты, имеющие отрицательную расчетную стоимость, тем не менее продаются, и на них находятся покупатели. В нашем примере, где рас-

четная цена составляет 3,2 долл., варрант может быть продан, например, за 7 долл. Превышение рыночного курса варранта над его расчетной стоимостью называется *премией на варрант*. Чем больше срок действия варранта и чем больше размер колебаний курса акции, тем больше размер премии на варрант.

В соответствии с российским законодательством (федеральным законом от 28 декабря 2002 г. № 185-ФЗ), к производным ценным бумагам относится опцион эмитента. Опцион эмитента, – отмечается в законе, – это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в предусмотренный в ней срок и (или) при наступлении указанных в ней обстоятельств определенного количества акций эмитента такого опциона по цене, определенной в опционе эмитента. Опцион эмитента является именной ценной бумагой. Принятие решения о размещении опционов эмитента и их размещение осуществляются в соответствии с установленными федеральными законами правилами размещения ценных бумаг, конвертируемых в акции.

5.3. Опционы

В отличие от прав на подписку и варрантов, которые дают право на приобретение вновь выпускаемых ценных бумаг, появление опционов связано со вторичным рынком ценных бумаг. В настоящее время они используются при совершении сделок с акциями, долговыми инструментами, фондовыми индексами, иностранной валютой, а также товарными и финансовыми фьючерсными контрактами.

Срок действия опционов, как показывает мировой опыт, составляет от 1 до 8 месяцев, а иногда доходит до 1 года.

Если в период до начала 80-х гг. прошлого XX века по существу использовались только опционы на обыкновенные акции, то в 80-е гг. широкое распространение получили валютные, процентные, индексные опционы и опционы на фьючерсные контракты.

Участник сделки, продающий (или выписывающий) опцион, называется поставщиком, андеррайтером или мейкером. При этом поставщик опциона сохраняет свои обязательства в течение всего срока действия опциона, т. к. именно он обязан поставлять или покупать финансовые активы, на которые заключена сделка. Держатель же опциона имеет право (а не обязательство) купить или продать указанные в опционе ценные бумаги. Поскольку опционы выпускаются на предъявителя, то держатель опциона легко может перепродать это право другому лицу. Таким образом, опционы становятся ценными бумагами и продаются на открытом рынке, как и другие ценные бумаги.

Существуют два типа опционов: опцион на покупку (опцион «колл» – «call») и опцион на продажу (опцион «пут» – «put»). *Опцион на покупку* дает держателю право купить определенное количество ценных бумаг по оговоренному курсу в течение определенного периода времени. *Опцион на продажу* дает держателю возможность продать ценные бумаги по установленному курсу в определенный период времени.

До начала 70-х гг. XX века рынок опционов в США оставался довольно незначительным. Торговля ими производилась на внебиржевом рынке. Инвестор, желающий приобрести опцион, обращался к своему брокеру. Брокер связывается с дилером по опционам, а дилер связывался с лицом, которое выписывало опцион. Если держатель опциона желал использовать опцион, то андеррайтер (тот, кто выписал опцион) должен был его исполнить. Вторичный рынок опционов отсутствовал. Положение изменилось коренным образом после создания 26 апреля 1973 г. Чикагской биржи опционов. С этого момента началась торговля опционами на акции на биржевом рынке.

Опционы, как и акции, должны были проходить процедуру листинга, чтобы можно было проводить операции с ними. На Чикагской бирже опционов началась первоначально торговля опционами на акции 16 компаний. В настоящее время на пяти американских биржах продаются опционы приблизительно на 700 видов акций. На биржах, где ведется торговля опционами, были созданы специальные расчетные палаты, которые устранили прямые связи между продавцами и покупателями, что способствовало развитию вторичного рынка опционов. Как показывает мировой опыт, большей популярностью пользуются

опционы на покупку, чем опционы на продажу. В США, например, около 70 % торгов опционами на акции составляют опционы на покупку и около 30 % – опционы на продажу.

В настоящее время, помимо опционов на акции, широкое распространение получили также валютные, процентные, индексные опционы и опционы на фьючерсные контракты.

Для характеристики опционов важнейшее значение имеют три параметра: цена исполнения, срок действия и цена покупки самого опциона.

Цена исполнения (strike) – это цена, по которой каждая акция может быть куплена у андеррайтера опциона (для опциона «call») или продана андеррайтеру (для опциона «пут»). Причем для внебиржевых опционов не существует никаких ограничений на цену исполнения. Что касается биржевых опционов, то, например, в США цена исполнения устанавливается как кратное 2,5 долл. для акций, цена которых находится ниже 25 долл. Пример, 15; 17,5; 20; 22,5; 25; 27,5 долл. и т. д. Для акций, которые продаются по ценам от 25 до 200 долл., цена исполнения должна быть кратной 5. Для акций, цена которых превышает 200 долл., курс исполнения опциона должен быть кратным 10 долл.

Дата истечения действия опциона определяет продолжительность периода времени, в течение которого сохраняются условия договора между держателем опциона и андеррайтером. Опционы, заключаемые вне биржи, могут иметь любую дату истечения срока. Биржевые опционы имеют всегда одну и ту же дату истечения срока. Так, в США дата истечения всех опционов одна и та же: каждая суббота, которая следует за третьей пятницей каждого месяца, в котором истекает срок действия опциона.

Кроме того, в США для всех биржевых опционов установлены три цикла истечения сроков. Например, опционы, выпускаемые в январе, должны иметь срок истечения опциона в апреле, июле и октябре; в феврале – в мае, августе и ноябре и т. д.

Что касается *срока исполнения опциона*, то это зависит от типа опциона. Опцион «американского» типа может быть исполнен в любой день в течение срока действия опциона. А опцион «европейского» типа может быть исполнен только в последний день истечения срока действия опциона.

Стоимость опциона – это разность между рыночной ценой акции и ценой исполнения и обозначает сумму денег, тот выигрыш, который получил бы держатель, если бы реализовал опцион в данный (сегодняшний) момент времени. В действительности срок действия опциона может быть достаточно большим. Поэтому опционы почти всегда продаются по ценам выше их стоимости. Цена, по которой продаются опционы, т. е. рыночная цена, называется *котировочной ценой*.

Разница между котировочной (рыночной) ценой и стоимостью опциона показывает величину избыточной стоимости, которая содержится в котировочной цене опциона.

Отношение избыточной стоимости опциона к стоимости опциона называется *инвестиционной премией*. Инвестиционная премия обычно больше для опционов, которые имеют более продолжительный срок действия, а также для акций с более широкой амплитудой колебаний рыночного курса.

Курс исполнения опциона на момент выпуска или покупки опциона может быть выше или ниже рыночной цены акций. Если цена исполнения на покупку ниже рыночного курса акции, то такой опцион на покупку обладает реальной ценностью. Например, рыночный курс акции – 45 долл. за акцию, курс исполнения – 42 долл. Этот опцион с реальной ценностью. Для опциона на продажу опционом с реальной ценностью является опцион, цена исполнения которого выше рыночного курса акций. Например, опцион на продажу акции компании «Ферромет» с ценой исполнения 45 долл. обладает реальной ценностью, если рыночный курс акций составляет 42 долл.

Если цена исполнения опциона на покупку выше рыночного курса акций или цена исполнения опциона на продажу ниже рыночного курса, то такие опционы не имеют положительной величины стоимости и являются опционами без реальной ценности. Рыночная цена таких опционов складывается исключительно из инвестиционной премии.

5.4. Использование опционов

Наиболее простой способ использования опционов – это покупка их с целью извлечения прибыли. Вместо покупки акций или долговых бумаг инвестор может использовать опционы.

Допустим, по прогнозам инвестора рыночная цена акций в ближайшие шесть месяцев будет расти. Инвестор может купить акции по текущему курсу и продать их по возросшему курсу. Однако инвестор может использовать вместо акций опционы, если при этом ожидается, что можно получить более высокую норму прибыли от таких вложений благодаря «эффекту рычага», который обеспечивает опцион.

Для получения прибыли инвесторы и спекулянты могут использовать не только опционы на покупку («call»), но и опционы на продажу («put»). Они используются в тех случаях, когда ожидается падение курса ценных бумаг.

5.5. Выпуск опционов

Выше были рассмотрены варианты использования опционов «колл» и «пут» с точки зрения покупателя (держателя) опциона. А теперь посмотрим на процесс со стороны андеррайтера (продавца) опциона, т. е. лица, который выпускает или выписывает опцион.

Когда андеррайтер подписывает условия опционного контракта, то он ожидает, что изменения курсовой стоимости актива будут происходить не в той степени, как предполагают инвесторы. Он полагает, что курс акций возрастет, но в меньшей степени, чем рассчитывает покупатель опциона «колл», и не будет снижаться настолько, насколько предполагает держатель опциона «пут». И как показывает опыт, ожидания продавцов опционов сбываются чаще, чем надежды покупателей опционов «колл» и «пут».

Выпуск опционов – это также одна из форм инвестирования в бумаги, которая может обеспечить как получение прибыли, так и принести убытки. Одним из способов выпуска является продажа опционов «без покрытия». Опцион выпускается на ценные бумаги, которых нет у продавца. Путем продажи такого опциона поставщик опциона получает опционную премию (рыночную цену опциона) и надеется на то, что рыночный курс опциона будет изменяться в его пользу. Например, поставщик продал опцион «call» по рыночному курсу 300 долл. Опцион дает держателю право купить у поставщика опциона 100 акций компании «Метлок» по цене 50 долл. за акцию при текущей цене акции 45 долл. Допустим, что по истечении срока действия опциона рыночный курс акции составил 50 долл. В этом случае поставщик опциона выиграет от продажи одного опциона 300 долл. Однако если бы курс акций пошел резко вверх и составил бы 60 долл. за акцию, то поставщик потерял бы 700 долл. с каждого опциона.

