

УЧЕБНОЕ

ПОСОБИЕ

А. А. Мишарев

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Рекомендовано УМО по образованию в области финансов, учета
и мировой экономики в качестве учебного пособия для студентов,
обучающихся по специальностям «Финансы и кредит»,
«Бухгалтерский учет, анализ и аудит»



Издательская программа

300 лучших учебников для высшей школы

осуществляется при поддержке Министерства образования и науки РФ

 **ПИТЕР®**

Москва · Санкт-Петербург · Нижний Новгород · Воронеж
Ростов-на-Дону · Екатеринбург · Самара · Новосибирск
Киев · Харьков · Минск

2007

ББК 65.9(2)262.29я7

УДК 336.761(075)

М71

- Мишарев А. А.**
М71 Рынок ценных бумаг. — СПб.: Питер, 2007. — 256 с.: ил. — (Серия «Учебное пособие»).

ISBN 5-91180-017-9

В учебном пособии рассматриваются основные вопросы теории ценных бумаг, анализируются организационные формы и механизм фондового рынка, раскрываются особенности различных видов ценных бумаг в России. Представлены модели оценки вложений в ценные бумаги и инвестиционного риска, описывается функционирование фондовой биржи. Значительное внимание уделяется существующей в Российской Федерации законодательно-нормативной базе рынка ценных бумаг.

Курс предназначен студентам, аспирантам, преподавателям, научным и практическим работникам, а также всем интересующимся проблемами рынка ценных бумаг.

Рекомендовано УМО по образованию в области финансов, учета и мировой экономики в качестве учебного пособия для студентов, обучающихся по специальностям «Финансы и кредит», «Бухгалтерский учет, анализ и аудит».

ББК 65.9(2)262.29я7

УДК 336.761(075)

Все права защищены. Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельцев авторских прав.

ISBN 5-91180-017-9

© ООО «Питер Пресс», 2007

Содержание

Введение	6
Лекция 1. Введение в финансовый рынок	8
1.1. Основные подходы к определению финансового рынка	8
1.2. Структура и функции финансового рынка	11
1.3. Субъекты и объекты финансового рынка	15
1.4. Основы финансовых расчетов	17
Лекция 2. Рынок ценных бумаг как составная часть финансового рынка	22
2.1. Понятие и механизм рынка ценных бумаг	22
2.2. Основные функции рынка ценных бумаг	27
2.3. Структура рынка ценных бумаг	29
2.4. Понятие и общая классификация ценных бумаг	32
Лекция 3. Поставщики и потребители капитала на первичном рынке ценных бумаг	43
3.1. Эмитенты как потребители финансовых ресурсов	43
3.2. Эмиссия и размещение ценных бумаг	47
3.3. Инвесторы как поставщики капитала	55
Лекция 4. Профессиональная инфраструктура рынка ценных бумаг	61
4.1. Операционная инфраструктура рынка ценных бумаг	62
4.2. Обслуживающая инфраструктура	69
Лекция 5. Облигации как долговые ценные бумаги	83
5.1. Фундаментальные свойства облигаций	83
5.2. Виды корпоративных облигаций	87
5.3. Особенности эмиссии и размещения облигаций	92
5.4. Стоимость, цена и доходность облигаций	96
Лекция 6. Государственные долговые обязательства	101
6.1. Государственные обязательства: выпуск, размещение, типы	101

6.2. Регулирование выпуска ГЦБ в Российской Федерации	105
6.3. Краткосрочные государственные обязательства в России	107
6.4. Среднесрочные государственные облигации в России	112
6.5. Долгосрочные государственные облигации в России	120
6.6. Новация государственных долговых обязательств РФ	123
Лекция 7. Акции как долевые ценные бумаги	127
7.1. Общие характеристики акций	127
7.2. Привилегированные акции и их виды	135
7.3. Особенности эмиссии и размещения акций	138
7.4. Стоимость, курс и доходность акций	144
Лекция 8. Ценные бумаги денежного рынка	151
8.1. Вексель как ценная бумага	151
8.2. Банковские сертификаты	158
8.3. Чеки и чековый оборот	164
Лекция 9. Риск и перспективы вложений в ценные бумаги	170
9.1. Понятие и виды риска на рынке ценных бумаг	170
9.2. Оценка вложений в ценную бумагу с учетом риска	175
9.3. Выбор варианта вложений в ценные бумаги	179
9.4. Портфель ценных бумаг	183
Лекция 10. Фондовая биржа как вторичный рынок ценных бумаг	191
10.1. Фондовая биржа как организатор торговли	191
10.2. Формы организации и содержание биржевой торговли	197
10.3. Котировка ценных бумаг на бирже	205
10.4. Биржевые сделки с ценными бумагами	211
Лекция 11. Анализ фондового рынка	220
11.1. Фундаментальный анализ конъюнктуры рынка	220

Содержание	5
-------------------	----------

11.2. Финансовый анализ эмитента	224
11.3. Технический анализ биржевого рынка	235
11.4. Биржевые индексы.....	244
Вместо заключения	251

ВВЕДЕНИЕ

Формирование рыночной системы в России сопровождается возрождением как на микроэкономическом, так и на макроэкономическом уровне многих явлений и процессов, свойственных товарному производству. Одним из них, безусловно, выступает рынок ценных бумаг. Это даже, скорее, некий знаковый атрибут рынка, поскольку в нем воплощено само движение капитала как инвестиционного ресурса. В этом смысле рынок ценных бумаг кардинально меняет всю систему финансовых отношений и связей. Будучи оформлены как финансовые документы, они обретают правовую природу и особую устойчивость. Не случайно именно по состоянию фондового рынка во многом судят об уровне экономики наиболее развитых стран.

Возникновение и развитие рынка ценных бумаг в современной России имеют свою особенность, которую можно назвать логикой возрождения. В ее основе лежат приватизационные процессы, не объединяющие, а обособляющие капиталы на уровне хозяйственных звеньев. Соответственно становление крупной частной собственности в российских условиях сопровождается ее монополизацией в иных, нежели было ранее, формах. И в первую очередь это происходит благодаря экономико-правовым возможностям рынка ценных бумаг и с использованием его механизмов.

Перераспределительная и спекулятивная по своей сути модель российского рынка ценных бумаг 90-х гг. XX в. формировалась в значительной мере стихийно. Знания и опыт приобретались с практикой. Этим объясняется во многом просветительский и историографический характер большинства учебных изданий того периода, в которых поднимались вопросы рынка ценных бумаг.

Сейчас ситуация изменилась, причем изменения затронули как саму модель рынка ценных бумаг, так и систему подготовки специалистов в этой области финансовых отношений. Появилось немало серьезных учебных пособий, авторами которых выступили видные российские ученые, читающие лекции о рынке ценных бумаг в ведущих учебных заведениях страны. Многие из таких публикаций имеют фундаментальный характер. Их осмысление, а также опыт научной,

преподавательской и практической деятельности послужили основой предлагаемого автором учебного пособия «Рынок ценных бумаг: Учебное пособие».

Курс предполагает изучение теории ценных бумаг и общих закономерностей организации и функционирования фондового рынка, обучение навыкам работы с ценными бумагами в российских условиях, ознакомление с опытом стран развитой рыночной экономики. Особое внимание обращается на существующее в России законодательство в области ценных бумаг, государственное регулирование их выпуска, проблемы и перспективы работы с фондовыми инструментами. Значительная часть материала посвящена формам, методам, приемам инвестирования в ценные бумаги, формированию портфеля ценных бумаг и управлению им.

При подготовке курса использовались материалы отечественных и зарубежных авторов, нормативно-правовые документы, принятые в Российской Федерации применительно к рынку ценных бумаг. По ходу изложения тем читатель отсылается ко многим из них для получения дополнительной информации. В то же время содержание ряда разделов отражает авторскую точку зрения и представляет собой предмет для дискуссии.

Курс может быть полезен студентам экономических и юридических специальностей, аспирантам, преподавателям аналогичных и смежных дисциплин, специалистам в области финансового менеджмента, работникам отделов ценных бумаг и управления акционерным капиталом.

Лекция 1

ВВЕДЕНИЕ В ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК

Вопросы темы

- 1.1. Основные подходы к определению финансового рынка.
- 1.2. Структура и функции финансового рынка.
- 1.3. Субъекты и объекты финансового рынка.
- 1.4. Основы финансовых расчетов.

1.1. Основные подходы к определению финансового рынка

Рыночная экономика требует постоянной мобилизации временно свободных денежных ресурсов и их перераспределения между хозяйственными субъектами. На практике это обеспечивается финансовым рынком.

Безусловно, *финансовый рынок* — одна из важнейших структурных составляющих рынка в целом. Поэтому на данное понятие распространяется та неопределенность, которая свойственна определению рынка как такового. Сейчас нет единого представления о сущности финансового рынка, его структуре, а значит, отсутствует и общепризнанное его понимание.

Определения финансового рынка колеблются от самых общих (так сказать, контурных) до частных, привязанных к конкретному явлению, а потому суживающих объем понятия. В качестве иллюстрации первого подхода можно привести предложенное И. Ю. Львовым определение финансового рынка как сферы «функционирования финансово-кредитного механизма»¹. Общий подход заявлен и Л. П. Белых в учебном пособии «Основы финансового рынка». По мнению его авто-

¹ Львов И. Ю. Банки и финансовый рынок. СПб.: Культ-Информ Пресс, 1995. С. 165.

ра, «финансовые рынки — это общее обозначение тех рынков, на которых проявляются спрос и предложение на различные платежные средства»¹. Но в этом определении есть один ограничивающий фактор: объект финансового рынка сведен лишь к платежным средствам. Расширительная трактовка присутствует в подходе И. Т. Балабанова. По его мнению, финансовый рынок — «это сфера проявления экономических отношений между продавцами и покупателями финансовых ресурсов и инвестиционных ценностей»². Примерно такой же точки зрения придерживаются авторы учебного пособия «Фондовый рынок» Н. И. Берзон, А. Ю. Аршавский и Е. А. Буянова.

В одном из первых российских учебных пособий по рынку ценных бумаг под редакцией В. С. Торкановского финансовый рынок рассматривается как «совокупность всех денежных ресурсов страны... находящихся в постоянном движении, распределении или перераспределении, меняющихся под влиянием спроса и предложения на эти ресурсы...»³.

Безусловное достоинство приведенных определений состоит в указании на общность финансового рынка с системой рыночных отношений в целом, а именно, на отношения спроса и предложения.

Примером второго подхода в толковании рассматриваемого понятия может служить понимание финансового рынка лишь как рынка ценных бумаг (в контексте утверждаемого авторами — фондового рынка), представленное, в частности, в учебном пособии «Ценообразование на финансовом рынке», изданном под редакцией В. Е. Есипова⁴. И хотя в своем новом учебном пособии с аналогичным названием В. Е. Есипов и Г. А. Маховикова указывают на то, что рынок ценных бумаг представляет собой сегмент финансового рынка⁵, можно, тем не менее, говорить о сохранении авторами прежней точки зрения.

¹ *Бельх Л. И.* Основы финансового рынка. 13 тем: Учебное пособие для вузов. М.: Финансы; ЮНИТИ, 1999. С. 14.

² *Балабанов И. Т.* Финансовый менеджмент. М.: Финансы и статистика, 1997. С. 27.

³ Рынок ценных бумаг и его финансовые институты: Учебное пособие / Под ред. В. С. Торкановского. СПб.: АО «Комплект», 1994. С. 7.

⁴ См.: Ценообразование на финансовом рынке: Учебное пособие / Под ред. В. Е. Есипова. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1998.

⁵ *Есипов В. Е., Маховикова Г. А.* Ценообразование на финансовом рынке: Учебное пособие. СПб.: Питер, 2001.

Не отрицая данных подходов и в целом уважая отмеченные позиции, следует сказать, что они представляются не совсем корректными.

Более прагматично высказываются зарубежные исследователи, для которых характерно оперирование терминами макроэкономики, в частности, такими как *накопления* и *инвестиции*. В этом отношении примечательно выделение в качестве основного назначения финансовых рынков «эффективного распределения накоплений», сделанное Дж. К. Ван Хорном¹. В своей книге «Макроэкономика. Глобальный подход» Дж. Сакс и Б. Ларрен рассматривают финансовый рынок как сферу обращения финансовых активов² (*в свою очередь, финансовые активы принято рассматривать как один из вариантов инвестирования*. — А. М.).

Думается, что близка к этому подходу позиция отечественного исследователя И. А. Бланка, рассматривающего финансовый рынок как рынок, на котором объектом купли-продажи выступают различные финансовые инструменты и финансовые услуги³. Как достоинство в таком утверждении следует отметить, во-первых, указание на родовую признак любого рынка — соотношение спроса и предложения (*купля-продажа в определении И. А. Бланка*. — А. М.); во-вторых, выделение широкого круга объектов этого рынка — финансовые инструменты и финансовые услуги.