Для поставщика опциона величина прибыли не может быть выше опционной премии, а величина потерь может быть очень высокой случае резкого изменения цены акций. Следовательно, продажа опциона «без покрытия» является весьма рискованной операцией.

Менее рискованной является продажа опциона «с покрытием», т. е. опциона на акции, которые имеются в наличии у поставщика опциона. Допустим, поставщик продает опцион «call» на право покупки у него акций компании «Метлок» по цене исполнения 50 долл. за акцию. Срок действия опциона 3 месяца. Продавец опциона получает опционную премию в размере 300 долл. Текущая рыночная цена акций «Метлок» составляет 45 долл.

Покупатель опциона ожидает, что курс акций возрастет до 50 долл. и надеется получить выигрыш, в то время как продавец опциона считает, что курс акций останется неизменным и поэтому также надеется остаться в выигрыше. Допустим, курс акций в течение срока действия опциона не изменится, тогда продавец опциона получает прибыль в размере 300 долл. и при этом сохраняет акции в своем портфеле. Если курс акции опустится ниже 45 долл., например до 40 долл., то капитализация акций уменьшается на 500 долл. ($4\,500 - 4\,000$). Однако доход, полученный от продажи опциона, снизит величину потерь до 200 долл. ($500 - 300$). В то же время потери могут быть значительными, если

резко возрастет курс акций «Метлок». Например, если курс акций достигнет 60 долл., то тогда стоимость пакета (100 акций) возрастет до 6 000 долл. Поставщик опциона вынужден будет уступить их по 50 долл., т.е. за 5 000 долл., и уступить потенциальный прирост капитала в размере 1 000 долл. держателю опциона. Но поскольку в его руках останется опционная премия, то его убытки составят 700 долл. (1 000 – 300).

5.6. Фьючерсные контракты

Заключение сделки на срок означает, что исполнение продавцом и покупателем своих обязательств осуществляется в какой-то определенный момент в будущем. При этом продавец сохраняет свои обязательства до момента исполнения сделки. Покупатель же в этом случае имеет возможность либо получить купленный товар в день исполнения сделки, либо продать имеющийся у него контракт другому лицу. Таким образом, сама сделка на срок создает возможности для возникновения производной бумаги. Если такая сделка не связывает жестко продавца товара с конкретным покупателем, то это создает возможность покупателю передать свои обязательства принять купленный товар другому лицу. Таким образом, контракт, заключенный между продавцом и покупателем на поставку определенного количества становится объектом купли-продажи, становится ценной бумагой, которая получила название *фьючерсный контракт*.

Такие контракты возникают далеко не с любыми ценными бумагами, не со всеми фондовыми инструментами. Для того чтобы фьючерсный контракт стал ценной бумагой, необходимо, чтобы в основе контракта лежали высоколиквидные ценные бумаги или другой ликвидный товар или финансовый инструмент, который интересовал бы многих участников фондового рынка. Только в этом случае любой инвестор сможет купить или продать любой фьючерсный контракт.

Отличие фьючерсного контракта от *форвардной сделки* (сделки на срок, заключаемой на внебиржевом рынке) состоит в следующем.

В форвардной сделке количество ценных бумаг определяется по соглашению между продавцом и покупателем, в то время как во фьючерсном контракте количество ценных бумаг является строго определенным. Все контракты являются одинаковыми по размеру.

Срок исполнения сделки определяется по соглашению между продавцом и покупателем, в контракте срок исполнения является строго фиксированной величиной (все контракты исполняются в определенный день соответствующего месяца – месяца поставки).

Курс ценных бумаг при заключении сделки определяется частным образом между продавцом и покупателем, а цена контракта определяется на открытом аукционном торге на бирже.

Расчет в форвардной сделке происходит по истечении срока сделки. В случае же с фьючерсными контрактами в конце каждого биржевого дня из гарантийного вклада проигравшей стороны списывается сумма проигрыша и записывается на счет другой стороны.

В основе фьючерсного контракта могут быть не только ценные бумаги, но и биржевые товары производственного или потребительского назначения, иностранная валюта и даже фондовые индексы. Так, на 13 североамериканских биржах (12 – США и 1 – канадская) ведется торговля 27 товарными фьючерсами (пшеница, рожь, ячмень овес, рис, соя, кукуруза, сырая нефть, бензин, мазут, золото, серебро платина, медь и др.), с 7 иностранными валютами, с государственными облигациями и 4 фондовыми индексами.

Торговля финансовыми и товарными фьючерсами ничем не различается. Любой участник может купить или продать фьючерс с любым месяцем поставки. Факты показывают, что менее 1 % всех фьючерсных контрактов завершаются поставкой, лежащего в основе сделки актива. Остальные сделки завершаются зачетом до момента истечения контракта. Это осуществляется путем совершения противоположной (компенсационной) сделки. Продавец контракта, который должен поставить актив, приобретает такой же контракт на покупку. А покупатель контракта приобретает контракт на продажу соответствующего актива.

Сделки с фьючерсными контрактами осуществляются с внесением обязательного гарантийного взноса обеими сторонами, называемого также *обязательным депозитом* или маржой. Взнос является способом гарантирования исполнения контракта. Взнос варьируется в пределах от 2 до 10 % суммы контракта и составляет значительно меньшую величину, чем при сделках с акциями и другими ценными бумагами. Величина взноса не связана со стоимостью актива, лежащего в основе появления контракта, а предназначена для возмещения потери стоимости контракта, происходящего в результате изменения рыночной цены актива. Размер взноса зависит от актива контракта.

Первоначальный гарантийный взнос вносится клиентом брокеру, и это дает основание брокеру купить или продать нужный контракт. В дальнейшем стоимость контракта может расти или падать в зависимости от изменения цены, лежащего в основе контракта актива. При этом особенностью фьючерсных контрактов является то, что ежедневно, в конце каждой торговой сессии осуществляется перерасчет между продавцом и покупателем контракта. Например, заключена сделка на куплю-продажу фьючерсного контракта на некоторый товар. Срок действия контракта 4 месяца. В момент заключения сделки цена контракта составила 50 тыс. долл. Стороны внесли гарантийные взносы в размере 3 000 долл. По результатам биржевой сессии второго биржевого дня стоимость контракта составила 50 050 долл. Это значит, что с депозитного счета продавца должно быть списано 50 долл. и записано на счет покупателя. Таким образом, на счету продавца окажется 2 950 долл., а на счету покупателя 3 050 долл. И такая корректировка счетов будет производиться в конце каждого биржевого дня. Допустим, по истечении 4 месяцев стоимость контракта достигла 53 тыс. долл. Это значит, что потери в размере 3 000 долл. понес продавец контракта, и на его депозитном счете не осталось денег.

На практике обычно предусматривается внесение на счет дополнительных взносов, когда остаток достигает определенного минимального значения. Это так называемый поддерживаемый взнос, который составляет примерно 25 % уровня первоначального взноса. Этот поддерживаемый взнос должен сохраняться в течение всего времени действия контракта. Такие дополнительные взносы могут вноситься неоднократно. Если же по требованию брокера клиент отказывается от внесения дополнительных сумм, то брокер может закрыть позицию клиента. Закрытие длинной позиции (контракт на покупку бумаг) осуществляется путем продажи контракта, а короткая позиция (обязательство продажи бумаг) закрывается путем покупки аналогичного контракта. Допустим, в нашем примере стоимость актива контракта увеличилась до 52 500 долл., сле-

довательно, продавец потеряет 2 500 долл. и эта сумма будет списана со счета продавца и записана на счет покупателя, где будет сумма 5 500 долл., а на счету продавца останется 500 долл. Минимальная же сумма (величина поддерживаемого взноса) предусмотрена в размере 1 500 долл. Клиенту (продавцу) необходимо внести на счет 1 000 долл., чтобы обеспечить поддерживаемый взнос. Однако клиент не перечисляет необходимой суммы. В этом случае брокер принудительно закрывает позицию клиента: осуществляет как бы покупку контракта по цене 52 500 долл. Так как продавец должен продать актив по цене 50 тыс., то чтобы закрыть позицию, он должен купить по цене 52 500.

Поскольку цены могут значительно колебаться, то биржи обычно устанавливают максимальный размер изменения цены как в течение биржевого дня, так и от одного биржевого дня к другому.

Инвестиционная доходность фьючерсного контракта определяется как отношение дохода контракта к вложенной сумме денег, стоимость актива контракта при этом не имеет значения.

Используя такую простую тактику, можно получить большую прибыль или понести большие убытки. Риск при такой тактике довольно высок. Поэтому более осторожные участники фондового рынка используют комбинацию различных контрактов, что снижает возможности получения выигрыша, но одновременно уменьшает и возможности потерь, т. е. снижает риск.

Контрольные вопросы

1. Дайте понятие производной ценной бумаги.
2. Что такое опционы? Их виды, схемы использования.
3. Расскажите о фьючерсных контрактах, об их значении на РЦБ.

6. ФОНДОВАЯ БИРЖА

Рынок ценных бумаг можно подразделить по месту оборота ценных бумаг. В этом случае выделяется биржевой и внебиржевой рынок. Первичная эмиссия ценных бумаг осуществляется в основном по каналам внебиржевого рынка. Вторичная продажа ценных бумаг может происходить как на биржевом, так и внебиржевом рынке.

На биржевом (или организованном) рынке в развитых странах реализуется относительно небольшая часть всех ценных бумаг. Однако влияние этой части рынка на процессы, происходящие на всем фондовом рынке, значительно больше. На биржевом рынке продаются наиболее качественные ценные бумаги. Цены и тенденции их изменения, складывающиеся на организованном рынке, во многом определяют уровень и движение курсов ценных бумаг во внебиржевом обороте. Кроме того, если взять торговлю акциями, то в некоторых странах объем сделок на биржевом рынке намного превышает внебиржевой оборот.

Организованный рынок ценных бумаг представлен сетью фондовых бирж, поэтому рассмотрим механизм функционирования биржи.

6.1. Понятие биржи

Биржа представляет собой организационно оформленный рынок, где в соответствии с установленными правилами совершаются сделки определенными видами товаров. В качестве биржевых товаров могут выступать:

- продукция производственного или потребительского назначения, которая обладает определенными, хорошо известными для продавцов и покупателей свойствами (зерно, кофе, какао, сахар, нефть и нефтепродукты, цветные и драгоценные металлы и др.);
- ценные бумаги;
- иностранная валюта.

В зависимости от вида продаваемых товаров могут быть, соответственно, *товарные, фондовые* или *валютные* биржи. Если на бирже продается не один вид ценностей, то такая биржа считается *универсальной*.

Особенностью биржевой торговли является то, что сделки совершаются всегда в одном и том же месте, в строго отведенное время во время проведения биржевой сессии (или биржевого сеанса) и по четко установленным, обязательным для всех участников правилам. Биржа создает четкую организационную структуру, четкий механизм заключения и исполнения сделок с биржевыми ценностями и высоконадежную систему контроля за ходом исполнения сделок.

Возникновение бирж можно отнести к XVI в. В России первая товарная биржа появилась в начале XVIII в. В XIX в. биржи в России появлялись одна за другой, и к 1917 г. их насчитывалось около ста. В основном это были товарные биржи, но на многих имелись фондовые отделы. После событий 1917 г. многие биржи закрылись, но в 20-х гг. почти все они возродились снова. Их деятельность была прекращена в конце 20-х – начале 30-х гг.

В конце 80-х гг. в Советском Союзе начался своеобразный биржевой бум. В 1992 г. только в России насчитывалось несколько сотен бирж. Подавляющее большинство из них в дальнейшем прекратило свое существование. В настоящее время в России насчитывается около 20 бирж.

В дальнейшем речь пойдет о фондовых биржах. Однако следует иметь в виду, что многие положения, касающиеся механизма функционирования, структуры и органов управления биржи являются общими как для фондовых, так и для товарных бирж.

В мировой практике существуют различные организационно-правовые формы организации бирж. В основном биржи создаются либо в форме ассоциаций, либо акционерных обществ (или товариществ с ограниченной ответственностью), либо действуют как публично-правовой (т. е. государственный) институт. В случае организации биржи и форме ассоциации или государственного учреждения с самого начала ее создатели не ставят своей целью получение прибыли. Если же биржа существует в форме акционерного общества, то и в этом случае в уставе биржи может быть прямо указано, что биржа не преследует цели получения прибыли и дивиденды по акциям не выплачиваются. Кроме того, в члены правления бирж могут включаться представители эмитентов и инвесторов, а иногда и государственных органов. Государство же с помощью

нормативных актов, регламентирующих деятельность бирж, принимает меры, направленные на осуществление полной гласности деятельности бирж.

Независимо от того, существует ли биржа в форме ассоциации, акционерного общества или государственного учреждения, она может быть как с *ограниченным*, так и с *неограниченным* числом членов. Согласно законодательству о фондовых биржах, в некоторых странах могут быть ограничения по национальной принадлежности членов биржи или по минимальным размерам капитала члена биржи. Деятельность фондовых бирж в России до принятия Федерального закона «О рынке ценных бумаг» регулировалась «Положением о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР», утвержденным Постановлением Правительства РФ 28 декабря 1991 г. № 78. После принятия Федерального закона «О рынке ценных бумаг» в апреле 1996 г. деятельность фондовых бирж была приведена в соответствие с положениями данного закона.

Фондовой биржей признается организатор торговли на рынке ценных бумаг. Фондовая биржа может быть создана в форме некоммерческого партнерства или акционерного общества. Членами фондовой биржи, являющейся некоммерческим партнерством, могут быть только профессиональные участники рынка ценных бумаг. При этом порядок вступления в члены такой фондовой биржи определяется фондовой биржей самостоятельно на основании ее внутренних документов.

Фондовая биржа может совмещать свою деятельность только с такими видами деятельности, как деятельность валютной биржи, товарной биржи, клиринговой организации, деятельность по распространению информации, издательской деятельности, а также деятельность по сдаче имущества в аренду. В случае совмещения юридическим лицом деятельности фондовой биржи с деятельностью валютной биржи и (или) товарной биржи или клиринговой организации для осуществления каждого из указанных видов деятельности должно быть создано отдельное структурное подразделение. Фондовая биржа обязана утвердить:

- правила допуска к участию в торгах на фондовой бирже;
- правила проведения торгов на фондовой бирже;
- правила листинга ценных бумаг и (или) правила допуска ценных бумаг к торгам без прохождения процедуры листинга.

6.2. Участники биржевой торговли

В торговле на бирже принимают участие члены биржи или их представители, а также штатные работники биржи. Члены биржи и их представители могут выступать на бирже в качестве брокера или дилера.

Брокер – это посредник между клиентом и биржей. Брокер получает заявки от клиентов и выполняет эти заявки, т. е. действует от имени и по поручению клиента и получает определенный процент комиссионных за выполнение заявки. Размер комиссионных зависит от вида и количества ценных бумаг и, конечно, от того, на какой бирже совершаются сделки.

В отличие от брокера, *дилер* действует от своего имени и за свой счет. В настоящее время на ряде бирж члены биржи могут действовать только в качестве брокеров, а дилерские операции запрещены (например, биржи Парижа, Брюсселя, Милана). На лондонской фондовой бирже члены биржи могут действовать либо только как брокеры, либо только как дилеры без совмещения этих функций. На некоторых биржах отдельным членам биржи, которые специализируются на торговле определенными видами ценных бумаг, разрешено совмещать функции брокера и дилера (специалисты Нью-Йоркской фондовой биржи, свободные маклеры в Германии и Дании).

Маклер – это, как правило, штатный работник биржи, который оформляет сделки. Маклер должен строго соблюдать устав биржи и правила торговли на бирже. Все заключенные с участием маклера сделки регистрируются в специальном журнале или с помощью компьютера. После биржевой сессии участникам сделки вручаются маклерские записки или компьютерные распечатки, в которых отмечается наименование, количество и цена купленных и проданных ценных бумаг.

Участники биржевой торговли на биржах разных стран могут иметь различные названия. Кроме того, они могут также быть наделены некоторыми специфическими функциями. Так, например, на лондонской фондовой бирже маклер именуется *сток-брокером* (или джоббером). Ряд брокеров принимает заказы непосредственно от клиентов, находящихся на бирже. Такие брокеры именуются *трейдерами* и имеют право торговать только несколькими видами ценных бумаг. На Нью-Йоркской фондовой бирже каждый маклер специализируется на торговле одним-двумя видами акций и называется *специалистом*. Специалист является членом биржи и выполняет функции брокера и дилера. Но задача состоит не только в том, чтобы выступать посредником при заключении сделок, но и принимать меры для обеспечения стабильности рынка данных ценных бумаг.

В соответствии с российским законодательством участниками торгов на фондовой бирже могут быть только брокеры, дилеры и управляющие. Иные лица могут совершать операции на фондовой бирже только при посредничестве брокеров. Порядок допуска к участию в торгах определяется правилами, устанавливаемыми фондовой биржей. На некоторых российских фондовых биржах отдельные дилеры, которые публично объявляют максимальную цену из всех запрошенных на покупку и минимальную цену из всех предложенных ценных бумаг на продажу, приобретают статус *биржевого дилера*. Биржевой дилер ор-

ганизует на бирже торговый пост, на котором от имени биржевого дилера осуществляет операции по закрепленным ценным бумагам *торгующий специалист* – физическое лицо, имеющее соответствующий квалификационный аттестат.

6.3. Листинг

Ценные бумаги попадают на биржу не автоматически, и далеко не все из них могут быть допущены на биржу. Практически во всех странах, в соответствии с принятыми нормативными актами, вопрос о допуске ценных бумаг на биржу решает сама биржа. И именно от биржи, а не от какого-либо другого органа, зависит, будут те или иные ценные бумаги продаваться на данной бирже. Если ценные бумаги какого-либо эмитента принимаются для продажи на бирже, значит, они приняты к котировке и включаются в котировочный список (или лист) и именуется «списочными» или «листинговыми», а сама процедура допуска ценных бумаг к торговле на бирже называется *листингом*.

Компания, желающая включить свои акции в биржевой список, подает на биржу заявку определенной формы и сообщает о себе подробную информацию. Объем и характер этих сведений на биржах могут быть различными. Ценные бумаги, не включенные в биржевой список на одной бирже, могут быть приняты другой биржей, где требования более мягкие.

В качестве примера рассмотрим правила допуска ценных бумаг на самой крупной в мире Нью-Йоркской фондовой бирже (НЙФБ), на которой котируются акции наиболее крупных компаний и осуществляется более 70 % операций с акциями в США.

НЙФБ устанавливает в основном минимальные количественные показатели к акционерным обществам для допуска их ценных бумаг на биржу. Эти требования следующие.

- Число лиц, владеющих не менее чем 100 акциями, должно составлять не менее 2 000 человек, или общее число акционеров должно быть не менее 2 200.
- Среднемесячный оборот торговли акциями должен составлять не менее 100 тыс. долл.
- Число акций, находящихся в обращении, – не менее 1,1 млн.
- Рыночная стоимость акций – не менее 18 млн долл.
- Стоимость активов компании – не менее 18 млн долл.
- Прибыль до уплаты налогов за последний балансовый год – не менее 2,5 млн долл., за каждый предшествующий последнему – 2,0 млн долл.; или суммарная прибыль за 3 последних года – не менее 1 млн долл. (причем каждый из трех лет должен быть прибыльным).

Помимо количественных показателей, НЙФБ использует следующие критерии.

- ✓ В совете директоров компании не менее двух членов должны быть внешними и не должны работать в компании и ее отделениях.
- ✓ Не быть советником или консультантом или не являться родственником лица, занимающего высший административный пост.
- ✓ Компания не вправе ограничить или аннулировать право голоса выпущенных обыкновенных акций.
- ✓ В компании не должно быть таких ситуаций, чтобы член совета директоров действовал в своих личных интересах (например, получал премию), которые ущемляют интересы остальных акционеров.