Аналогична указанной и точка зрения В. В. Ковалева. По его мнению, «финансовый рынок представляет собой организованную или неформальную систему торговли финансовыми инструментами»⁴. Однако в отличие от представленных ранее определений в данном закладывается иной (не по видам финансовых инструментов) критерий сегментации финансового рынка — организационная основа. Такой подход прослеживается и в учебнике «Финансы», изданном в 2001 г. коллективом ученых экономического факультета Санкт-Петербургского государственного университета⁵.

¹ Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами. М.: Финансы и статистика, 1996.

² Сакс Дж., Ларрен Б. Макроэкономика. Глобальный подход. М.: Дело, 1996.

³ Бланк И. А. Основы финансового менеджмента. Киев: Ника-Центр, 1999.

⁴ Ковалев В. В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. М.: Финансы и статистика, 1996. С. 35.

⁵ Финансы: Учебник / Под ред. В. В. Ковалева. М.: ПБОЮЛ М. А. Захаров, 2001.

В целом, соглашаясь с данным представлением, следует отметить некоторую неустоявшуюся терминологию, касающуюся объектов финансового рынка. В специальной литературе оперируют понятиями «финансовые обязательства», «финансовые активы», «финансовые инструменты», «финансовые вложения». Думается, что все они правомочны, различие между ними вызвано лишь положением на рынке субъекта, к которому относятся понятия: это либо тот, кто привлекает капитал, либо же тот, кто капитал предоставляет. В этом смысле один и тот же объект сделок купли-продажи на финансовом рынке может быть назван и финансовым обязательством, и финансовым активом, и финансовым вложением. Поэтому корректнее в том случае, когда речь идет об общем понятии финансового рынка, использовать термин «финансовые инструменты» в качестве наиболее широкого. Представляется, что именно в этом смысле он трактуется составителями Финансово-кредитного энциклопедического словаря под редакцией профессора А. Г. Грязновой. В остальном же уместен подход И. А. Бланка и В. В. Ковалева, поэтому он используется и в данном курсе лекций.

Однако автор считает возможным предложить и собственное понимание сущности финансового рынка как совокупности экономических отношений и обслуживающих их институтов, обеспечивающих превращение денег в капитал посредством финансовых инструментов. На наш взгляд, такой подход позволяет выделить наиболее глубокий смысл финансового рынка, состоящий в обеспечении движения $D-D'$ — самой фетишизированной формы движения капитала. Следует согласиться и с имеющимся в литературе мнением, что финансовый рынок в значительной своей части связан с движением фиктивного капитала¹.

1.2. Структура и функции финансового рынка

Понятие «финансовый рынок» следует рассматривать как обобщенное. На практике данное явление представляет собой достаточно сложную структуру, объединяющую различные виды рынков, каждый из которых имеет собственные сегменты. Соответственно его можно классифицировать по определенным критериям.

¹ Не задаваясь целью рассмотреть сущность фиктивного капитала, отметим, что в данном случае его следует трактовать в наиболее традиционном смысле как капитал, представленный в ценных бумагах, регулярно приносящих доход и совершающих самостоятельное, отличное от реального капитала движение.

Имманентным признаком служит *вид финансового инструмента как объекта отношений*. По этому критерию в составе финансового рынка традиционно выделяют:

1. *Кредитный рынок*. Его иное название — рынок ссудного капитала. Объектом экономических отношений здесь выступают кредитные ресурсы, а также финансовые документы, обращение которых предполагает условия возвратности и платности. В первой своей части этот рынок представлен банковским сектором, традиционно мобилизующим свободные денежные ресурсы и осуществляющим кредитные операции. Что же касается обращаемых финансовых документов кредитного характера, то большинство из них представляют собой ценные бумаги. Поэтому их отнесение к кредитному рынку не следует абсолютизировать, по крайней мере, рассматривать как единственно возможное в данной классификации.
2. *Рынок ценных бумаг*. Часто его называют фондовым, что не совсем корректно, поскольку кроме фондовых инструментов, обращающихся на этом рынке, можно выделить и денежные инструменты, в частности, имеющие кредитный характер, а также ряд других, составляющих объекты иных, нежели фондовый, сегментов этого рынка. В любом случае объектом купли-продажи здесь служат формализованные (стандартизированные) финансовые документы, признанные в качестве ценных бумаг законодательно. Сейчас это наиболее значительная часть финансового рынка.
3. *Валютный рынок*. На нем совершаются операции с валютой или же с финансовыми инструментами, основу которых составляет валюта. Применительно к России объектами данного рынка выступают, во-первых, валюта Российской Федерации, и, во-вторых, иностранная валюта. В первом случае это банкноты и монеты Банка России, средства на банковских счетах и в банковских вкладах. Во втором — денежные знаки, находящиеся в обращении и служащие законным средством наличного платежа на территории соответствующего иностранного государства или группы иностранных государств; средства на банковских счетах и в банковских вкладах в денежных единицах иностранных государств и международных денежных или расчетных единицах. К финансовым инструментам, основу которых составляет валюта, относятся внутренние и внешние ценные бумаги. Внутренними при этом выступают эмиссионные ценные бумаги, номинальная сто-

имость которых указана в валюте Российской Федерации и выпуск которых зарегистрирован в Российской Федерации, а также иные ценные бумаги, удостоверяющие право на получение валюты Российской Федерации, выпущенные на ее территории. Под внешними ценными бумагами понимаются ценные бумаги, не относящиеся к внутренним.

4. *Страховой рынок.* Объект купли-продажи здесь — страховая защита в виде различных страховых продуктов. Это весьма своеобразный объект финансовых отношений. По крайней мере, только ему присущи такие черты, как создание специальных денежных фондов, их использование исключительно при наступлении обозначенных событий, вероятностный характер этих событий.
5. *Рынок благородных металлов.* Это операции с золотом, серебром, платиной и металлами платиновой группы. Чаще всего его называют рынком золота: во-первых, в силу доминирующего характера последнего по сравнению с рынками иных благородных металлов; а во-вторых, традиционно ассоциируя с денежным материалом именно золото.

Еще одним критерием классификации может выступать *период обращения финансовых инструментов*. В данном случае выделяют следующие две разновидности финансового рынка.

1. *Рынок денежных инструментов*, или денежный. На нем обращаются финансовые инструменты со сроком до одного года. Это наиболее ликвидные и наименее рискованные финансовые инструменты.
2. *Рынок капитальных инструментов*, или рынок капитала. Его объектом выступают финансовые инструменты со сроком обращения более года, а также бессрочные финансовые инструменты. Они позволяют осуществлять инвестиционные проекты. Их считают менее ликвидными и более рискованными. Чаще всего они представлены ценными бумагами. Поэтому данный вид финансового рынка еще называют фондовым.

Всем отмеченным выше видам финансового рынка присущи определенные формы организации. Следовательно, можно говорить о третьем критерии классификации — об *организационных формах*. В соответствии с ним различают:

1. *Организованный рынок*, или биржевой. Он представлен системой фондовых, валютных бирж, биржами благородных металлов, а так-

же соответствующими отделами товарных бирж. Этот рынок характеризуется тем, что на нем существуют единые для всех участников правила торгов. Кроме этого, его отличают концентрация спроса и предложения в одном месте и в одно время, открытость торгов, гарантия сделок, объективность цен. В то же время круг финансовых инструментов этого рынка ограничен.

2. *Неорганизованный, или внебиржевой, рынок.* На нем обращаются финансовые инструменты, не зарегистрированные на бирже. Здесь нет обязательных для всех участников правил торгов, поэтому это более рискованный рынок. Однако перечень его финансовых инструментов более широк, нежели у биржевого. Именно на внебиржевом рынке осуществляется большая часть кредитных, страховых операций и операций с ценными бумагами.

Следует отметить, что сегодня широкое распространение получила так называемая *концепция четырех рынков*. В соответствии с ней биржевой и внебиржевой рынки (*первый и второй*) дополняются внебиржевой торговлей ценными бумагами, которые одновременно котируются на центральных биржах (*третий рынок*), а также прямыми — без посредников — сделками инвесторов и эмитентов (*четвертый рынок*).

В современных условиях распространен процесс постоянного перелива финансовых ресурсов из одних видов и сегментов рынка в другие — например, *секьюритизация*, т. е. перемещение финансовых операций с кредитного рынка на рынок ценных бумаг.

Основные функции финансового рынка в рыночной экономике таковы.

Во-первых, мобилизация временно свободных денежных средств и их эффективное распределение между участниками инвестиционного процесса. Источником временно свободных денежных средств служат сбережения населения, предпринимательского сектора и государства. Именно они должны превратиться в инвестиции. Различные составные части финансового рынка и обеспечивают этот процесс. Несомненно, между ними существует конкуренция. Наиболее привлекательными видами финансовых рынков становятся те, которые обеспечивают оптимальное для инвестора сочетание доходности и риска.

Во-вторых, формирование рыночных цен на финансовые инструменты. Обеспечивается это в первую очередь соотношением спроса на инвестиционные ресурсы, который предъявляют потребители ка-

питала, и предложением денежных ресурсов со стороны поставщиков капитала. Интересы тех и других представляют профессиональные посредники, без которых в современных условиях невозможно выполнение первой функции. Соответственно, цены формируются как результат взаимодействия всех указанных сторон финансовых сделок.

В-третьих, создание условий для минимизации рисков. Для выполнения этой функции финансовый рынок выработал особый механизм страхования — *диверсификацию капитала и формирование портфеля финансовых активов*, а также особые виды финансовых инструментов — *производные ценные бумаги*.

1.3. Субъекты и объекты финансового рынка

Субъекты финансового рынка — это те, кто выполняет на нем определенные операции, осуществляет различные функции, вступая при этом в отношения друг с другом. В зависимости от операций и функций, а значит, и характера взаимоотношений можно выделять различные экономические формы субъектов финансового рынка.

В первую очередь это *участники, выполняющие основные функции*. К ним относятся продавцы и покупатели финансовых инструментов (в литературе их часто называют поставщиками и потребителями капитала. — А. М.), а также финансовые посредники. Существуют как минимум две модели их взаимодействия: прямая и опосредованная форма сделок. В первом случае продавец и покупатель финансового инструмента вступают друг с другом в непосредственные отношения, не прибегая к финансовому посреднику. Во втором же случае движение финансового актива и денежных ресурсов происходит именно через посредника.

Продавцы и покупатели финансовых инструментов *составляют группу прямых участников финансового рынка*. Ее конкретный состав определяется характером финансовых инструментов, с которыми осуществляются операции.

Финансовые посредники одинаковы для всех видов финансового рынка. Их можно разделить на финансовых брокеров и финансовых дилеров. Принципиальное отличие первых от вторых состоит в том, что брокеры всегда осуществляют операции за счет клиента и не становятся собственниками финансового инструмента, по которому осуществлена посредническая операция. Дилеры же оперируют собственными денежными ресурсами и становятся на некоторое время собственниками фи-

нансового инструмента. На практике возможно совмещение функций брокера и дилера.

Кроме основных участников финансового рынка выделяют *участников, осуществляющих вспомогательные функции*. Это так называемая *инфраструктура финансового рынка*. Под ней понимается совокупность организаций, институтов, учреждений, фондов, обслуживающих непосредственных участников финансовых операций и создающих условия для наиболее оптимального прохождения всех этапов этих операций. В общем смысле к ним относятся биржи, депозитарии, регистраторы, расчетно-клиринговые и консультационные центры, финансовые консультанты. Специфика каждого из них будет рассмотрена применительно к рынку ценных бумаг.

Объектами финансового рынка выступают различные *финансовые инструменты*. Под ними чаще всего понимаются финансовые документы, имеющие денежную оценку, с помощью которых проводятся соответствующие операции. Для каждого из указанных финансовых рынков можно назвать свои финансовые инструменты. Однако все они сводятся к деньгам, валюте, благородным металлам, ценным бумагам, расчетным документам. При этом ценные бумаги и расчетные документы зачастую обслуживают движение иных финансовых инструментов.

Все финансовые инструменты имеют некоторые общие классификационные признаки. В частности, *по срокам обращения на рынке* они могут быть:

- *краткосрочные*, с периодом обращения до одного года. Они обслуживают операции на денежном рынке, поэтому их называют инструментами денежного рынка;
- *долгосрочные*, т. е. находящиеся на рынке более года, и *бессрочные*, не имеющие конкретного срока обращения. И те и другие обслуживают операции на рынке капитала, поэтому и называются инструментами фондового рынка.

По характеру финансовых обязательств можно выделить:

- *долговые инструменты*, обслуживающие кредитные отношения и предполагающие возврат их номинальной стоимости в установленный срок и выплату процентов на этот номинал;
- *долевые инструменты*, подтверждающие право владения имуществом, управления (распоряжения) им, а в определенных случаях и получения дохода;
- *инструменты, не обуславливающие последующих обязательств*. Они выступают объектом осуществления самой финансовой опе-

рации, а их продавец не несет никаких дополнительных обязательств.