Для получения котировки акционерное общество подает следующие сведения и документы:

- 1) Устав.
- 2) Образец сертификата акции.
- 3) Годовые отчеты за последние три года (балансовый отчет, отчет о прибылях и убытках, отчет о нераспределенной прибыли).
- 4) Проспект последнего выпуска ценных бумаг и копии документов, которые компания направляла в ФСФР
- 5) Официальное сообщение, направляемое советом директоров акционерам перед последним ежегодным собранием акционеров. (В обращении обычно содержится: предлагаемый состав совета директоров; предлагаемое жалование высших менеджеров, являющихся членами совета директоров; опционы и премии этим менеджерам; проекты резолюций, выносимые на собрание.)
- 6) Данные о числе акций, принадлежащих: управляющим и их ближайшим родственникам; членам совета директоров и их ближайшим родственникам; прочим физическим или юридическим лицам, в т. ч. владеющим 10 % и более от общего числа акций.
- 7) Примерное число наемных работников компании (не считая высшего управленческого персонала), которые являются акционерами компании, и примерное количество принадлежащих им акций.
- 8) Сведения о распределении акций среди акционеров с выделением 10 крупнейших акционеров.

Приведенным требованиям могут удовлетворять только корпорации, которые существуют не менее трех лет как открытые акционерные общества.

В случае если представленные документы удовлетворяют требованиям биржи, эмитент должен внести определенную плату за принятие акций к котировке. Только после этого процедуру листинга можно считать завершенной.

Помимо единовременной платы за принятие акций к котировке, Нью-Йоркская фондовая биржа взимает с фирм-эмитентов ежегодную плату. Максимальный размер ежегодной платы на Нью-Йоркской фондовой бирже установлен в размере 500 тыс. долл. Нью-Йоркская фондовая биржа является самой крупной биржей в мире, поэтому она предъявляет к эмитентам при прохождении листинга довольно жесткие требования. Однако эмитенты, которые не удовлетворяют требованиям этой биржи, могут рассчитывать на то, что их акции будут приняты к котировке на других, менее крупных биржах, где требования для включения в листинг более мягкие. Несмотря на то, что принятие акций к котировке на бирже обходится эмитенту довольно дорого, акционерные общества стремятся попасть в котировочный список, т. к. включение в листинг дает им определенные преимущества:

- большой объем информации и повышение престижа фирмы для инвесторов, т. к., помимо собственной оценки качества акции инвестором, производится оценка этих качеств и фондовой биржей.
- лучшие условия для получения фирмой кредитов, т. к. кредиторы могут сравнить балансовую стоимость активов компании с биржевой оценкой;
- отличная видимость рынка; акционеры и потенциальные инвесторы могут легко следить за сделками и котировками, т. к. финансовая пресса дает под-

робный отчет о биржевой торговле акциями, тогда как внебиржевой рынок освещается гораздо меньше;

- облегчается возможность заклада акций, т. к. при прочих иных условиях кредиторы более охотно примут в залог списочные акции, чем внесписочные, понимая, что их легче продать, если это будет необходимо из-за несостоятельности заемщика;

- большая рыночность и внимание со стороны инвесторов, публикация данных о рынке списочных акций позволяет инвесторам и финансовым экспертам составить полное представление о рыночном «поведении» каждого списочного выпуска, акций, что привлекает к этим акциям новых покупателей.

У листинга можно отметить и ряд недостатков:

- дополнительный контроль за деятельностью компании, т. к. при включении в список на бирже она принимает на себя дополнительные обязательства по информированию о дивидендах, выпуску акций и др.; эти ограничения включаются в соглашение о листинге в интересах внешних акционеров;

- дополнительные расходы, такие, как плата за прохождение листинга, ежегодная плата за поддержание листинга, оплата аудиторских услуг;

- возможность возникновения отрицательной отношения у потенциальных инвесторов в случае низкой «активности» акций, что могло бы оказаться менее заметным в случае продажи акции на внебиржевом рынке.

Процедура листинга в современной России была начата в Московской центральной фондовой бирже. Разные российские биржи (как, впрочем, и западные биржи) предъявляют различные требования к ценным бумагам.

Кроме того, на российских фондовых биржах производится торговля как листинговыми, так нелистинговыми акциями. Ряд бирж ввели даже предварительную процедуру листинга (так называемый «предлистинг»), заключающуюся в том, что процедура листинга растягивается во времени. Это диктуется, с одной стороны, необходимостью анализа ценных бумаг биржей, с другой стороны, недостатком ряда временных данных по параметрам включения в листинг.

Хотя процедура листинга ценных бумаг на разных российских биржах имеет некоторые отличительные черты, общая схема допуска ценных бумаг на биржу выглядит следующим образом:

- эмитент подает на биржу заявление о листинге ценных бумаг, заключает с биржей договор о проведении экспертизы ценных бумаг;

- биржа проводит экспертизу претендующих на листинг ценных бумаг и решает вопрос об их допуске на биржу;

- при положительном решении вопроса о допуске эмитент заключает с биржей договор о листинге ценных бумаг;

- эмитент регулярно (обычно раз в квартал) предоставляет бирже всю необходимую для поддержания листинга информацию.

Для проведения экспертизы претендующих на листинг ценных бумаг эмитент обычно должен предоставить следующие документы:

- устав и учредительный договор эмитента;

- балансовый отчет и отчет о финансовых результатах за последние три завершённых финансовых года;

- результаты аудиторской проверки финансовой деятельности эмитента за последние три завершённых финансовых года;
- сведения о выплате доходов по ценным бумагам эмитента за последние три завершённых финансовых года.

Следует отметить, что чем больше правила листинга одной биржи соответствуют правилам другой, тем шире возможности торговли ценными бумагами. В этом случае бумаги, принятые к котировке на одной бирже, могут продаваться и на другой бирже, что свидетельствует о повышении ликвидности данных ценных бумаг.

6.4. Сделки с ценными бумагами. Хеджирование и спекуляция

После того как ценные бумаги прошли процедуру листинга и включены в котировочный лист, с ними можно осуществлять биржевые операции, т. е. заключать сделки купли-продажи.

Все сделки с ценными бумагами можно разделить на два типа: кассовые сделки и сделки на срок.

Кассовая сделка (spot) характеризуется тем, что она заключается на имеющиеся у продавца в наличии ценные бумаги. Расчет по кассовым сделкам, т. е. поставка ценных бумаг продавцом покупателю и оплата их покупателем, осуществляется в ближайшие после заключения сделки дни. В ФРГ, например, этот срок не превышает 2 биржевых дней, в Англии и США – 5 рабочих дней.

Главной характеристикой сделки на срок является то, что исполнение продавцом и покупателем своих обязательств должно быть осуществлено в какой-то определенный момент в будущем (например, сделка заключена 1 сентября, а должна быть исполнена 1 декабря). В момент же заключения сделки у продавца может не быть продаваемых фондовых ценностей, а продавец может не иметь денег для их оплаты.

Сделки на срок чаще всего называются *форвардными сделками*. Обычно при заключении такой сделки фиксируется количество ценных бумаг. Что касается срока исполнения форвардной сделки, то ценные бумаги могут быть переданы в определенный день, указанный при заключении сделки, либо передаваться постепенно по извещению продавца до указанной последней даты.

В настоящее время в связи с развитием торговли производными финансовыми инструментами биржи практически отказались от форвардных сделок. В основном такие сделки заключаются вне биржи. На бирже заключаются такие виды срочных сделок, как опционы на покупку и продажу фондовых ценностей, расчетные и поставочные фьючерсные контракты, а также проводятся операции с биржевыми индексами.

Хотелось бы отметить, что эти инструменты широко используются как с целью *хеджирования*, так и спекуляции. Дело в том, что курсы ценных бумаг и прежде всего акции испытывают сильные колебания под воздействием разного рода факторов. Для того чтобы застраховать себя от изменения цен в момент планируемой покупки или продажи ценных бумаг, инвесторы применяют так называемое *хеджирование* (от англ. hedging – ограждение страхование от возможных потерь). Хеджирование производится с помощью заключения срочных сделок, т. е. покупки и продажи опционов и фьючерсных контрактов.

Участниками рынка ценных бумаг была установлена довольно четкая зависимость между курсами ценных бумаг по кассовым и фьючерсным сделкам – если растет курс ценных бумаг по фактическим сделкам, то растет и цена фьючерсных контрактов.

Если обладатель ценных бумаг намеревается через определенное время продать ценные бумаги, а по его предположениям курс данных ценных бумаг к этому времени упадет, то чтобы уменьшить риск потерь, хеджер будет стремиться приобрести опцион или продать фьючерсный контракт.

Операции с фьючерсами, с одной стороны, позволяют застраховаться от возможных потерь и уменьшить риск инвесторов, с другой стороны, они создают широкий простор для деятельности разного рода биржевых спекулянтов или биржевых игроков. По своим действиям игроков условно можно разделить на две группы. Тех, которые играют ставки на повышение курса, называют «быками», а тех, кто играет на понижение, – «медведями». Наиболее опасное состояние наступает в те моменты, когда начинают паниковать «медведи».

Сделав ставку, например, на повышение курса каких-либо акции, спекулянт покупает фьючерсный контракт на акции этих компании и рассчитывает в дальнейшем получить доход от продажи этого срочного контракта за счет увеличения цены акций и цены срочного контракта. Хотя инвестор и спекулянт покупают ценные бумаги с целью увеличения дохода, отличие инвестора от спекулянта состоит в том, что инвестор, как правило, покупает ценные бумаги на длительный срок (за исключением операций хеджирования), а спекулянты в основном покупают ценные бумаги на короткое время с целью извлечения прибыли за счет изменения курсов ценных бумаг.