Кроме того, определенные финансовые инструменты, в частности, ценные бумаги, делят на *первичные*, подтверждающие прямые имущественные права или отношения кредита, и *производные (деривативы)*, подтверждающие право либо же обязательство купить или продать первичные активы на заранее установленных условиях. Часто от этого права или обязательства можно отказаться, заплатив контрагенту премию.

1.4. Основы финансовых расчетов

Механизм финансового рынка, как и любого другого, подвержен действию определенных экономических закономерностей. Однако финансовый рынок отличается от всех остальных своим особым товаром. Здесь объектом купли-продажи выступают денежные ресурсы, которые на остальных рынках служат всеобщим эквивалентом.

С учетом приведенного выше определения финансового рынка более точным представляется понимание объекта купли-продажи на этом рынке, которое принадлежит Б. И. Алехину. По его мнению, таким объектом выступает *инвестиционный капитал*¹. При этом отмечаются крайне важные качества последнего: мобильность, уязвимость и редкость.

Полностью соглашаясь с данными характеристиками, следует, однако, внести определенные коррективы в их расписфровку. *Мобильность* капитала, безусловно, связана с процессами перелива капитала из отрасли в отрасль, с одного рынка на другой для достижения наиболее оптимальной нормы прибыли. И совершенно справедливо Б. И. Алехин отмечает, что на эту мобильность влияют налоговая, торговая, валютная и иные составляющие среды функционирования капитала. Однако немаловажным фактором мобильности представляется и *инфляционная составляющая* экономики страны, особенно применительно к России. Что касается *уязвимости* капитала, то, конечно же, здесь основным фактором выступает риск вложений и все связанные с ним последствия, вплоть до потери капитала. В то же время риск всегда связан с доходностью. Практика требует оптимальной увязки этих двух обстоятельств, что не всегда удается, в результате чего усиливается уязвимость капитала. Для экономики переходного типа, которая сложилась сейчас в Рос-

¹ См. подробнее: Алехин Б. И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. М.: Финансы и статистика, 1991. С. 20–23.

сии, характеризующейся помимо всего прочего незаконченностью процессов передела собственности, уязвимым остается и капитал, уже существующий в форме материальных активов.

Редкость капитала — это свойство, роднящее его со всеми остальными экономическими ресурсами. И проявляется оно в ограниченности предложения. Поставщики капитала предлагают его туда, где приемлемая доходность не связана с чрезмерным риском. Если же риск велик повсеместно, то капитал начинает терять свою мобильность, оседает в активах, не работающих на экономику, что опять-таки характерно для сегодняшней России. Таким образом, ясно просматривается тесная взаимосвязь всех основных качеств инвестиционного капитала.

Представляется, что именно этими обстоятельствами обусловлена специфика проявления ключевых элементов механизма финансового рынка, к которым относятся спрос, предложение и ценообразование (*причем это верно не только и даже не столько для российского финансового рынка, а в целом.* — А. М.). Эта особенность состоит в значительной роли такого фактора, как *стоимость денег во времени*. Концепция стоимости денег во времени утверждает, что одна и та же сумма в разные периоды имеет разную стоимость, меняется с учетом нормы ссудного процента.

В результате можно определить будущую и настоящую стоимость денег. Определение *будущей стоимости* называется процессом наращивания стоимости, или *компаундингом*. Он предполагает присоединение к первоначальному капиталу суммы начисленных процентов. При этом используется ставка наращивания. Нахождение *настоящей стоимости* денег¹ именуется процессом *дисконтирования*. В данном случае производится изъятие из будущего капитала соответствующей суммы процентов. Здесь используется ставка дисконтирования.

И в том, и в другом случае под суммой процентов понимается доход от предоставления капитала, т. е. абсолютная сумма денег. Проценты могут быть *простыми и сложными*. Простой процент — это доход, по которому дальнейший доход не начисляется. Сложный процент присоединяется к основному капиталу и в следующем периоде сам начинает приносить доход. Если сумму дохода, обычно годового, соотнести с суммой предоставленного капитала, то результат будет представлять собой *норму, или ставку*, процента. Это уже относительная величина.

¹ Часто ее называют приведенной стоимостью денежных средств и обозначают *PV*.

При использовании простых процентов в процессе наращивания стоимости делаются следующие расчеты.

Первоначально определяется величина процентов за период в целом:

$$I = K \times i \times n,$$

где I — величина процента за период, K — первоначальная сумма капитала, n — количество периодов платежей, i — ставка наращивания в долях единицы.

Тогда будущая стоимость денег равна:

$$K_n = K + I = K(1 + i \times n),$$

где K_n — будущая стоимость денег, $(1 + i \times n)$ — множитель наращивания простых процентов, значение которого больше единицы.

Для определения настоящей стоимости денег сначала необходимо найти сумму дисконта:

$$Dis = K_n - K = K \times i \times n,$$

где Dis — сумма дисконта, i — дисконтная ставка в долях единицы, $1/(1 + i \times n)$ — множитель дисконтирования простых процентов, значение которого меньше единицы.

Соответственно настоящая стоимость денег равна:

$$K = K_n - Dis = K_n / (1 + i \times n).$$

Использование простых процентов обычно характерно для краткосрочного инвестирования капитала. При долгосрочных же финансовых операциях подобные расчеты следует проводить с использованием сложных процентов.

Определение будущей стоимости в данном случае осуществляется по формуле:

$$K_n = K \times (1 + i)^n,$$

где K_n — будущая стоимость денег при наращивании по сложным процентам, i — ставка наращивания в долях единицы, $(1 + i)^n$ — множитель наращивания сложных процентов.

Расчет настоящей стоимости выглядит следующим образом:

$$K = K_n / (1 + i)^n.$$

При этом величина $1/(1 + i)^n$ называется множителем дисконтирования сложных процентов¹.

Особое место занимает определение стоимости денег при аннуитете.

¹ Следует знать, что для множителей наращивания и дисконтирования существуют специальные финансовые таблицы.

Аннуитет (финансовая рента) — это длительный поток платежей с одинаковым уровнем процентной ставки на протяжении всего периода.

При этом используются два метода начисления процентов. Предварительный, или антисипативный, метод предполагает начисление процентов в начале каждого периода. Поэтому его называют *пренумерандо*. Последующий, или декурсивный, метод строится на начислении процентов в конце каждого периода. Его еще называют *постнумерандо*.

При расчете будущей стоимости аннуитета на условиях пренумерандо используется такая формула:

$$SA_{pre} = R \times \{[(1+i)^n - 1]/i\} \times (1+i),$$

где SA_{pre} — будущая стоимость аннуитета, R — размер отдельного платежа, i — процентная ставка в долях единицы.

Будущая стоимость аннуитета на условиях постнумерандо SA_{post} определяется следующим образом:

$$SA_{post} = R \times [(1+i)^n - 1]/i.$$

Если же рассчитывать настоящую стоимость аннуитета на условиях пренумерандо PA_{pre} , то используется формула:

$$PA_{pre} = R \times [(1+i)^{-n}/i] \times (1+i).$$

Настоящая стоимость аннуитета на условиях постнумерандо PA_{post} рассчитывается следующим образом:

$$PA_{post} = R \times [1 - (1+i)^{-n}]/i.$$

При определении будущей и настоящей стоимости денег необходимо учитывать и фактор инфляции. Для этого проводятся следующие расчеты. Прежде всего следует найти годовой темп инфляции $ТИ_{г.}$, т. е. прирост уровня цен в процентах к их значению на начало периода. Затем определяется годовой индекс инфляции $ИИ_{г.}$. В частности:

$$ТИ_{г.} = (1 + ТИ_{м.})^{12} - 1,$$

$$ИИ_{г.} = 1 + ТИ_{г.} = (1 + ТИ_{м.})^{12},$$

где $ТИ_{м.}$ — среднемесячный темп инфляции в долях единицы.

С учетом фактора инфляции можно определить реальную процентную ставку i_p по модели Фишера:

$$i_p = (i_{н.} - ИИ_{г.})/(1 + ИИ_{г.}),$$

где $i_{н.}$ — номинальная ставка.

Учет инфляционной составляющей выглядит следующим образом.

При определении будущей стоимости денег:

$$K_n = K \times [(1 + i_p)(1 + ИИ_{г.})]^n.$$

При оценке настоящей стоимости денег:

$$K = K_n / [(1 + i_p)(1 + ИИ_r)]^n.$$

Определенная часть приведенных в данном разделе расчетов в дальнейшем будет использована при оценке выгодности того или иного варианта вложений в ценные бумаги и самой реальной стоимости ценных бумаг.

Лекция 2

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ КАК СОСТАВНАЯ ЧАСТЬ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Вопросы темы

- 2.1. Понятие и механизм рынка ценных бумаг.
- 2.2. Основные функции рынка ценных бумаг.
- 2.3. Структура рынка ценных бумаг.
- 2.4. Понятие и общая классификация ценных бумаг.

2.1. Понятие и механизм рынка ценных бумаг

Выше указывалось, что та часть финансового рынка, которая связана с движением *фиктивного капитала*, чаще всего представлена рынком ценных бумаг.

Под **фиктивным капиталом** следует понимать общественное отношение, суть которого состоит в способности улавливать некоторую часть прибавочной стоимости независимо от непосредственного распоряжения капиталом.

Соответственно, фиктивный капитал можно рассматривать как особую форму существования капитала наряду с его денежной, производительной и товарной формами. Ее отличительная особенность в том, что у владельца капитала он как таковой отсутствует, но есть все права на него, которые и зафиксированы в ценной бумаге. Поэтому движение фиктивного капитала чаще всего и связывают с рынком ценных бумаг.

Напомним, что сам термин «фиктивный капитал» во многом обязан своим происхождением К. Марксу, авторы учебника под редакцией профессора В. И. Колесникова и профессора В. С. Торкановского интересно определяют процесс формирования цены фиктивного капитала. Они считают, что здесь сказываются два обстоятельства. Во-первых, соотношение спроса и предложения на капитал. Во-вторых,

величина капитализированного дохода по ценным бумагам. Следовательно, цена фиктивного капитала прямо пропорциональна превышению спроса на капитал над его предложением, а также величине дохода по ценной бумаге. Однако она обратно пропорциональна превышению предложения капитала над его спросом и уровню ставки банковского процента¹.

В то же время следует помнить, что это лишь одна сторона экономических отношений, связанных с рынком ценных бумаг, причем ни логически, ни исторически первой не являющаяся. В своих истоках рынок ценных бумаг обслуживает формирование реального капитала и превращение его денежной формы в производительную.

Именно с такой позиции и следует рассматривать рынок ценных бумаг. И прежде всего его необходимо представить в сравнении с рынком ссудного капитала.

Выделение этих составных частей финансового рынка обусловлено наличием *оборотного* и *основного* капитала. Движение первого в основном обслуживается банковским кредитом, который предоставляется на ограниченный срок на рынке ссудного капитала. Формирование же основного капитала — это долговременный процесс инвестирования производства, обслуживается он рынком ценных бумаг.

Очевидно, следует согласиться с мнением авторов учебного пособия «Рынок ценных бумаг», изданного в Ростове-на-Дону в 2000 г., что рынок банковских ссуд является более узким и однонаправленным, поскольку опосредует лишь отношения займа. Рынок же ценных бумаг, наряду с ними, охватывает и отношения совладения имуществом. Это во-первых; а во-вторых, на рынке ценных бумаг можно привлечь капитал не только на длительный срок, но и вообще бессрочно.

Важнейшие преимущества рынка ценных бумаг таковы:

- условия привлечения капитала, в отличие от банковского кредита, определяет сама компания. Ограничителями выступают лишь конъюнктура финансового рынка и законодательное регулирование отношений на рынке ценных бумаг;
- доходы по определенным ценным бумагам зависят от результатов финансового года и могут не выплачиваться даже при наличии источников, которые в данном случае полностью капитали-

¹ Ценные бумаги: Учебник / Под ред. В. И. Колесникова, В. С. Торкановского. М.: Финансы и статистика, 2001. С. 74.

зируются. Это немаловажный фактор внутреннего финансирования компании;

- капитал, полученный путем выпуска ценных бумаг, остается в распоряжении компании на протяжении всего их жизненного цикла, несмотря на смену владельцев ценных бумаг;
- определенные виды ценных бумаг дают возможность участвовать в управлении имуществом компании;
- по целому ряду ценных бумаг предусмотрено льготное налогообложение.

В конечном счете **рынок ценных бумаг** может быть определен как совокупность экономических отношений и обслуживающих эти отношения институтов, обеспечивающих мобилизацию свободных денежных ресурсов и превращение их в инвестиции путем выпуска особых финансовых документов — ценных бумаг.

Источником свободных денежных ресурсов выступают *сбережения субъектов экономики*. Они образуются после осуществления всех обязательных выплат и удовлетворения текущих потребностей. Одним из условий эффективного функционирования производства и служит минимальный временной разрыв между образованием сбережений и осуществлением инвестиций в экономику. Именно в этом состоит смысл известной поговорки «время — деньги». Соответственно *главную задачу рынка ценных бумаг* можно определить как обеспечение наиболее быстрого и оптимального превращения сбережений в инвестиции¹.

Следует отметить, что в литературе это иногда называют основным назначением рынка ценных бумаг, выделяя его основные и второстепенные задачи. В частности, А. А. Киячков и Л. А. Чалдаева к *основным задачам* относят:

- привлечение временно свободных денежных средств инвесторов;
- направление инвестиционных ресурсов в перспективные отрасли экономики;
- обслуживание государственного долга;
- перераспределение прав собственности на средства производства.

¹ Очевидно, это никоим образом не противоречит мнению одного из создателей теории корпоративных финансов Ю. Фама, полагающего, что главной задачей фондового рынка служит распределение прав собственности на запасы капитала в экономике.

В качестве *второстепенных задач* ими выделены:

- оптимизация финансовых потоков;
- защита экономических интересов эмитента;
- интеграция в мировую финансовую систему;
- обеспечение возврата денежных средств, вложенных инвесторами;
- создание положительного имиджа компании;
- создание дополнительных рабочих мест;
- инструмент политического давления¹.

Думается, что ряд перечисленных задач имеет косвенное отношение к рынку ценных бумаг как особой сфере финансовых отношений, а некоторые из них выходят за ее рамки. Однако в целом данная позиция заслуживает внимания и имеет право на существование.

Принято различать *собственные и чужие сбережения*. Собственные — внутренние, а чужие — соответственно внешние источники денежных ресурсов. По их соотношению можно определить положение основных субъектов на рынке ценных бумаг, а именно: населения, предпринимательского сектора и государства. Те из них, кто регулярно и в массовом масштабе привлекает чужие сбережения, на рынке ценных бумаг считаются *чистыми заемщиками*. Те, кто регулярно предоставляет свои сбережения в различные формы пользования, выступают *чистыми кредиторами*.

Наиболее значительные внутренние сбережения образуются в предпринимательском секторе и у государства. Однако практика показывает, что они имеют конкретные экономические формы и строго определенное назначение и нужны самим предпринимателям и государству. Более того, их, как правило, не хватает для обеспечения расширенного воспроизводства, поэтому производители и государственный бюджет стремятся привлечь чужие сбережения. Поэтому их можно считать *чистыми заемщиками* на рынке ценных бумаг.

Практика показывает, что только население регулярно и массово предоставляет свои сбережения всем остальным субъектам экономики в различные формы владения. Именно население выступает на рынке ценных бумаг в качестве чистого кредитора.

В фундаментальном издании «Инвестиционно-финансовый портфель» под редакцией Ю. Б. Рубина и В. И. Солдаткина приведена

¹ См. подробнее: Килячков А. А., Чалдаева Л. А. Рынок ценных бумаг: Курс в схемах. М.: Юристъ, 2003. С. 10. А также учебное пособие данных авторов «Рынок ценных бумаг и биржевое дело» (М.: Юристъ, 2002. С. 34–35).

интересная классификация сбережений населения. В частности, выделяются три группы данных сбережений: текущие, на покупку товаров длительного пользования, на непредвиденный случай и старость.

Текущие сбережения образуются по мере постепенного расходования текущего дохода, являются краткосрочными по своему характеру и накапливаются в основном в форме наличных денег. Выход данных сбережений на рынок ценных бумаг возможен (*и в развитых странах и осуществляется.* — А. М.) посредством чековых вкладов, поскольку чек — одна из разновидностей ценных бумаг, по крайней мере, согласно российскому законодательству.

Сбережения на покупку товаров длительного пользования возникают тогда, когда стоимость планируемой покупки превышает текущий доход. Сбережения данного вида накапливаются на сберегательных счетах банков. При этом если сберегательная книжка оформлена на предъявителя, то по российскому законодательству — это тоже ценная бумага. Однако следует иметь в виду, что данный вид сбережений практически вытесняется потребительским кредитом.

Сбережения на непредвиденный случай и старость предполагают наступление особого случая, поэтому по своей сути относятся к долгосрочным. Они аккумулируются страховыми компаниями и пенсионными фондами, в том числе государственными. Поскольку и страховые компании, и пенсионные фонды (*в частности, Пенсионный фонд Российской Федерации в своей накопительной части.* — А. М.) размещают свои ресурсы на финансовом рынке, эта часть сбережений населения также выходит на рынок ценных бумаг.

Есть еще один вид сбережений населения, которые называются *инвестиционными*. Их не случайно выделяют особо, поскольку главная цель таких сбережений — инвестирование в активы, приносящие доход. Они образуются сверх потребительских нужд и составляют основной источник непосредственных инвестиций населения на рынке ценных бумаг, делая его на этом рынке чистым кредитором¹.

При определенных обстоятельствах в стране может сложиться ситуация, когда сбережений всех субъектов национальной экономики не хватает для обеспечения инвестиционных процессов. Либо эти сбережения есть, и в достаточном количестве, но не превращаются в финансовые активы, работающие на национальную экономику

¹ См. подробнее: Инвестиционно-финансовый портфель (Книга инвестиционного менеджера. Книга финансового менеджера. Книга финансового посредника) / Отв. ред. Ю. Б. Рубин, В. И. Солдаткин. М.: Соминтэк, 1993. С. 7–19.

(например, валютные накопления российских граждан на рубеже XX–XXI вв. — А. М.). В данных случаях разрыв устраняется за счет денежных ресурсов мировых финансовых рынков, в частности, мировых финансовых организаций.

В итоге можно констатировать, что *механизм рынка ценных бумаг* состоит в перераспределении (переливе) денежных потоков от кредиторов к заемщикам в интересах общественного воспроизводства.

2.2. Основные функции рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг выполняет в экономике ряд функций, которые классифицируются специалистами по-разному. Традиционно выделяются следующие функции рынка ценных бумаг:

- *общерыночные*, которые присущи каждому рынку;
- *специфические*, отличающие рынок ценных бумаг от других рынков.

В частности, именно такой классификации придерживаются авторы учебника под редакцией В. А. Галанова и А. И. Басова.

К *общерыночным функциям* при этом отнесены:

- *коммерческая*, состоящая в получения прибыли от операций на данном рынке;
- *ценовая*, предполагающая обеспечение условий для формирования рыночных цен, их постоянной динамики в зависимости от спроса и предложения;
- *информационная*, обеспечивающая доведение до участников рыночной информации об объектах торговли и ее участниках;
- *регулирующая*, состоящая в создании правил торговли и участия в ней, формировании порядка разрешения споров между участниками, органов контроля, приоритетов.

В качестве *специфических функций* рынка ценных бумаг рассматриваются перераспределительная и функция страхования ценовых и финансовых рисков. Перераспределительная функция условно делится на три подфункции:

- перераспределение денежных средств между отраслями и сферами рыночной деятельности;
- перевод сбережений, прежде всего населения, из непроизводительной в производительную форму;
- финансирование дефицита государственного бюджета на неинфляционной основе, т. е. без выпуска в обращение дополнительных денежных средств.

Функция страхования ценовых и финансовых рисков, или *хеджирование*, связывается с появлением класса производных ценных бумаг¹.

Несколько иную классификацию использует Ю. Я. Кравченко. Им выделяются три группы функций.

1. *Финансовые*. В качестве таковых называются альтернативность банковскому кредиту, стабилизация валютного курса, расширение рынка капитала, эффективное перераспределение капитала, возможность получения дохода.
2. *Общэкономические*. Это возникновение хозяйственных институтов с коллективной формой собственности и изменение структурного устройства экономического механизма.
3. *Общесоциальные*. В данном случае предполагается соединение государственных, институциональных и индивидуальных интересов; развитие начал самоуправления на производстве, в частности, в акционерных обществах, защита денежных средств от инфляции, улучшение материального положения населения².

Как видно, данная классификация функций рынка ценных бумаг имеет скорее общеметодологический, нежели узкопрофессиональный характер. Однако она весьма удачно дополняет первую из рассмотренных классификаций.

В учебном пособии Т. Б. Бердниковой можно найти указание на существование *основных и вспомогательных функций* рынка ценных бумаг. В качестве основных автор рассматривает следующие функции:

- *учетную*, проявляющуюся в учете обращающихся на рынке ценных бумаг, регистрации участников рынка, фиксации операций, оформленных соответствующими договорами;
- *контрольную*, предполагающую осуществление контроля за соблюдением норм законодательства (*а также, очевидно, норм поведения и обычаев делового оборота, не оформленных законодательно.* — А. М.);
- *функцию сбалансирования спроса и предложения*, означающую достижение равновесия на рынке;

¹ Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. М.: Финансы и статистика, 2000.

² Кравченко Ю. Я. Рынок ценных бумаг: Курс лекций. Киев: ВИРА-Р, 2002. С. 24.

- *стимулирующую*, состоящую в мотивации потенциальных инвесторов стать участниками рынка ценных бумаг;
- *перераспределительную*, связанную с перераспределением капиталов между субъектами экономики;
- *регулирующую*, понимаемую как регулирование социально-экономических процессов, в частности, объема денежной массы в обращении.

Среди вспомогательных функций названо использование ценных бумаг в приватизации, антикризисном управлении, реструктуризации экономики, стабилизации денежного обращения, антиинфляционной политике. Представляется, что последние две задачи вполне отвечают смыслу регулирующей функции, а такая роль, как использование в реструктуризации экономики, может быть отнесена к разряду основных функций. Однако это мнение ни в коей мере не подвергает сомнению авторскую позицию.

Несколько особняком в исследовании Т. Б. Бердниковой стоит *макроэкономическая функция* рынка ценных бумаг, которая объединяет в себе основные и вспомогательные функции.

В указанном выше учебнике В. И. Колесникова и В. С. Торкановского также выделены основные функции рынка ценных бумаг. А именно: инвестиционная, состоящая в образовании фондов, обеспечивающих расширенное воспроизводство; передел собственности с помощью пакетов акций, перераспределение рисков путем «противоположных» сделок, притяжение венчурного капитала, дающая возможность пойти на риск, чтобы получить высокую прибыль; повышение ликвидности долга.

Как видно из отмеченного, классификации различных авторов во многом перекликаются, охватывая в целом весьма значительный спектр функций рынка ценных бумаг — и общих, и специальных. И их числа вполне достаточно, чтобы сложилось четкое представление о месте этого рынка в экономических процессах. Именно поэтому автор данного лекционного курса не предлагает какой-либо собственной классификации.

2.3. Структура рынка ценных бумаг

Это такой рынок, на котором объектом купли-продажи выступают все виды ценных бумаг, выпущенных (эмитированных) организациями (предприятиями), финансовыми институтами, государством, органа-

ми местного самоуправления. Соответственно в рынке ценных бумаг выделяются:

1. *Денежный рынок (рынок денежных инструментов)*, на котором обращаются краткосрочные (до одного года) долговые обязательства, чаще всего это различные платежные и расчетные финансовые документы. Цель выпуска таких ценных бумаг — обеспечение бесперебойности платежного и денежного оборота. Отмечают следующие инструменты денежного рынка: коммерческие и финансовые векселя, казначейские векселя, коммерческие бумаги, банковские сертификаты, чеки.
2. *Фондовый рынок (рынок фондовых инструментов)*, объектом которого выступают средне- и долгосрочные долговые обязательства, а также бессрочные владельческие (долевые) ценные бумаги. Основными инструментами этого рынка служат акции и облигации.
3. *Рынок производных ценных бумаг*, дающих право купить или продать по определенной цене и в определенный срок какой-либо иной актив. Природа актива при этом может быть самой разной, а именно: товарной, финансовой, ценовой.
4. *Рынок товарораспорядительных документов*, удостоверяющих право владения и распоряжения какими-либо ценностями, находящимися на ответственном хранении или в процессе транспортировки.

Классификационным признаком данной структуры выступает характер финансовых документов. В более пространном виде подобная классификация представлена в учебном издании Б. М. Ческидова, выделяющего такие обособленные части рынка ценных бумаг, как рынок государственных ценных бумаг, рынок акций акционерных обществ, вексельный рынок, рынок долговых частных бумаг, рынок производных бумаг¹.

С точки зрения движения ценных бумаг можем говорить о первичном и вторичном рынках.

Первичный рынок — это эмиссия (выпуск) и продажа новых и повторных выпусков ценных бумаг первым владельцам.

Такова первая стадия процесса реализации ценной бумаги; ее появление, обставленное определенными правилами и требованиями. Важнейшая черта первичного рынка состоит в полном раскрытии инфор-

¹ Ческидов Б. М. Рынок ценных бумаг. М.: Экзамен, 2001. С. 21.

мации для инвесторов, позволяющем сделать обоснованный выбор типа и вида ценных бумаг. Поэтому в литературе встречается заслуживающее внимания утверждение, что основная задача первичного рынка — сведение к минимуму рисков инвестора.

Вторичный рынок — это свободное обращение ранее выпущенных ценных бумаг, под которым понимаются любые акты гражданско-правового характера, приводящие к смене собственника ценных бумаг.