6.5. Типы биржевых приказов

Брокеры выполняют поручения (заказы) своих клиентов. Почти всегда непосредственной работе брокера в торговом зале биржи или на биржевом рынке предшествует его работа с клиентом в брокерской фирме, куда поступает заказ клиента на куплю-продажу определенного вида и количества ценных бумаг. Для удобства обеих сторон (клиента и брокера) и для унификации брокерского обслуживания приказ клиента брокеру производился, как правило, на специальном бланке, форма которого утверждается биржей (если приказ назначен для исполнения на бирже). Несмотря на имеющиеся различия в формах приказа на разных биржах, в приказе обычно содержится следующая информация:

- ✓ Тип операции (купля или продажа).
- ✓ Наименование ценной бумаги.
- ✓ Количество ценных бумаг.
- ✓ Цена исполнения заказа.
- ✓ Срок исполнения заказа.
- ✓ Объем исполнения заказа.
- ✓ Порядок исполнения сложного заказа.
- ✓ Форма оплаты.
- ✓ Имя и код клиента и дата поступления заказа.
- ✓ Прочие сведения, предусмотренные правилами биржи.

Форма заявки составляется таким образом, чтобы заявки на покупку и на продажу были легко различимы. Это достигается с помощью использования разных цветов или шрифтов.

По *цене исполнения заказа* их можно разделить на три типа: рыночные, лимитированные и стоп-приказы.

Рыночный приказ означает, что брокеру необходимо продать или купить определенное количество ценных бумаг по так называемой «наилучшей цене», т. е. по наименьшей цене для клиента-покупателя и по наивысшей – для клиента-продавца. Если в приказе брокеру цена не указана, то такой приказ считается рыночным. Рыночные приказы, которые поступили брокеру во время биржевого сеанса, должны быть немедленно исполнены. Если же такой приказ поступает брокеру до начала биржевого сеанса, то в нем должна быть сделана оговорка, когда его необходимо исполнить – «на момент открытия биржи» или «на момент закрытия биржи».

В *лимитированном приказе* клиент указывает предельную цену сделки, т. е. минимальную цену для продаваемых ценных бумаг и максимальную – для покупаемых. Заказ может быть исполнен по указанной предельной или более благоприятной цене. При получении подобного приказа брокер должен его исполнить, как только появится возможность, или оставить заказ у биржевого маклера (специалиста) в случае проведения торговли «по заказам».

Стоп-приказ – это приказ клиента брокеру начать или прекратить сделки с ценными бумагами при достижении определенной цены.

В заказе брокеру клиент должен указать срок исполнения заказа. Это может быть один день, одна неделя, один месяц. Кроме того, может быть так на-

зываемый «открытый заказ», который будет действовать до тех пор, пока не будет исполнен или отменен клиентом.

В приказе предусмотрены также указания брокеру относительно объема выполнения заказа. Если клиент использует формулировку «все или ничего», то заказ считается выполненным, если продано или куплено все количество ценных бумаг, указанных в заявке. Если же клиент согласен принять (или продать) любое количество ценных бумаг (но не более указанного в заказе), то он использует формулировку «приму в любом виде». Может быть также формулировка типа «исполнить или отменить». Это означает, что клиент после выполнения части заказа разрешает отменить остальную часть.

В случае если клиент дает несколько заказов брокеру, в его приказах могут быть даны дополнительные указания брокеру. Например, может быть дано указание «или-или». Это означает, что при выполнении одного из заказов другие автоматически отменяются. Заказ «с переключением» означает, что выручка от продажи одних акций может быть использована для покупки других. «Контингентный заказ» предназначен для замены одних ценных бумаг, имеющихся у клиента, другими. В этом случае брокер должен одновременно продать один вид ценных бумаг и купить другой.

6.6. Способы проведения биржевых торгов

Получив приказ клиента, брокер стремится выполнить поручение во время биржевого сеанса. Помимо брокеров, выполняющих поручения своих клиентов, в биржевой торговле, как уже отмечалось выше, принимают участие дилеры, действующие от своего имени.

На каждой бирже процесс торговли ценными бумагами имеет свою специфику. Однако, несмотря на это, можно выделить два основных способа проведения биржевых торгов.

Один из способов – это *открытые аукционные торги*, когда происходит непрерывное сопоставление цен на покупку и цен на продажу. Продавец постепенно снижает цену, а покупатель постепенно ее повышает. Сделка совершается тогда, когда цены покупателя и продавца сходятся.

На больших биржах торговый зал биржи делится на несколько секторов (по американской терминологии сектор именуется «торговым постом», по европейской – «ямой»). Каждый сектор предназначен для торговли определенными видами ценных бумаг. Получив приказ, брокер идет в соответствующий сектор и знакомится с текущей котировкой по данному виду ценных бумаг. Под котировкой здесь понимается сопоставление наиболее высокой цены спроса (цены «bid») и наиболее низкой цены предложения (цены «offer»).

В случае организации торговли по принципу открытого аукциона обычно биржевой сеанс начинается с того, что биржевой маклер (специалист) объявляет цену закрытия (цену последней сделки) предыдущего биржевого дня.

Если находятся желающие купить-продать ценные бумаги по этой цене, то сразу же маклер фиксирует эти сделки. В дальнейшем может наступить затишье – продавцы хотят получить более высокую цену, а покупатели хотят купить по более низкой цене. Появляется разрыв (спред) между ценой предложения и ценой спроса. Маклер объявляет котировку, и соответствующая информация появляется на табло. Когда разрыв между ценой предложения и ценой спроса исчезает, начинают совершаться сделки. Наиболее результативными и наиболее оживленными являются начало и конец биржевого сеанса. Вначале все стремятся к тому, чтобы именно его ценные бумаги были проданы (куплены). В конце же биржевого дня пытаются заключать сделки и те участники, кто первоначально рассчитывал на более выгодные цены и занимал выжидательную позицию в течение дня.

Биржевой сеанс проходит в довольно напряженном режиме, поэтому на фондовых биржах используется определенная фразеология, направленная на то, чтобы время для передачи необходимой информации было минимальным, но сама информация должна быть понятна всем участникам биржевой торговли. С этой же целью используют также сигналы, передаваемые жестами рук.

В настоящее время все большее количество бирж отказываются от торговли «с голоса». Так, например, Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов (LIFFE), на которой помимо ценных бумаг ведется торговля сельхозпродукцией (кофе, какао-бобы, пшеница, ячмень, картофель), с 27 ноября 2000 г. полностью перешла на торги в электронной системе. Это положило ко-

нец 122-летнему периоду, в течение которого сделки на этой бирже заключались с помощью голосовых связок участников торговли.

Второй способ торговли ценными бумагами – это *торговля по заказам* (иногда его называют «залповым аукционом»). Суть этого метода заключается в том, что брокеры и дилеры оставляют маклеру письменные заявки на покупку и продажу с указанием цены и количества ценных бумаг. Все заказы заносятся в маклерскую книгу с указанием времени поступления заказа. В определенный момент времени прием заказов прекращается, после чего маклер сопоставляет уже принятые заказы на покупку и продажу и производит оформление сделок. При этом маклер руководствуется определенными правилами и стремится к тому, чтобы было продано наибольшее количество ценных бумаг.

В настоящее время торговля по заказам осуществляется с помощью использования современной электронной техники. Заказы вводятся в компьютер, в определенный момент времени ввод заказов прекращается, и компьютер рассчитывает цену реализации, при которой может быть заключено наибольшее количество сделок. После этого участники торгов с помощью маклера оформляют сделки. Например, на Парижской фондовой бирже к моменту открытия биржи компьютерная система рассчитывает цену открытия и преобразует заказы, подлежащие исполнению по рыночной цене, в заказы с указанием предельной цены, равной цене открытия. В результате все заказы на покупку по ценам выше цены открытия и все заказы на продажу по ценам ниже этой цены исполняются полностью. Заказы, у которых в качестве предельной цены фигурирует цена открытия, исполняются в зависимости от наличия встречных заказов.

Этапы прохождения сделки с ценными бумагами

В зависимости от механизма организации биржевой торговли и техники заключения сделок, факт покупки-продажи ценных бумаг в операционном зале биржи оформляется:

либо маклерской запиской, подписанной участниками сделки, с соответствующей записью в операционном журнале;

либо подписанием договора купли-продажи между брокерами;

либо занесением проведенной операции в компьютерную систему и выдачей сторонам соответствующей бумажной распечатки;

либо в какой-то иной форме.

Одним словом, заключенные сделки должны быть зарегистрированы тем или иным способом. Однако сам факт заключения сделки и ее регистрация еще не означают, что покупатель становится собственником купленных ценных бумаг. Право собственности покупатель получает лишь в момент исполнения сделки, а до этого времени собственником ценных бумаг остается продавец. Таким образом, заключение сделки – это лишь первый этап на пути движения ценной бумаги от продавца к покупателю. В дальнейшем заключенные сделки проходят этапы сверки, клиринга и, наконец, исполнения.

День заключения сделки, как это принято в международной практике, будем обозначать днем «*T*» (от англ. trade). Все остальные этапы сделки проходят позднее, и их принято сопоставлять с первым днем – днем «*T*».

Следующий этап сделки – это сверка всех параметров заключенной сделки. Участники сделки должны ознакомиться с условиями сделки и урегулировать все возникшие расхождения, если таковые имеются. Особенно различного рода ошибки и случайности возможны, когда сделки заключаются в устной форме. На этапе сверки стороны обычно обмениваются сверочными документами уже в письменной форме, где воспроизводятся все условия сделки. Чаще всего обмен сверочными документами осуществляется не непосредственно между сторонами, а с помощью биржи. Если в документах, полученных брокером после заключения сделки, нет расхождений с документами, полученными от другой стороны, то сверка считается успешной. Итогом успешной сверки могут быть в зависимости от механизма организации сверки либо письменные записки, либо компьютерные распечатки от контрагентов друг другу, либо специальные листы-сверки, если сверку осуществляют органы биржи. Как свидетельствует международная практика, обычно фондовые биржи организуют работу так, чтобы сверка осуществлялась не позднее второго рабочего дня (т. е. дня «*T + 1*»).