Это совокупность всех актов купли-продажи или других форм перехода ценной бумаги от одного ее владельца к другому в течение всего жизненного цикла ценной бумаги. Одна из главнейших черт вторичного рынка — его ликвидность, т. е. способность принимать значительные массы ценных бумаг при незначительных колебаниях цен и низких издержках обращения. Обеспечение ликвидности, а также создание условий для торговли, для быстрой реализации ценных бумаг считают основной задачей вторичного рынка. Именно на нем происходит формирование и регулирование рыночных цен в условиях постоянно меняющейся конъюнктуры.

Если обращение осуществляется на основе твердых и устойчивых правил между лицензированными профессиональными участниками, то это *рынок организованный*, представленный в основном *фондовыми биржами*. Помимо биржевой торговли ценными бумагами, существует *внебиржевой рынок ценных бумаг*, чаще всего рассматриваемый как *неорганизованный*, т. е. без соблюдения единых для всех участников правил. В то же время следует отметить, что ряд авторов считает, что внебиржевой рынок может быть как организованный, так и неорганизованный¹. Представляется, что данный подход более корректен и точен. Это тем более важно, что российское законодательство, регулирующее рынок ценных бумаг, в частности, в отношении деятельности по организации торговли, трактует ее именно в данном смысле. Следует также помнить и о «концепции четырех рынков», рассмотренной в первой лекции представленного курса.

Торговля ценными бумагами может осуществляться на *традиционных и компьютеризированных рынках*. В последнем случае она ведется через компьютерные сети, объединяющие соответствующих фондовых посредников в единый компьютеризированный рынок, характерными чертами которого служат:

¹ См., например, указанные сочинения А. А. Киячкова и Л. А. Чалдаевой, а также учебник под редакцией В. А. Галанова и А. И. Басова.

- отсутствие физического места, где встречаются продавцы и покупатели, и, следовательно, отсутствие прямого контакта между ними;
- полная автоматизация процесса торговли и его обслуживания; роль участников рынка сводится в основном только к вводу своих заявок на куплю-продажу ценных бумаг в систему торгов.

Значимым с точки зрения организации исполнения сделок является выделение кассового и срочного рынка. На *кассовом рынке* ценных бумаг («кэп»-рынке или «спот»-рынке) заключаются сделки с немедленным сроком исполнения в течение 1–5 рабочих дней. На *срочном рынке* заключаются сделки со сроком исполнения, превышающим 4–5 рабочих дней, чаще всего в течение 1–6 месяцев.

Это так называемые традиционные классификации структуры рынка ценных бумаг.

Существуют и другие, например, классификация, приведенная в указанном ранее учебном пособии, изданном в Ростове-на-Дону. Его авторы выделяют такой признак классификации, как применяемая технология торговли. И называют, в частности, стихийный, простой аукционный, онкольный, непрерывный аукционный, двойной аукционный и дилерский рынки.

Стихийный, по их мнению, характеризуется тем, что правила заключения сделок, требования к участникам и ценным бумагам не устанавливаются. Продавец и покупатель вступают в частный контакт. Системы информации по сделкам тоже нет. Думается, что это очень похоже на так называемый «уличный» рынок, о котором пишут многие исследователи. *Простой* аукционный предполагает отсутствие конкуренции продавцов ценных бумаг. Активны лишь покупатели. На *онкольном рынке* ценные бумаги в течение определенного периода времени продаются по конкретной цене. *Непрерывный* аукционный строится на постоянном изменении спроса и предложения, чем и определяется цена. Это обычный биржевой аукцион. *Двойной аукционный* — совокупность онкольного и непрерывного аукционного рынков. Здесь активны все участники. *Дилерский рынок* предполагает установление цен продавцом — дилером.

2.4. Понятие и общая классификация ценных бумаг

Объектом деятельности на рынке ценных бумаг являются разнообразные финансовые инструменты, ценные бумаги, в первую очередь

фондовые. Ранее уже указывалось, что его функционирование сопряжено с движением капитала, этой наиболее глубокой (наряду с рабочей силой, землей и предпринимательской способностью) сущностью рыночной экономики. Поэтому наиболее важным представляется определить ценные бумаги с позиции экономического смысла. При этом следует иметь в виду, что вопрос об экономической сущности ценных бумаг до сих пор остается дискуссионным. Соответственно, могут быть различные подходы. Не претендуя на их классификацию и обобщение, рассмотрим, тем не менее, некоторые из них.

Наиболее фундаментальным представляется рассмотрение *ценной бумаги как экономической категории*. Она воспринимается носителем определенных экономических отношений. Чаще всего таковые ассоциируют с передачей денег и товаров, а более широко — ресурсов субъектами рынка друг другу. Эта передача и оформляется ценными бумагами. Известно, что основным экономическим отношением выступает собственность. Поэтому следующим шагом в определении экономического содержания ценных бумаг будет выявление форм проявления собственности в этих актах передачи.

Очевидно, что следует различать передачу ресурсов на условиях возвратности, не меняющую субъекта собственности на передаваемый ресурс, и передачу, предполагающую возникновение иного по статусу собственника и иных отношений собственности. В первом случае речь идет об отношениях займа, во втором — об отношениях владения и совладения. Логично предположить, что это *первый существенный момент* в определении экономического содержания ценной бумаги. А именно, под ценной бумагой следует понимать особую форму закрепления экономических отношений, в первую очередь собственности. Именно этот аспект учитывает автор одного из первых фундаментальных российских учебных изданий по рынку ценных бумаг профессор Я. М. Миркин, определяя ценные бумаги как обособившиеся от своей основы и имеющие собственную материальную форму права на ресурсы¹.

Также весьма распространено в литературе по ценным бумагам понимание их как *особого товара*, обращающегося на специальном рынке. Это, например, отмечается в упомянутом учебнике профессора Я. М. Миркина, где в качестве важнейшего признака рынка

¹ См. подробнее: Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: Sdano.ru, 1995.

ценных бумаг рассматривается обращение на нем специфического товара — ценных бумаг. При этом, как указывается многими авторами, таковые можно покупать, продавать, переуступать, обменивать, закладывать и вообще совершать операции, характерные для товарных отношений. Под особенностью же ценной бумаги как товара подразумевается то, что она не является ни физическим товаром, ни услугой.

Думается, что такой подход вполне правомерен. Однако вряд ли можно согласиться с утверждением наиболее последовательного сторонника данной позиции профессора В. А. Галанова, что ценная бумага не имеет ни вещественной, ни денежной потребительной стоимости. В качестве аргументов приведем следующие рассуждения.

Как известно, материальное или нематериальное благо оказывается товаром только при наличии двух свойств — потребительной стоимости и стоимости. Содержание этих категорий можно трактовать по-разному, но непреложным фактом товарных отношений служит их единство, обеспечивающее в актах обмена согласование интересов продавца и покупателя. Потребительная стоимость и ее модификация — полезность есть способность товара удовлетворять какие-либо потребности покупателя.

Применительно к такому товару, как ценная бумага, обнаружить данную способность вполне возможно. Следует только определить потребности того, кто покупает ценные бумаги. Например, потребности в сохранности капитала, получении дохода на него, приросте первоначального капитала, участии в управлении капиталом и ряд других. Чаще всего их рассматривают как цели инвесторов. Реализация подобных целей, на наш взгляд, и есть удовлетворение специфических потребностей покупателя ценных бумаг. И коль скоро ценная бумага способна это делать, допустимо говорить о ее потребительной стоимости. Таким образом, *потребительная стоимость ценной бумаги* — это ее способность реализовать цели инвестора. Причем их реализация может проявляться как в денежной, так и в вещественной форме, например, получение дохода, прирост имущества.

Конечно же, подобного рода потребительная стоимость обладает своей спецификой. В частности, сказывающейся в том, что способность удовлетворять многие потребности инвестора законодательно закреплена в форме прав по ценной бумаге. Очевидно, что данная специфика не отрицает приведенных выше рассуждений, а лишь подчеркивает особенность ценной бумаги как товара. Более того, та-

кая специфичность в некотором роде не является уникальной в товарном мире¹.

Вероятно, именно совпадение цели и права позволяет судить о степени удовлетворения потребности инвестора. А в этом смысле уже можно говорить об *общей и предельной полезности ценной бумаги* как товара. Соответственно возникает основа для определения ее цены на рынке. В качестве таковой предлагается рассматривать денежную оценку тех прав, которые ценная бумага предоставляет своему владельцу. Правомерность данного подхода подтверждается тем, что в основе практически всех методов определения курсов ценных бумаг лежит капитализация доходов по ним, т. е. оценка важнейшего права инвестора — права на получение дохода. Так, например, достаточно четко прослеживается разница в цене отдельной акции, акции в пакете и акции в контрольном пакете. А это и есть влияние оценки другого важнейшего права — на участие в управлении (*в данном случае речь не идет о формировании цены спекулятивных сделок с акциями.* — А. М.). При этом не следует забывать и о такой категории, как стоимость. Применительно к ценной бумаге она выступает ее номинальной стоимостью, определяемой стоимостью ресурсов, передаваемых инвестором². Данные рассуждения, как представляется, позволяют выделить *второй аспект* в определении экономической сущности ценной бумаги: она представляет особый товар, имеющий специфическую полезность и специальные способы ее денежной оценки.

¹ Невольно напрашивается следующая аналогия. Наиболее известный товар особого рода — деньги. Их потребительная стоимость специфична. В частности, это способность превратиться в любой другой товар. Но этим потребительная стоимость денег не ограничивается. В современном мире важна способность удовлетворять другие потребности их владельца. А именно, соизмерять и сопоставлять различные товары, осуществлять платежи, накапливаться, превращаться в определенных условиях в капитал и иные. Ряд из них рассматривается в качестве функций денег. И если полноценным деньгам эти функции были присущи объективно, то для бумажных и кредитных они требуют законодательного (декретного) закрепления. Иными словами, внутренние способности денег как потребительной стоимости получают внешнее проявление, требующее особого оформления. То же самое наблюдается и в случае с ценными бумагами. Не случайно многие авторы трактуют их как денежный документ.

² Что, кстати, весьма похоже на определение стоимости другого особого товара — рабочей силы. Данная ремарка, впрочем, не претендует ни на что, кроме как на продолжение указанной выше аналогии. А именно: все или, по крайней мере, большинство особых товаров имеют общие черты.

Наконец, во многих источниках при выяснении экономической сути ценной бумаги делается акцент на то, что она служит формой существования капитала. Если исходить из классического определения капитала как стоимости, способной к возрастанию, то такой подход также не вызывает возражений. Действительно, реализуясь первоначально в денежной форме, капитал в процессе хозяйственной деятельности принимает иные формы — производительную, товарную, ссудную (с появлением которой возникает различие между капиталом-собственностью и капиталом-функцией), наконец, форму фиктивного капитала.

Выше уже приводились некоторые рассуждения по данному вопросу, поэтому здесь отметим лишь следующее обстоятельство. Соглашаясь с авторами, указывающими в качестве особой черты ценной бумаги как формы капитала то, что она лишь олицетворяет капитал, а точнее права на него, нельзя не отметить некоторой двойственности данной точки зрения. Она проявляется в утверждении, что ценная бумага хоть и форма существования капитала, но все же есть нечто отличное от него¹. Корректнее было бы считать ценную бумагу особой формой проявления капитала-собственности, которую возможно переуступить. Очевидно, это *третий существенный аспект* экономической сути ценной бумаги.

С учетом выделенных основных аспектов предложим следующее определение.

Ценная бумага — это переуступаемая форма закрепления отношений собственности на передаваемые ресурсы, отвечающая признакам капитала-собственности и обращающаяся как товар особого рода, потребительная стоимость которого состоит в способности реализовать интересы инвестора.

Экономическая сущность ценных бумаг закреплена в их юридическом определении, данном в ст. 142 Гражданского кодекса Российской Федерации. В соответствии с ней *ценная бумага* — это документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении.

Содержание данного определения позволяет выделить некоторые существенные признаки ценной бумаги.

Во-первых, это документ, отвечающий достаточно конкретным требованиям. В литературе данный признак часто называют документарностью ценной бумаги.

¹ См.: Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. М.: Финансы и статистика, 2000. С. 10.

Во-вторых, она удостоверяет определенные права. Чаще всего эти права, а также условия, порядок и сроки их осуществления одинаковы для ценных бумаг, отвечающих какому-либо классификационному признаку. Соответственно о ценной бумаге говорят как о *стандартизованном* документе.

И наконец, в-третьих, при осуществлении или передаче прав она должна предъявляться. Хотя Гражданский кодекс допускает предъявление не самой ценной бумаги, а доказательства закрепления прав в специальном реестре, в любом случае должна быть фиксация прав, осуществляемая в той или иной форме. Только так обеспечивается *регулируемость* обращения ценной бумаги.

Права могут принадлежать:

- предъявителю ценной бумаги (*ценная бумага на предъявителя*). Переход прав по такой ценной бумаге осуществляется ее простым вручением другому лицу;
- названному в ценной бумаге лицу (*именная ценная бумага*). В данном случае переход прав осуществляется в порядке, установленном для уступки требований (*цессии*), предполагающем обязательное внесение записей в реестр владельцев именных ценных бумаг;
- названному в ценной бумаге лицу, которое само может осуществить эти права или назначить своим распоряжением другое наделенное правомочиями лицо (*ордерная ценная бумага*). Здесь переход прав предполагает осуществление особой передаточной записи — *индоссамент*.

Как бы ни осуществлялась передача прав, удостоверенных ценной бумагой, все они в совокупности переходят к новому владельцу вместе с ней.

Нормативное определение ценной бумаги представляется достаточно общим. Его требованиям отвечает целый ряд документов, которые не являются ценными бумагами в экономическом смысле. Такое противоречие призван устранить перечень ценных бумаг.

Российским законодательством к ценным бумагам отнесены:

- государственные облигации;
- муниципальные облигации;
- облигации юридических лиц;
- облигации с ипотечным покрытием;
- ипотечный сертификат участия;

- вексель;
- чек;
- депозитный и сберегательный сертификаты;
- банковская сберегательная книжка на предъявителя;
- акции;
- приватизационные ценные бумаги;
- коносамент;
- простое складское свидетельство;
- двойное складское свидетельство, включая обе его части, а именно складское свидетельство и залоговое свидетельство (варрант);
- закладная;
- инвестиционные паи;
- опцион;
- фьючерсный контракт.

Согласно законодательству о ценных бумагах или в установленном им порядке могут появляться иные ценные бумаги. Поэтому представленный перечень нельзя считать исчерпывающим.

Систематизировать различные характеристики ценных бумаг позволяет их классификация. Под ней следует понимать группировку последних по каким-либо признакам и в соответствии с какими-либо целями. В отечественной учебной литературе отсутствует единый подход к классификационным признакам ценных бумаг¹. Представляется, что наиболее адекватен приведенному выше базисному определению такой классификационный признак, как *тип экономических отношений*, носителями которых выступают ценные бумаги. По сути отражаемых экономических отношений они могут быть подразделены на долговые, долевые, платежные и товарораспорядительные.

Долговые отражают отношения кредитования, займа. Это облигации, банковские сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя, закладная, вексель. Часть из них характеризует участие в заемном капитале эмитента ценных бумаг.

Долевые выражают отношения владения каким-либо имуществом, а потому характеризуют участие в собственных активах эмитента. Поэтому их часто называют владельческими. На рынке ценных бу-

¹ Наиболее детальный подход к классификации ценных бумаг представлен в учебном пособии А. А. Киячкова и Л. А. Чалдаевой «Рынок ценных бумаг и биржевое дело».

маг они представлены различными видами акций, инвестиционными паями.

Платежные свидетельствуют о наличии расчетных отношений между субъектами товарного и иных рынков. Это чеки, векселя. В этом своем качестве они выступают как представители кредитных денег, выполняющая функции средства обращения и платежа¹.

Товарораспорядительные — это владельческие ценные бумаги; они удостоверяют отношения собственности на товарно-материальные ценности, находящиеся на ответственном хранении на складе или в процессе транспортировки. Однако в отличие от долевых ценных бумаг не свидетельствуют об участии в чьих-либо активах. Их основная характеристика состоит в возможности распоряжаться указанными в них ценностями. К этому типу следует отнести все складские свидетельства и коносамент.

Экономические отношения, выражаемые ценными бумагами, имеют разную основу. Поэтому важным оказывается такой классификационный признак, как *природа ресурса, составляющего основу ценной бумаги*. Соответственно можно говорить о двух больших классах ценных бумаг: основные и производные.

Основные ценные бумаги отражают отношения по поводу материальных ресурсов в форме реальных или финансовых активов: имущества, товаров, денег, капитала. В свою очередь их делят на первичные и вторичные. *Первичные* основаны на активах, в которые не входят сами ценные бумаги. Это акции, облигации, банковские сертификаты, векселя, складские свидетельства, коносаменты. *Вторичные* — это ценные бумаги на сами ценные бумаги, в частности, первичные. К их числу можно отнести депозитарные расписки. *Производные ценные бумаги* в своей основе имеют нематериальный ресурс, т. е. право купить или продать какой-либо актив, в том числе ценную бумагу, в определенный срок и по определенной цене. В этом смысле они предполагают превращение в основные ценные бумаги. Однако возможен и иной вариант их использования: извлечение разницы в ценах на реальные или финансовые активы. В этом случае следует говорить о превращении нематериального ресурса в ценовой, оформленный в виде биржевого

¹ Очевидно, именно это качество лежит в основе характеристики рядом авторов ценных бумаг в целом как денежного документа. На наш взгляд, это не совсем точно. Согласиться с таким подходом можно лишь при рассмотрении денег в широком контексте, причисляя к ним и так называемые квазиденьги.

индекса, процентной ставки, валютного курса. К производным ценным бумагам чаще всего относят опционы, фьючерсы, варранты, свопы.

Существенное значение имеет и классификация ценных бумаг по признаку *обращаемости*. В соответствии с ним выделяют рыночные и нерыночные ценные бумаги. *Рыночные* не имеют каких-либо ограничений на обращение на вторичном рынке в рамках как биржевого, так и внебиржевого оборота. Как правило, они не могут быть досрочно предъявлены к исполнению обязательств по ним. *Нерыночные* имеют определенные ограничения на свободное обращение. Наиболее серьезным из них может быть запрет на продажу на вторичном рынке, т. е. отсутствие вторичного обращения вообще. Однако чаще всего ограничения касаются отдельных операций или же состава владельцев.

Если принять во внимание правовую природу ценных бумаг, помимо их деления на именные, предъявительские и ордерные, значимым оказывается и такой классификационный критерий, как *организационно-правовая принадлежность*. Принято различать государственные, муниципальные, корпоративные, частные ценные бумаги. *Государственные* представлены долговыми обязательствами государства в целом и его субъектов. *Муниципальные* выпускаются местными органами власти. К *корпоративным* относятся ценные бумаги юридических лиц. *Частные* могут быть выписаны физическими лицами. Например, это векселя, чеки.

Еще одним классификационным признаком служит *форма существования* ценных бумаг. Их подразделяют тогда на *документарные* и *бездокументарные*. В первом случае они выпускаются на бумажной основе как обособленный документ установленной формы с соблюдением технических требований, например, степени защиты. Чаще всего вместо бланков собственно ценных бумаг выпускаются сертификаты, удостоверяющие совокупность прав на ценную бумагу. При этом в сертификате могут быть отражены все ценные бумаги, принадлежащие данному владельцу¹.

Документарные ценные бумаги, в свою очередь, бывают *наличными*, предполагающими выдачу сертификатов на руки владельцу, и *иммобилизованными*, сертификаты которых подлежат обязательному централизованному хранению.

¹ В соответствии с Постановлением Правительства РФ «Об упорядочении производства бланков ценных бумаг в Российской Федерации» от 03.06.92 № 376 производство и ввоз бланков и полуфабрикатов бланков ценных бумаг является лицензируемым видом деятельности.

При бездокументарной форме ценные бумаги существуют в виде особой записи, чаще в электронном варианте, на счетах депо в депозитарии или на лицевых счетах в системе ведения реестра владельцев именных ценных бумаг. Их владельцам выдается выписка с соответствующего счета, которая сама по себе ценной бумагой не является. Иными словами, происходит изменение способа фиксации прав, предоставляемых ценными бумагами. Однако применяются все правила, устанавливаемые для таковых. Принципиальное отличие состоит лишь в том, что операции с бездокументарными ценными бумагами могут совершаться только при обращении к лицу, которое официально совершает записи прав.

Независимо от формы существования ценная бумага должна иметь обязательные реквизиты. Отсутствие их или несоответствие установленной форме делает ценную бумагу ничтожной¹.

Особое место занимают *эмиссионные ценные бумаги*. Это любые ценные бумаги, в том числе бездокументарные, которые характеризуются одновременно следующими признаками:

- закрепляют совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных законом формы и порядка;
- размещаются выпусками;
- имеют равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения.

Под *выпуском эмиссионных ценных бумаг* следует понимать совокупность всех ценных бумаг одного эмитента, предоставляющих одинаковый объем прав их владельцам и имеющих одинаковую номинальную стоимость.

Согласно российскому законодательству к эмиссионным ценным бумагам относятся акции, облигации и опционы². В то же время в соответствии с Постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг Российской Федерации «О порядке квалификации ценных бумаг» от 24.12.2003 № 03-48/пс любые имущественные и имуще-

¹ Подробно о технических требованиях к ценным бумагам и их реквизитах см. Приложение № 5 к «Положению о порядке и условиях выдачи лицензий на производство и ввоз на территорию Российской Федерации бланков ценных бумаг» от 16.05.94 № 5-1-04.

² См. Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг», гл. 1, ст. 2.

ственные права, закрепленные в документарной или бездокументарной форме, независимо от их наименования являются эмиссионными ценными бумагами, если в совокупности соответствуют указанным выше признакам.

Особенность этих ценных бумаг состоит в том, что их выпуски подлежат обязательной государственной регистрации. Операции с незарегистрированными эмиссионными ценными бумагами незаконны¹.

Эмиссионные ценные бумаги в России могут быть именными или на предъявителя. Именные должны выпускаться только в бездокументарной форме, за исключением случаев, предусмотренных федеральными законами, а эмиссионные бумаги на предъявителя — только в документарной форме².

¹ За исключением сделок приобретения акций, размещенных без государственной регистрации до вступления в силу Федерального закона «О рынке ценных бумаг» (см. Федеральный закон «О государственной регистрации выпусков акций, размещенных до вступления в силу Федерального закона «О рынке ценных бумаг» без государственной регистрации»). Однако данное исключение имеет срок действия — не более года со дня вступления в силу указанного закона.

² Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», ст. 16.

Лекция 3

ПОСТАВЩИКИ И ПОТРЕБИТЕЛИ КАПИТАЛА НА ПЕРВИЧНОМ РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Вопросы темы

- 3.1. Эмитенты как потребители финансовых ресурсов.
- 3.2. Эмиссия и размещение ценных бумаг.
- 3.3. Инвесторы как поставщики капитала.

3.1. Эмитенты как потребители финансовых ресурсов

Как и любой другой, рынок ценных бумаг складывается из спроса, предложения и уравнивающей их цены. Это касается как первичного, так и вторичного рынка. Спрос на денежные ресурсы и предложение ценных бумаг на первичном рынке создаются эмитентами. В свою очередь, спрос на ценные бумаги и предложение денег на этом рынке оказывают инвесторы. Соотношение спроса и предложения эмитентов и инвесторов составляет конъюнктуру рынка ценных бумаг и во многом определяет закономерности формирования рыночных курсов ценных бумаг. Таким образом, эмитенты и инвесторы относятся к субъектам, выполняющим основные функции, и составляют группу *прямых непрофессиональных участников* рынка ценных бумаг. Чаще всего сфера их профессиональных интересов находится за пределами собственно рынка ценных бумаг. Поэтому для осуществления деятельности на этом рынке ни тем ни другим не требуется какая-либо особая лицензия.

В данном разделе лекции обратимся к характеристике эмитентов, поскольку именно от них начинается движение ценных бумаг по рынку.

Эмитенты ценных бумаг могут быть рассмотрены с двух позиций. Во-первых, они представляют собой участников рынка, которые заинтересованы в привлечении инвестиционных средств и выступают потребителями капитала. Эмиссия ценных бумаг и есть один из возмож-

ных способов реализации такой цели. Соответственно, эмитенты — это потребители инвестиционных ресурсов. Во-вторых, используя данные ресурсы для реализации конкретных хозяйственных проектов, эмитенты создают прибавочный продукт, прибыль. В дальнейшем эта прибыль уже сама становится источником финансовых ресурсов как для эмитента, так и для того, кто поставил ему первичные финансовые средства. Следовательно, можно говорить о превращении эмитента в поставщика инвестиционных ресурсов, о его метаморфозе в инвестора. Отсюда напрашивается вывод, что определить эмитента как участника первичного рынка ценных бумаг можно лишь с позиции его отношения к ценным бумагам.

При этом следует различать эмитентов в широком и узком смысле слова. В первом значении наиболее приемлемым оказывается следующее определение.

Эмитенты — это те субъекты экономики, которые выпускают (эмитируют) ценные бумаги и несут по ним определенные обязательства.

В узком же смысле к ним относятся лишь те, кто выпускает эмиссионные ценные бумаги.

На рынке ценных бумаг эмитенты решают ряд взаимосвязанных задач:

- формирование и увеличение собственного и заемного капитала;
- оптимизация структуры капитала и финансовых потоков;
- реконструкция собственности;
- рационализация управления финансовыми ресурсами;
- секьюритизация задолженности;
- повышение капитализации;
- обеспечение контроля над дочерними и зависимыми организациями;
- создание и поддержание положительного образа на рынке.