Следует иметь в виду, что на некоторых биржах этап сверки отсутствует. Это происходит в тех случаях, когда продавец и покупатель непосредственно в момент заключения сделки подписывают в письменной форме договор, в котором оговариваются все условия сделки.

Иногда этап сверки отсутствует также при заключении сделок с использованием компьютерных систем.

После сверки производятся все необходимые вычисления по сделке. При этом прежде всего определяется общая сумма заключенной сделки путем умножения цены одной бумаги на общее количество ценных бумаг. Эту сумму можно назвать номинальной ценой сделки. Покупатель уплачивает также налог на операции с ценными бумагами, если это предусмотрено действующим законодательством, а также биржевой сбор (если таковой предусмотрен). Продавец же получает номинальную цену сделки за вычетом налога на операции с ценными бумагами и биржевого сбора, если это предусмотрено действующими нормативными актами страны и биржевыми правилами. Для клиентов же, по поручению которых осуществляются сделки, помимо названных налогов и сборов, номинальная сумма сделки должна быть откорректирована на величину комиссионного вознаграждения брокеру. Для клиента-покупателя цена покупки увеличивается на размер комиссионных, а цена продажи для клиента-продавца уменьшается на размер комиссионных.

После того как произведены все необходимые вычисления, продавцу необходимо передать ценные бумаги покупателю, а покупателю перечислить деньги на счет продавца. Если бы каждая сделка исполнялась отдельно от других сделок, то на современных крупных биржах потребовалось бы ежедневно производить десятки тысяч перемещений ценных бумаг от продавцов к покупателям, и биржи просто захлебнулись бы в такой лавине документооборота. Поэтому практически все крупные биржи применяют систему взаимных зачетов встреч-

ных требований с целью снижения количества платежей и поставок ценных бумаг. Эта процедура называется *клирингом*.

Первоначально клиринг осуществлялся расчетными палатами бирж, а в дальнейшем стали создаваться специальные клиринговые организации. Клиринговая организация может обслуживать как одну биржу, так и несколько бирж.

Суть клиринга состоит в том, чтобы провести так называемую «очистку» всех сделок, произведенных в определенный день, и тем самым свести к минимуму число перемещений ценных бумаг между продавцами и покупателями.

При системе многостороннего клиринга клиринговая корпорация определяет для каждого участника клиринга так называемую «позицию» – это разность (или сальдо) между всеми требованиями и всеми обязательствами данного участника по сделкам за установленный период времени (например, за один биржевой день). Процедура установления позиций участников торгов называется *неттингом*. Если сальдо равно нулю, то позиция считается закрытой. Если сальдо положительное, т. е. объем требований данного участника превышает его обязательства по сделкам, то говорят, что участник имеет длинную позицию. Если участник клиринга должен больше, чем должны ему (т. е. сальдо отрицательное), то это означает, что участник имеет короткую позицию. По итогам многостороннего взаимозачета выявляется, какую сумму денежных средств или ценных бумаг должен получить каждый участник на завершающем этапе сделки.

День исполнения сделки фиксируется при заключении сделки. Причем все кассовые сделки, заключенные на фондовой бирже в течение одного дня, должны исполняться также в один день. Группа представителей из 30 наиболее развитых стран, созданная для координации по вопросам унификации финансовых операций, рекомендует, чтобы исполнение кассовых сделок (сделок «спот») происходило в день « $T + 3$ ». Однако достичь этого удастся далеко не всем. Так, если на фондовой бирже Франкфурта (ФРГ) кассовые сделки исполняются на второй рабочий день (день « $T + 2$ »), то на американском фондовом рынке они исполняются на пятый рабочий день после дня заключения сделки (день « $T + 5$ »).

Итак, любая сделка должна завершаться поставкой ценных бумаг покупателю и переводом денег на счет продавца. Исполнение сделки предполагает встречное выполнение обязательств продавцом и покупателем. Но если одна из сторон не выполнит свое обязательство, то другая понесет убытки. Поэтому на фондовых биржах и клиринговых организациях обычно действует принцип «поставки против платежа» (*Delivery versus Payment, DVP*), хотя конкретные формы организации этой системы в разных странах могут быть различными.

Сама поставка проданных и купленных ценных бумаг может быть осуществлена путем их передачи из рук продавца в руки покупателя. Однако ценные бумаги крупных компаний, имеющие обширный вторичный рынок, обычно хранятся в специально созданных для этих целей депозитариях. Депозитарий осуществляет ответственное хранение ценных бумаг своих клиентов (ведет так называемые счета депо), производит выплаты процентов и дивидендов и т. д. Услугами депозитариев пользуются брокерские фирмы, инвестиционные фон-

ды банки, производственные предприятия. На самой крупной фондовой бирже мира – Нью-Йоркской фондовой бирже – был создан депозитарий «Депозитори траст Корпорэйшн», в котором хранится 700 тыс. выпусков ценных бумаг на сумму 4 трлн долл. Услугами этого депозитария пользуются более чем 1 500 клиентов. Ежедневно здесь с помощью компьютерных систем осуществляются тысячи перемещений ценных бумаг с одного счета на другой.

Продавец ценных бумаг, которые хранятся в депозитарии, дает указание депозитарию перевести их на счет покупателя. Если сделки купли-продажи осуществляются с помощью клиринговой организации, то такое распоряжение в депозитарий поступает от этой организации. Депозитарий по этому поручению осуществляет перевод этих ценных бумаг на счет нового владельца. При этом сами ценные бумаги и сертификаты на них остаются без движения в хранилищах депозитария, т. е. физического движения ценных бумаг не происходит.

Обычно депозитарий обслуживает не одну, а несколько бирж. Это позволяет брокерам вести торговлю ценными бумагами на разных биржах, имея один счет депо в депозитарии, обслуживающем эти биржи. На современном профессиональном фондовом рынке подавляющее большинство поставок ценных бумаг осуществляется именно способом перевода их в депозитариях по соответствующим счетам депо.

Итак, если покупка-продажа ценных бумаг происходит на бирже, где функционируют клиринговая организация и депозитарий, то клиринговая организация передает в депозитарий расчетные документы, содержащие указание осуществить перевод по счетам депо участников торговли. Сделка считается исполненной, когда депозитарий осуществит перевод ценных бумаг по счетам депо и передаст клиринговой компании и участникам торговли соответствующие документы, т. е. выписки со счетов депо о произведенных переводах.

В странах с рыночной экономикой имеется достаточно стройная система фондового рынка, хотя отдельные звенья этой системы могут выполнять разные функции в зависимости от особенностей национального фондового рынка. Так, например, в ФРГ «Немецкий кассовый союз» выполняет одновременно функции клиринговой организации и депозитария, а денежные расчеты по сделкам на профессиональном фондовом рынке осуществляются через Центральный банк Германии (Дойче Бундес Банк). Международные депозитарно-клиринговые организации Cedel (Люксембург) и Euro-clear (Брюссель) выполняют одновременно функции клирингового центра, депозитария и расчетной системы.

В России показательным примером может служить деятельность Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ), на которой с мая 1993 г. продаются государственные облигации. Все этапы прохождения сделок с ценными бумагами организует сама биржа, выполняющая одновременно функции клиринговой организации, депозитария и расчетного центра.

Сделки на ММВБ заключаются между официальными участниками – дилерами. Заключенные сделки сразу же считаются зафиксированными, т. е. они минуют этапы сверки. По окончании биржевой сессии вычисляется чистое сальдо каждого дилера, после чего происходит списание со счета или запись на счет участника соответствующего количества ценных бумаг в депозитарии биржи. Одновременно с этим осуществляется перевод денежных средств по

счетам участников в расчетной системе ММВБ. Причем исполнение сделок организовано таким образом, что каждый участник торгов рассчитывается не друг с другом, а с биржей.

Контрольные вопросы

1. Дайте понятие биржевой торговли.
2. Что такое биржевые сделки?
3. Расскажите о биржевых приказах.
4. Опишите понятие листинга.

7. РИСК ВЛОЖЕНИЙ В ЦЕННЫЕ БУМАГИ

7.1. Риск и его виды

Одно из важнейших свойств ценных бумаг – их доходность. При прочих равных условиях инвесторы предпочтут вкладывать средства в наиболее доходные ценные бумаги. Однако это без учета риска вложений в разные виды ценных бумаг. Под *риском* понимается вероятность отклонения фактически полученного результата от величины ожидаемого дохода. Чем больше диапазон колебания возможных результатов, тем выше риск. Иными словами, чем выше вероятность возникновения убытков, тем выше риск. В свою очередь, чем выше риск вложений, тем бóльшую доходность должны приносить такие инвестиции. Инвесторы стремятся к тому; чтобы иметь наименьший риск при данном уровне доходности актива или обеспечить максимальную доходность при определенном уровне риска.

Объектами инвестиций могут быть как различные виды предпринимательской деятельности (производство, торговля, транспорт, консалтинг, финансы), так и вложения в недвижимость, драгоценности, ценные бумаги. Все эти направления подвержены определенному риску, причем его величина зависит от различных факторов. Все источники риска в какой-то степени связаны друг с другом, поэтому невозможно определить степень риска, происходящего от каждого отдельного источника.

В зависимости от того, от действия каких источников возникает риск, можно выделить следующие его виды.

Предпринимательский риск (business risk) – это степень неопределенности доходов от предпринимательской деятельности, под которой здесь понимаются любые виды деятельности, связанные с производством и реализацией товаров и оказанием разного рода услуг (производство, торговля, транспорт, банковские услуги, консалтинг и т. д.).