Конкретный состав эмитентов достаточно разнороден. Однако, используя некоторые классификационные признаки, всех их можно объединить в более или менее однородные группы. Такими признаками служат: статус эмитента, его организационно-правовая форма, направления профессиональной деятельности, политика, проводимая на фондовом рынке, национальная принадлежность.

В соответствии со *статусом* в качестве эмитентов различают государство, органы муниципальной власти, хозяйствующие субъекты и граждан (физических лиц). Так, согласно Федеральному закону «О рынке ценных бумаг» эмитентами в Российской Федерации могут

быть органы исполнительной власти, органы местного самоуправления и юридические лица, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ими. Какой-либо дальнейшей конкретизации указанный закон не содержит. Однако иные законодательные и нормативные документы позволяют это сделать. В частности, исполнительные органы власти на рынке ценных бумаг представляют государство. Традиционно это крупнейший заемщик как на внутреннем, так и на внешнем рынке ценных бумаг. Соответственно оно выступает как эмитент долговых ценных бумаг.

Специфика России, как и других федеративных государств, в данном случае проявляется в том, что исполнительные органы власти могут быть двух уровней — федерального и субфедерального. Как правило, эмитентами выступают те, в чьем ведении находится составление и исполнение соответствующего бюджета.

Согласно законодательству Российской Федерации аналогичные органы местного самоуправления также могут выступать эмитентами долговых ценных бумаг. Что же касается юридических лиц, то они в качестве эмитентов представляют одну из групп хозяйствующих субъектов. Другая группа — это лица, занимающиеся предпринимательской деятельностью без образования юридического лица.

Основные эмитенты ценных бумаг на российском фондовом рынке — юридические лица. Они могут выпускать все виды ценных бумаг, разрешенных российским законодательством к обращению на территории Российской Федерации, за исключением государственных ценных бумаг. Однако привлечение инвестиционных ресурсов, капитала они осуществляют путем эмиссии акций и облигаций.

Предприниматели, занимающиеся хозяйственной деятельностью без образования юридического лица, чаще всего представлены в таких сегментах, как денежный рынок, поскольку могут выпускать платежные ценные бумаги — векселя и чеки, и рынок товарораспорядительных ценных бумаг — коносаментов, складских свидетельств.

Что касается физических лиц, то ни в одном нормативном документе в качестве эмитентов ценных бумаг они не обозначены. Это, однако, не означает, что граждане вообще не представлены на рынке ценных бумаг в таком качестве. Действительно, эмиссию ценных бумаг в ее нормативном понимании они осуществлять не могут. Однако граждане могут выписывать векселя и чеки, а значит, могут быть представлены на денежном сегменте рынка ценных бумаг.

Российское законодательство предполагает, что эмитентами могут быть также иностранные государства и их органы, иностранные юри-

дические лица и компании со смешанным капиталом. Представляет-ся, что все они также подпадают под рассмотренную классификацию. В то же время следует отметить, что в данном случае применима и классификация по *национальной принадлежности*, т. е. деление на резидентов и нерезидентов данного государства.

Такой классификационный признак, как *организационно-правовая форма эмитента*, затрагивает юридических лиц. Прежде всего, они могут представлять собой *коммерческие и некоммерческие организации*. В свою очередь те имеют конкретную организационно-правовую форму. Коммерческие организации существуют в виде хозяйственных товариществ и хозяйственных обществ, производственных кооперативов, государственных и муниципальных предприятий. Хозяйственные товарищества могут быть полными и на вере (коммандитными), а хозяйственные общества — с ограниченной и дополнительной ответственностью, акционерные. Эти последние представлены открытыми и закрытыми акционерными обществами. Некоммерческие организации существуют как потребительские кооперативы, общественные и религиозные объединения, учреждения, ассоциации и союзы, благотворительные и иные фонды. В соответствии со своей организационно-правовой принадлежностью юридические лица как эмитенты могут или не могут выпускать конкретные виды ценных бумаг.

По *направлениям профессиональной деятельности* выделяют эмитентов реального сектора экономики и финансовые организации.

Первая группа представлена промышленными, сельскохозяйственными, строительными, транспортными организациями, организациями связи и информации. Как правило, эмитенты данной группы выпускают ценные бумаги, чтобы привлечь капитал для его последующего вложения в реальные активы. Вторая группа имеет свою собственную структуру. В ее составе прежде всего следует выделять кредитные организации, в первую очередь — банки. Кроме них сюда нужно отнести инвестиционные компании и фонды (часто их называют инвестиционными институтами), а также страховые компании и пенсионные фонды. Всех участников данной группы отличает то, что они эмитируют ценные бумаги для формирования и увеличения уставного капитала и размещения привлеченных ресурсов в финансовые активы. Применительно к указанным эмитентам следует говорить о специфике их возможностей относительно выпуска ценных бумаг. В частности, коммерческие банки вправе использовать более широкий спектр ценных бумаг, чем иные финансовые институты. Так, они могут быть эмитентами депозитных и сберегательных сертификатов, банковских сбере-

гательных книжек на предъявителя. Для инвестиционных фондов круг ценных бумаг наоборот ограничен: они не могут выпускать долговые финансовые инструменты. Наконец, в данную группу входят профессиональные участники рынка ценных бумаг в той части, в которой они используют для этой деятельности капитал, привлеченный посредством выпуска ценных бумаг.

Особой отличительной чертой эмитентов финансовых организаций служит то, что они обычно выступают на рынке ценных бумаг и как крупнейшие инвесторы.

Эмитентов можно классифицировать и по политике, проводимой на фондовом рынке. Она бывает активной, предполагающей выход эмитента на организованные рынки, прохождение процедуры листинга своих ценных бумаг, организацию и поддержку их котировки. При этом эмиссия ценных бумаг ориентируется на широкий круг инвесторов. Пассивная или безразличная политики означают, что эмитент не обращает внимания на жизненный цикл своих ценных бумаг на вторичном рынке. Наконец, проводимая эмитентом политика может быть и негативной, когда он всячески стремится ограничить обращение своих ценных бумаг на фондовом рынке. В данном случае эмиссия осуществляется для ограниченного круга стратегических инвесторов.

В заключение следует отметить, что эмитенты выступают и первыми продавцами ценных бумаг. Их положение на рынке определяется тем, что они предъявляют спрос на капитал и предложение ценных бумаг.

3.2. Эмиссия и размещение ценных бумаг

Отправной точкой первичного рынка ценных бумаг является их эмиссия.

Эмиссия ценных бумаг — это законодательно установленная последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг.

В России процедура эмиссии определена Федеральным законом «О рынке ценных бумаг», а в его рамках конкретизируется Стандартами эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг (далее — Стандарты эмиссии), утверждаемыми постановлениями федерального исполнительного органа по рынку ценных бумаг.

Данными документами установлены общие этапы эмиссии:

- принятие решения, служащего основанием для размещения ценных бумаг;

- утверждение решения о выпуске ценных бумаг;
- государственная регистрация выпуска;
- размещение ценных бумаг;
- государственная регистрация отчета об итогах выпуска.

Решение о размещении ценных бумаг представляет собой одно из следующих решений:

- об учреждении акционерного общества;
- об увеличении уставного капитала через размещение дополнительных акций;
- об увеличении уставного капитала путем увеличения номинальной стоимости акций;
- об увеличении номинальной стоимости акций за счет погашения акций с сохранением размера уставного капитала;
- о размещении акций определенной категории путем конвертации в них конвертируемых акций другой категории;
- об уменьшении уставного капитала путем уменьшения номинальной стоимости акций;
- о внесении изменений в устав акционерного общества, касающихся предоставленных по акциям прав;
- о консолидации акций;
- о дроблении акций;
- о реорганизации акционерного общества;
- о размещении облигаций;
- о размещении опционов.

Любой из таких шагов может служить принятию *решения о выпуске ценных бумаг*. Под ним понимается документ, содержащий данные, достаточные для установления объема прав, закрепленных ценной бумагой.

К решению о выпуске документарных ценных бумаг прилагается описание или образец сертификата.

Решение о выпуске эмиссионных ценных бумаг хозяйственного общества утверждается советом директоров или органом, осуществляющим функции совета директоров этого хозяйственного общества, а юридических лиц иных организационно-правовых форм — высшим органом управления, если иное не установлено федеральными законами.

Государственная регистрация выпусков ценных бумаг осуществляется федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных

бумаг — Федеральной службой по финансовым рынкам — ФСФР (начиная с апреля 2004 г., а до этого Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг — ФКЦБ) и ее региональными отделениями¹. В регистрирующий орган эмитент представляет заявление на государственную регистрацию выпуска ценных бумаг, анкету эмитента, копию документа, подтверждающего государственную регистрацию эмитента; решение о выпуске ценных бумаг; справку эмитента об оплате его уставного капитала, копию решения уполномоченного лица, которым принято решение о размещении ценных бумаг, копию решения уполномоченного лица, которым утверждено решение о выпуске ценных бумаг, копию учредительных документов эмитента, опись представленных документов, иные документы, предусмотренные нормативными документами.

Регистрирующий орган обязан осуществить государственную регистрацию выпуска ценных бумаг или принять мотивированное решение об отказе в его государственной регистрации в течение 30 дней от даты получения им документов. В случае принятия решения о государственной регистрации выпуска ценных бумаг регистрирующий орган обязан в течение трех дней от даты принятия соответствующего решения выдать эмитенту уведомление регистрирующего органа о государственной регистрации выпуска ценных бумаг. В течение такого же срока эмитенту выдается уведомление об отказе в государственной регистрации выпуска ценных бумаг, содержащее основания отказа.

Решение об отказе в государственной регистрации выпуска ценных бумаг может быть принято по следующим основаниям:

- нарушение эмитентом требований законодательства Российской Федерации о ценных бумагах;
- несоответствие документов, представленных для государственной регистрации ценных бумаг, и состава содержащихся в них сведений требованиям Федерального закона «О рынке ценных бумаг», Стандартов эмиссии ценных бумаг и нормативных правовых актов Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг;
- непредставление в течение 30 дней по запросу регистрирующего органа всех документов, необходимых для государственной регистрации выпуска ценных бумаг;

¹ Государственная регистрация выпусков государственных эмиссионных ценных бумаг РФ и субъектов РФ, муниципальных ценных бумаг осуществляется Министерством финансов РФ, а ценных бумаг кредитных организаций — Центральным банком РФ.

- внесение в решение о выпуске ценных бумаг или иные документы, служащие основанием для государственной регистрации выпуска, ложных либо недостоверных сведений.

При государственной регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг ему присваивается индивидуальный государственный регистрационный номер. Это цифровой (буквенный, знаковый) код, который идентифицирует конкретный выпуск эмиссионных ценных бумаг¹.

Размещение ценных бумаг — следующий этап эмиссии. Под ним понимается их отчуждение первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок, в первую очередь купли-продажи. Эмитент имеет право приступать к размещению эмиссионных ценных бумаг только после государственной регистрации их выпуска, если иное не установлено законодательством.

Применительно к различным видам эмиссионных ценных бумаг используются разные способы размещения. Так, акции могут размещаться путем распределения среди учредителей акционерного общества при его учреждении, распределения среди акционеров, подписки и конвертации. Размещение облигаций осуществляется как подписка или конвертация. В свою очередь, подписка на эмиссионные ценные бумаги имеет две формы. Если число потенциальных владельцев ценных бумаг заранее не ограничено, это *открытая подписка, или публичная эмиссия*. При этом публичное размещение может осуществляться в том числе и на торгах фондовых бирж и (или) иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг. Размещение среди ограниченного и заранее известного круга лиц представляет собой вторую форму — *закрытую подписку или частное размещение*. В любом случае подписка представляет собой размещение ценных бумаг на основе договоров с инвесторами.

Отчуждение ценных бумаг в процессе их размещения может осуществляться самим эмитентом или же андеррайтером.

В практике рынка ценных бумаг под андеррайтингом понимается покупка или гарантирование покупки ценных бумаг при их первичном размещении для продажи инвесторам.

¹ См. подробнее: Постановление ФКЦБ РФ «О порядке присвоения государственных регистрационных номеров выпускам эмиссионных ценных бумаг» от 01.04.2003 № 03-16/пс. Что касается государственных ценных бумаг, то действует приказ МФ РФ от 21.01.99 № 2н «О порядке формирования государственного регистрационного номера, присваемого выпускам государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных ценных бумаг».

Соответственно *андеррайтер* — это инвестиционный институт или их группа (эмиссионный синдикат), обслуживающие размещение ценных бумаг путем их покупки или получения у эмитента для последующей перепродажи.

Возможно использование следующих видов андеррайтинга.