В любой фирме расходы могут оказаться больше, чем предполагается. В любом виде деятельности возможны ошибки работников, риски от кражи и порчи имущества, перебои в энергоснабжении, потери информации и т. д. В банках, например, это взломы компьютерных систем и нелегальные переводы денег. Одним словом, любая фирма может понести убытки или даже обанкротиться. В результате фирма может прекратить оплачивать долговые обязательства и выплачивать дивиденды по акциям.

Предпринимательский риск связан с конкретным видом деятельности и зависит от целого ряда факторов.

Во-первых, он зависит от спроса на продукцию или услуги. Чем стабильнее спрос, тем ниже предпринимательский риск.

Во-вторых, этот риск зависит от стабильности цен на продукцию. Чем стабильнее цены на продукцию фирмы, тем меньше фирма подвергается риску.

В-третьих, риск зависит от изменения цен на сырье и материальные ресурсы. Чем неопределеннее эти цены, тем выше степень предпринимательского риска.

В-четвертых, от возможностей фирмы регулировать цены на свою продукцию в зависимости от изменения затрат на ресурсы. Чем больше такая возможность, тем меньше степень предпринимательского риска.

В-пятых, от скорости устаревания продукции. Например, инвестиционные компании, занимающиеся электро-, газо-, водоснабжением, являются менее рискованными, чем инвестиции в производство новых видов изделий, таких, как электроника, фармакология.

В-шестых, от доли постоянных расходов в составе затрат фирмы. Чем выше доля, тем выше степень предпринимательского риска, т. к. даже незначительное снижение объема реализации может привести к существенному снижению доходов фирмы. (Действие этого фактора особенно остро проявляется на предприятиях капиталоемких и наукоемких отраслей.)

Кредитный риск (риск неплатежа или невыполняемых обязательств) – это вероятность потерь вложений в ценные бумаги. Связан с тем, что эмитент, выпустивший ценные бумаги, может оказаться неплатежеспособным, т. е. не сможет выплачивать проценты и основную сумму долга по долговым обязательствам, не сможет выплачивать дивиденды по акциям, в результате ценные бумаги обесценятся и не принесут ожидаемого дохода.

Принято считать, что государственные облигации являются безрисковыми инструментами.

Финансовый риск (financial risk) – это степень неопределенности, связанная с привлечением заемных средств. Чем больше доля заемных средств у фирмы, тем выше риск вложений в данную фирму.

Риск, связанный с инфляцией, или *риск покупательной способности* (purchasing power risk). В период инфляции общий уровень цен возрастает. Это означает, что покупательная способность денежной единицы падает. В этой ситуации несут потери владельцы облигаций и привилегированных акций, имеющих фиксированные доходы (проценты и дивиденды), поэтому более предпочтительны инвестиционные инструменты, чьи стоимости или доходы движутся в одном направлении с общим уровнем цен. Таковыми могут быть облигации с плавающей процентной ставкой, обыкновенные акции, недвижимость.

Валютный риск (exchange rate risk) связан с неблагоприятным изменением курса иностранной и национальной валюты. Так, вложения в иностранные облигации могут принести меньшую прибыль, если произошла девальвация этой валюты.

Процентный риск (interest rate risk) связан с изменением уровня процентных ставок. С ростом процентных ставок падают курсы ценных бумаг с фиксированным доходом. Уменьшение процентных ставок приводит к росту курсов таких бумаг. Происходит это потому, что ценная бумага должна приносить такой же уровень дохода, как и вновь выпускаемые ценные бумаги при существующей ставке процента. Этому риску подвержены не только ценные бумаги с фиксированной ставкой процента, но и другие инвестиционные инструменты, в том числе обыкновенные акции и имущественные вложения. Общая зависимость здесь такова: чем выше процентная ставка, тем ниже курс акций или стоимость имущества, и наоборот, при снижении процентных ставок происходит рост курсовой стоимости акций и приносящей доход недвижимости.

Риск ликвидности (liquidity risk) связан с невозможностью продать инвестиционный инструмент в нужный момент по соответствующей цене. Хотя вложения в ценные бумаги означают, что инвестор вкладывает деньги на какое-то (иногда довольно значительное) время, из-за неопределенных обстоятельств инвестору неожиданно могут потребоваться деньги, и он попытается реализовать ценные бумаги раньше окончания срока их действия. В этом случае важным фактором для инвестора является возможность превратить ценные бумаги в деньги, т. е. ликвидность ценных бумаг. Среди долговых бумаг ценные бумаги государства являются наиболее ликвидными. Муниципальные облигации имеют значительно более ограниченный вторичный рынок. Что касается корпоративных ценных бумаг (акций и облигаций), то их ликвидность варьируется очень широко. Акции и облигации крупных компаний, имеющие высокий кредитный рейтинг и котирующиеся на фондовых биржах, являются достаточно ликвидными.

Рыночный риск (market risk) вызывается действием факторов, которые оказывают влияние на все виды вложений, хотя их действие оказывается неодинаковым на разные инвестиции. Доходность и стоимость вложений изменяется под влиянием политических и общественных событий, экономической ситуации, а также под воздействием изменений во вкусах и структуре потребления инвесторов, в их отношении к качеству жизни. Направление и степень этих колебаний неодинаково сказывается на объектах инвестирования, их стоимости и доходности. Например, даже инвестиции в недвижимость, несмотря на то, что они подвержены меньшему влиянию рыночных факторов, могут потерять привлекательность инвесторов вследствие повышения требований к качеству жилья, местоположения и т. д. В результате их стоимость и доходность снизятся. Особенно сильное влияние разного рода политические и экономические факторы оказывают на курс акций. Так, усиление или ослабление напряженности на Ближнем Востоке неоднократно приводило к колебанию курсов акций нефтяных компаний. Если инвестор приобретает акции, то он рассчитывает получить прибыль, которая будет складываться из дивидендов и прироста курсовой стоимости акций. И опять-таки, чем рисковее акции, а это значит, что фирма не сможет выплачивать ожидаемые дивиденды или курсовая стоимость акций не сможет расти в ожидаемом темпе, тем выше должна быть ожидаемая прибыль, чтобы побудить инвестора вкладывать средства в покупку акций.

Случайный риск (event risk) связан с неожиданным событием, которое обычно оказывает немедленное воздействие на стоимость и доходность инвестиций. В частности, поглощение или выкуп компании за счет заемного капитала могут привести к падению курсов ценных бумаг. Случайные события могут вызвать как снижение, так и рост курса ценных бумаг. К случайному риску может быть отнесен и риск, вызванный форс-мажорными обстоятельствами, т. е. обстоятельствами непреодолимой силы (стихийное бедствие, революция, военные действия и т. д.). При наступлении таких обстоятельств одна из сторон может не выполнить условия соглашения, но при этом она освобождается от ответственности. Другая сторона в результате может понести убытки.

Отраслевой риск (branch risk) связан с тем, что изменения, происходящие в политической, экономической и общественной жизни по-разному сказываются

на развитии отдельных отраслей. Например, спад в экономике может быть больше или меньше, чем в отдельной отрасли. Может случиться и так, что спад во всей экономике будет сопровождаться ростом производства в отдельной отрасли. И наоборот, отдельная отрасль может испытывать спад, не смотря на подъем экономики страны. Следовательно, инвестиции в ценные бумаги, и прежде всего в акции, будут подвержены отраслевому риску. (Естественно, этому риску будут подвержены и реальные вложения.) Ухудшение финансового положения эмитентов депрессивных отраслей будет оказывать влияние не только на курс акций, но и на курс долговых бумаг.

Страновой риск (country risk). В условиях международного переплетения капиталов и возможности осуществлять инвестиции не только в стране, но и за рубежом инвесторы будут подвергаться страновому риску. Страновой риск – это степень неопределенности (или возможность потерь), связанная с особенностями функционирования капитала в той или иной стране. Дело в том, что на условия ведения бизнеса оказывают влияние общественно-политические, правовые и экономические факторы. В разных странах различные политические режимы, разное государственное устройство, есть различия в религиях, в степени решения этнических проблем. Неодинакова степень разработки законодательной и нормативной базы, степень свободы предпринимательства и государственного регулирования экономики. Разная инфляция, величина внешнего долга, неодинаковые запасы иностранной валюты, разный налоговый режим, разные темпы роста ВВП. Страновой риск зависит и от криминогенной ситуации в стране, наличия (или отсутствия) военных действий, религиозных разногласий, развития бюрократии. Все эти обстоятельства в их совокупности и обуславливают неодинаковую возможность потерь или осуществления инвестиций в разных странах.

7.2. Измерение риска

Риск, как сказано выше, связан с возможностью свершения некоторых неблагоприятных событий, которые могут привести к потере или ущербу. Если вы играете в казино или на скачках, то вы рискуете собственными деньгами. Если вы покупаете спекулятивные акции, то вы также рискуете получить меньшую прибыль, чем предполагали. Во всех названных случаях вы рискуете, но надеетесь, что при удачном стечении обстоятельств получите большую выгоду.

Инвестиционный риск заключается в том, что есть вероятность получить действительную прибыль меньше ожидаемой. Чем выше шанс низкой или негативной прибыли, тем более рисковыми являются данные инвестиции. Очевидно, что формулировки типа «более рисковые» или «менее рисковые» являются довольно расплывчатыми. Попробуем поэтому определить степень риска более точно.

7.3. Вероятность распределения

Вероятность события можно определить как шанс того, что это событие произойдет. Если установлены все возможные исходы и выявлена на вероятность каждого события, то мы получаем вероятность распределения изучаемого явления. Например, если инвестор приобретает облигацию, то он рассчитывает получать определенный процент, который будет являться нормой прибыли на эти инвестиции. Возможные результаты от этих инвестиций состоят в том, что эмитент или будет выплачивать проценты, или будет испытывать трудности в выплате процентов. Чем выше вероятность невыплаты процентов, тем рисковее облигации, а чем выше риск, тем выше требования инвестора к величине процентной ставки по облигациям. На практике довольно часто стандартные отклонения, достигнутые в прошлом, используются для оценки будущих стандартных отклонений. В то же время большинство аналитиков признает, что среднюю доходность, достигнутую в прошлом, вряд ли можно использовать для оценки будущего ее значения, т. к. факторы, обусловившие определенный уровень нормы прибыли в прошлом, вряд ли могут измениться в таком же сочетании, и ожидаемая отдача будет значительной отличаться от средней. Достигнутое стандартное отклонение может быть хорошей оценкой будущего риска, но оно не годится для оценки будущей нормы прибыли.

Помимо стандартного отклонения, для измерения степени риска можно использовать также коэффициент вариации, который представляет собой стандартное отклонение, деленное на ожидаемую норму прибыли.

7.4. Соотношение риска и доходности ценных бумаг

Что касается конкретных значений величины доходности, то диапазоном их колебаний является срок действия ценной бумаги, оказывающим существенное влияние на доходность. Когда срок действия финансового инструмента увеличивается, уровень доходности обычно возрастает. С точки зрения инвестора, это вполне объяснимо, т. к. отдавая деньги на длительный срок, инвестор подвергается большему риску. В случае повышения процентной ставки по краткосрочным обязательствам долгосрочные вложения могут обесцениться и оказаться менее прибыльными. Вот почему даже государственные долгосрочные облигации (срок действия более одного года) должны иметь более высокую доходность по сравнению с государственными краткосрочными облигациями. Корпоративные облигации, которые имеют более высокую степень риска по сравнению с государственными облигациями, имеют и более высокую премию за риск.

Инвесторы, которые вкладывают свои средства в обыкновенные акции, принимают на себя дополнительный риск, а потому должны получать более высокую прибыль на свои вложения.

Из сказанного можно заключить, что доходность ценных бумаг должна быть связана со степенью их риска. Иными словами, эффективное вложение в ценные бумаги (как, впрочем, и в другие активы) следует оценивать с точки зрения как приносимого дохода, так и возможного риска. Доходность и риск – это параметры, характеризующие качество ценных бумаг.

Большинство инвесторов, как свидетельствуют многочисленные обследования, действительно не расположены к риску. Если взять «среднего инвестора» (что является чисто теоретическим понятием), то он не расположен к риску. Поэтому в дальнейшем мы будем предполагать, что инвесторы не расположены к риску.

Как отражается нерасположенность инвесторов к риску на стоимости ценных бумаг и норме прибыли? Ответ может быть только один: чем выше риск, тем ниже стоимость ценных бумаг и выше норма прибыли.

7.5. Рейтинги ценных бумаг

Общий риск, связанный с осуществлением любых инвестиций, в том числе и инвестиций в ценные бумаги, происходит из всех названных источников. Действие всех указанных причин, вместе взятых, и определяет совокупный риск вложений в ценные бумаги. В принципе все источники риска в той или иной мере связаны друг с другом, поэтому невозможно определить риск, который происходит от каждого отдельного источника.

Для владельца долговой ценной бумаги важнейшее значение имеет риск неплатежа, заключающийся в том, что заемщик не сможет произвести процентные платежи и погашение основной суммы долга. Чем выше вероятность неплатежа, тем выше должен быть уровень доходности ценных бумаг. Государственные ценные бумаги, которые считаются наиболее надежными по степени риска инструментами, как правило, имеют наиболее низкую доходность. Уровень доходности ценных бумаг возрастает по мере повышения степени их риска.

В странах мирового сообщества имеется ряд аналитических компаний, которые на основе анализа финансового состояния и платежеспособности эмитента оценивают качество долговых ценных бумаг и привилегированных акций и в соответствии с этим относят выпущенные различными эмитентами ценные бумаги к тому или иному месту. Наиболее известны рейтинги долговых ценных бумаг, производимых рейтинговыми агентствами Moody's, Standard & Poor's.

Контрольные вопросы

1. Понятие риска, его виды.
2. Каково соотношение риска и доходности на рынке ценных бумаг?
3. Расскажите об отечественных и международных рейтингах рынка ценных бумаг.

8. ВОПРОСЫ К ЭКЗАМЕНУ

1. Понятие рынка ценных бумаг и его виды.
2. Место и функции РЦБ.
3. Составные части РЦБ.
4. Эмитенты РЦБ.
5. Инвесторы.
6. Регулирование РЦБ понятие, принципы.
7. Государственное регулирование российского РЦБ.
8. Понятие ценных бумаг.
9. Классификация ценных бумаг.
10. Акции: сущность, виды.
11. Дивиденд.
12. Стоимостная оценка акций.
13. Доходность акций.
14. Облигации: общая характеристика, виды.
15. Стоимостная оценка облигаций.
16. Дисконт и процентный доход по облигациям.
17. Доходность облигаций.
18. Государственные ценные бумаги: общая характеристика и виды.
19. Государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО).
20. Вексель.
21. Депозитные и сберегательные сертификаты.
22. Чек.
23. Коносамент.
24. Ценные бумаги, отсутствующие в российском законодательстве.
25. Фондовые брокеры и дилеры.
26. Управляющие компании и их деятельность.
27. Коммерческие банки па РЦБ.
28. Регистраторы.
29. Депозитарии.
30. Расчетно-клиринговые организации.
31. Инвестиционные фонды и их деятельность на РЦБ.
32. Задачи и функции фондовой биржи.
33. Закон «О РЦБ» о фондовой бирже.
34. Первичный РЦБ.
35. Понятие эмиссии ценных бумаг.
36. Процедура эмиссии ЦБ.
37. Андеррайтинг.
38. Вторичный РЦБ.
39. Порядок включения ЦБ в рыночный процесс.
40. Брокерское обслуживание клиентов.
41. Организация торгов на биржевом и внебиржевом рынках.
42. Котировка ЦБ.
43. Понятие производных ЦБ.
44. Фьючерсный контракт.

45. Свободнообращающийся и биржевой опцион.
46. Краткосрочные процентные фьючерсы.
47. Долгосрочные процентные фьючерсы.
48. Фьючерсные контракты на индексы фондового рынка.
49. Валютные фьючерсы.
50. Виды биржевых опционных контрактов.
51. Ценообразование на фьючерсные контракты.
52. Ценообразование на биржевые опционы.
53. Закон «О рынке ценных бумаг».
54. Гражданский кодекс (часть I, глава 7 «Ценные бумаги»).
55. Закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг».
56. Виды сделок с ценными бумагами.
57. Понятие и необходимость клиринга и расчетов.
58. Организация денежных расчетов и поставки ценных бумаг.
59. Фундаментальный анализ на рынке ценных бумаг.
60. Технический анализ на рынке ценных бумаг.
61. Виды рисков на рынке ценных бумаг.
62. Биржевые индексы.
63. Портфель ценных бумаг и принципы его формирования.
64. Управление портфелем ценных бумаг.
65. Модели выбора оптимального портфеля ценных бумаг.
66. Региональный рынок ценных бумаг.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

Основной

Вострокнутова, А. И. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов [Текст] : учеб. пособие для студ., обучающихся по спец. 061000 «Государственное и муниципальное управление» / А. И. Вострокнутова. – Сыктывкар : КРАГСИУ, 2003. – 125 с.

Галанов, В. А. Рынок ценных бумаг [Текст] : учебник для студ. вузов, обучающихся по спец. 080105 «Финансы и кредит», 080109 «Бухгалтерский учет, анализ и аудит», 080102 «Мировая экономика» / В. А. Галанов. – М. : ИНФРА-М, 2008. – 378 с.

Мишарев, А. А. Рынок ценных бумаг [Текст] : учеб. пособие для студ., обучающихся по спец. «Финансы и кредит», «Бухгалтерский учет, анализ и аудит» / А. А. Мишарев. – М. ; СПб. ; Н. Новгород : Питер, 2007. – 256 с.

Рынок ценных бумаг: инструменты и механизмы функционирования [Текст] : учеб. пособие для студ. вузов / А. Г. Ивасенко, Я. И. Никонова, В. А. Павленко. – Изд. 2-е, перераб. – М. : КноРус, 2005. – 272 с.

Рынок ценных бумаг [Текст] : комплексный учебник : учеб. пособие для студ. вузов, обучающихся по спец. «Финансы и кредит», «Мировая экономика» и «Бухгалтерский учет, анализ и аудит» / Е. Ф. Жуков [и др.]. – М. : Вузовский учебник, 2009. – 254 с.

Рынок ценных бумаг [Текст] : учеб. пособие для студ. вузов, обучающихся по экон. спец. / ред. Е. Ф. Жуков. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2005. – 399 с.

Рынок ценных бумаг [Текст] : учеб.-метод. комплекс / С. Б. Коваленко. – Ульяновск : УлГТУ, 2003. – 119 с.

Рынок ценных бумаг [Текст] : учебник для студ. вузов по спец. 060500 «Бухучет, анализ и аудит», 060400 «Финансы и кредит», 060600 «Мировая экономика» / А. А. Килячков, Л. А. Чалдаева. – 2-е изд., с изм. – М. : Экономистъ, 2005. – 687 с.

Рынок ценных бумаг [Текст] : учебник для студ. экон. спец. и направлений вузов / под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Финансы и статистика, 2008. – 448 с.

Дополнительный

Новиков, Ю. С. Рынок ценных бумаг [Текст] : программа и учеб.-метод. материалы по дисциплине «Рынок ценных бумаг» для студ. инж.-экон. фак. / Ю. С. Новиков. – Сыктывкар : СЛИ, 1999. – 40 с.

Новиков, Ю. С. Рынок ценных бумаг: сущность, основные понятия, законодательная основа [Текст] : учеб.-метод. пособие для студ. спец. «Экономика и управление на предприятиях лесного комплекса» / Ю. С. Новиков. – Сыктывкар : СЛИ, 1999. – 254 с.

Рынок ценных бумаг [Текст] : учебник для экон. спец. и напр. вузов / под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. – М. : Финансы и статистика, 1996. – 352 с.