- *На базе твердых обязательств по выкупу всего или части выпуска ценных бумаг по фиксированным ценам.* В таком случае андеррайтер обязан приобрести неразмещенные на первичном рынке ценные бумаги.
- *На базе лучших традиций.* Андеррайтер обязуется приложить максимум усилий для размещения ценных бумаг. Обязательств по выкупу нераспространенных частей выпуска он не несет.
- *Стэнд-бай,* при котором андеррайтер обязуется выкупить для последующего размещения часть невыкупленного акционерами или теми, кто приобрел у них это право, выпуска ценных бумаг.
- *На принципах «все или ничего».* В данных обстоятельствах андеррайтер обязуется полностью разместить выпуск, но если ему не удастся выполнить свои обязательства, действие договора прекращается.
- *Конкурентный,* который заключается в подготовке эмиссии и выкупе ценных бумаг на основе конкуренции разных андеррайтеров. Договор с эмитентом заключает тот из них, который предложит лучшие ценовые и иные условия по сравнению с конкурентами.
- *На основе опциона.* Он предполагает, что андеррайтер берет опцион на подписку, т. е. право купить ценные бумаги. Однако это право он реализует лишь в том случае, если, в свою очередь, находит покупателей.

Оказание услуг по андеррайтингу может осуществляться *с авансированием и без авансирования.* В первом случае андеррайтер выдает аванс за взятые для размещения ценные бумаги. Во втором это условие в договор с эмитентом не включается.

Понятие андеррайтера в российских нормативных документах трактуется несколько иначе: под ним понимается лицо, принявшее на себя обязанность разместить ценные бумаги от имени эмитента или от своего имени, но за счет и по поручению эмитента. Соответственно андеррайтером может быть только профессиональный участник рынка ценных бумаг, имеющий лицензию на осуществление брокерской деятельности.

Количество размещаемых эмиссионных ценных бумаг не может превышать того, которое указано в решении о выпуске. Однако допускается размещение меньшего их количества. При этом в решении о выпуске ценных бумаг может быть предусмотрена доля выпуска, при неразмещении которой он считается несостоявшимся.

Размещение ценных бумаг осуществляется в течение срока, указанного в зарегистрированном решении о выпуске ценных бумаг, но не более года от даты государственной регистрации.

Завершающий этап процедуры эмиссии — *регистрация отчета об итогах выпуска*. Он утверждается тем же органом эмитента, который ранее вынес решение о выпуске ценных бумаг, и представляется в регистрирующий орган не позднее 30 дней после окончания срока размещения ценных бумаг, а в случае, если они были размещены до истечения установленного срока, не позднее 30 дней после размещения последней ценной бумаги данного выпуска.

Содержание отчета составляет следующая информация:

- вид и категория (тип) ценных бумаг;
- форма выпуска;
- способ размещения;
- фактический срок размещения;
- номинальная стоимость каждой ценной бумаги;
- количество размещаемых ценных бумаг;
- цена размещения;
- общий объем поступлений от размещения;
- доля ценных бумаг, при неразмещении которой выпуск признается несостоявшимся;
- доля размещенных и неразмещенных ценных бумаг;
- крупные сделки, а также сделки, в совершении которых имеется заинтересованность, заключенные в процессе размещения ценных бумаг;
- сведения об акционерах и лицах, входящих в органы управления эмитента.

Регистрирующий орган обязан осуществить государственную регистрацию отчета об итогах выпуска или принять мотивированное решение об отказе в его государственной регистрации в течение 14 дней от даты получения документов. В случае принятия положительного решения в течение трех дней эмитенту выдается уведомление о государственной регистрации отчета, а также два экземпляра самого отчета с отметкой о государственной регистрации.

В случае принятия решения об отказе в те же сроки эмитенту выдается уведомление об отказе в государственной регистрации, содержащее основания отказа. При этом выпуск признается несостоявшимся и его государственная регистрация аннулируется.

Особый случай — эмиссия, сопровождаемая регистрацией проспекта ценных бумаг. Он требуется при размещении эмиссионных ценных бумаг путем открытой подписки или путем закрытой подписки среди круга лиц, число которых превышает 500. При таких обстоятельствах процедура эмиссии дополняется следующими этапами:

- подготовка проспекта ценных бумаг;
- регистрация проспекта;
- раскрытие всей информации, содержащейся в проспекте;
- раскрытие всей информации, содержащейся в отчете об итогах выпуска.

Кроме того, при данном варианте эмиссии каждый этап сопровождается раскрытием информации, под которым понимается обеспечение ее доступности всем заинтересованным лицам, независимо от целей получения сведений.

Проспект ценных бумаг содержит:

- краткие сведения о лицах, входящих в состав органов управления эмитента, сведения о банковских счетах, об аудиторе, оценщике и о финансовом консультанте эмитента, а также об иных лицах, подписавших проспект;
- краткие сведения об объеме, о сроках, порядке и об условиях размещения ценных бумаг;
- основную информацию о финансово-экономическом состоянии эмитента и факторах риска;
- подробную информацию об эмитенте;
- сведения о финансово-хозяйственной деятельности эмитента;
- подробные сведения о лицах, входящих в состав органов управления эмитента, органов контроля над его финансово-хозяйственной деятельностью, и краткие сведения о сотрудниках (работниках) эмитента;
- сведения об участниках (акционерах) эмитента и о совершенных эмитентом сделках, в которых имелась заинтересованность;
- бухгалтерскую отчетность эмитента и иную финансовую информацию;

- подробные сведения о порядке и об условиях размещения ценных бумаг;
- дополнительные сведения об эмитенте и о размещенных им ценных бумагах¹.

Вся информация, содержащаяся в проспекте ценных бумаг, указывается на день его утверждения уполномоченным органом управления эмитента. Для хозяйственных обществ им выступает совет директоров или орган, осуществляющий его функции. Для юридических лиц иных организационно-правовых форм — лицо, выполняющее функции исполнительного органа эмитента, если иное не установлено федеральными законами.

Проспект ценных бумаг должен быть подписан лицом, осуществляющим функции единоличного исполнительного органа эмитента, его главным бухгалтером, а также в случаях, предусмотренных законодательством, — аудитором, независимым оценщиком, финансовым консультантом.

Если государственная регистрация хотя бы одного выпуска ценных бумаг эмитента сопровождалась регистрацией проспекта ценных бумаг, он обязан осуществлять раскрытие информации в форме ежеквартального отчета и сообщения о существенных фактах, затрагивающих его финансово-хозяйственную деятельность.

Квартальный отчет составляется по итогам каждого квартала не позднее 30 календарных дней после его окончания, утверждается уполномоченным органом эмитента и представляется в регистрирующий орган не позднее 45 дней от даты окончания квартала. В этот же срок эмитент обязан опубликовать текст ежеквартального отчета в сети Интернет.

Ежеквартальный отчет должен содержать информацию, состав и объем которой соответствуют требованиям, предъявляемым к проспекту ценных бумаг, за исключением сведений о порядке и об условиях размещения эмиссионных ценных бумаг. Кроме того, в нем должны быть указаны коды, присвоенные регистрирующим органом сообщениям о существенных фактах финансово-хозяйственной деятельности эмитента.

¹ Подробнее об информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг, см. ст. 22 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», а также раздел III и Приложение 4 Постановления ФКЦБ РФ от 2 июля 2003 г. № 03-32/пс «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» (в ред. от 24.12.2003 № 03-49/пс).

Сообщениями о существенных фактах служат сведения:

- о реорганизации эмитента, его дочерних и зависимых обществ;
- о фактах, повлекших разовое увеличение или уменьшение стоимости активов более чем на 10%;
- разовое увеличение чистой прибыли или чистых убытков более чем на 10%;
- о разовых сделках, размер которых либо стоимость имущества по которым составляет 10% и более от активов эмитента по состоянию на дату сделки;
- о выпуске ценных бумаг;
- о начисленных и выплаченных доходах по ценным бумагам;
- о появлении в реестре эмитента лица, владеющего более чем 25% его эмиссионных ценных бумаг любого отдельного вида;
- о датах закрытия реестра;
- о сроках исполнения обязательств эмитента перед владельцами;
- о решениях общих собраний;
- о принятии уполномоченным органом эмитента решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг;
- о принятии эмитентом решения о применении Международных стандартов финансовой отчетности (МСФО) или общепринятых принципов бухгалтерского учета США (US GAAP) для подготовки финансовой (бухгалтерской) отчетности эмитента, а также о планируемых сроках раскрытия такой отчетности.

Сообщения об этих фактах должны направляться эмитентом в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг или уполномоченный им орган, а также публиковаться в периодическом издании не позднее пяти дней с момента их наступления.

3.3. Инвесторы как поставщики капитала

Как указывалось ранее, эмитенты представляют собой группу первых продавцов ценных бумаг. Традиционно им противостоят первые покупатели ценных бумаг, выступающие поставщиками капитала. Их место и роль на первичном рынке ценных бумаг принято обозначать термином «*инвесторы*». Однако до сих пор не существует единого понятия, касающегося этой группы прямых участников рынка ценных бумаг.

Российское законодательство оперирует термином «*владелец*». Так, в соответствии со ст. 2 ФЗ «О рынке ценных бумаг» владельцем явля-

ется лицо, которому ценные бумаги принадлежат на праве собственности или ином вещном праве. Гражданский кодекс РФ подчеркивает, что владелец ценных бумаг вправе требовать надлежащего исполнения обязательств по ним.

Однако существует и понятие *добросовестного приобретателя*. Под ним понимается лицо, которое приобрело ценные бумаги, произвело их оплату и в момент приобретения не знало и не могло знать о правах третьих лиц на эти ценные бумаги. Несомненно, что добросовестный приобретатель ценных бумаг может быть их владельцем. Тем самым подчеркивается близость этих понятий. Однако и владельцем, и добросовестным приобретателем можно стать как на первичном, так и на вторичном рынке ценных бумаг. Но в последнем случае эмитент не получает никаких инвестиций. Позиция же покупателя сопряжена со следующими действиями:

- приобретение прав собственности на реальные активы;
- финансовое инвестирование;
- извлечение спекулятивной прибыли.

Лишь первое из них так или иначе связано с инвестиционными процессами, стороной которых выступают эмитенты.

В связи с этим очевидно, что для первичного рынка ценных бумаг использование терминов «владелец» и «добросовестный приобретатель» не совсем корректно. И более соответствует реалиям понятие «инвестор».

Как вариант предложим следующее его определение.

Инвесторы — это те экономические субъекты, которые приобретают ценные бумаги за свой счет на неопределенный срок и имеют их на праве собственности или ином вещном праве.

В этом смысле инвесторами могут быть не только юридические и физические лица, но и государство, и его органы, муниципальные образования и их органы.

Инвесторов можно классифицировать по различным признакам. По наиболее простому из них — статусу — выделяют индивидуальных, институциональных и специализированных инвесторов.

Индивидуальные инвесторы — это отдельные граждане и семьи. Наряду с такой общей характеристикой инвесторов, как наличие свободных денежных ресурсов, они отличаются свободой выбора объекта инвестирования и мобильностью.

К *институциональным инвесторам* относятся органы, уполномоченные управлять государственным и муниципальным имуществом, а так-

же юридические лица. В свою очередь, последние могут быть непрофессиональными и профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Непрофессиональные приобретают ценные бумаги за свой счет и не имеют лицензии на осуществление посреднической деятельности на рынке ценных бумаг. Достаточно часто их называют корпоративными инвесторами. Профессиональные участники рынка ценных бумаг имеют такую лицензию на осуществление определенного комплекса операций и выступают инвесторами в том случае, если вкладывают в ценные бумаги собственные средства. Особое место среди институциональных инвесторов юридических лиц занимают банки, чаще всего совмещающие непрофессиональную и профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг.

Специализированные инвесторы представлены на рынке инвестиционными институтами и специализированными компаниями и фондами.

Статус *инвестиционных институтов* в России имеют инвестиционные компании и инвестиционные фонды. Инвестиционные компании занимаются организацией выпуска и размещения ценных бумаг в пользу третьих лиц, инвестированием средств в ценные бумаги, их куплей-продажей от своего имени и за свой счет. Собственные ресурсы инвестиционная компания формирует только за счет имеющихся у нее средств и эмиссии ценных бумаг, которые продаются исключительно юридическим лицам.

Инвестиционные фонды выпускают ценные бумаги для мобилизации средств инвесторов и от своего имени инвестируют их в ценные бумаги, в банковские вклады и недвижимость. В отличие от инвестиционных компаний они могут формировать свои ресурсы за счет средств населения.

Существуют две разновидности инвестиционных фондов — открытые и закрытые. *Открытые инвестиционные фонды* размещают свои акции всем желающим с обязательством их выкупа. *Закрытые инвестиционные фонды* своих акций не выкупают и продают их среди ограниченного и заранее определенного круга владельцев.

В России имеется своя специфика. Во-первых, по организационно-правовому статусу инвестиционные фонды могут быть только открытыми акционерными обществами. Во-вторых, акционерные инвестиционные фонды осуществляют выкуп своих акций в соответствии с Федеральными законами «Об акционерных обществах» и «Об инвестиционных фондах». В-третьих, особое место среди инвестиционных фондов занимают паевые инвестиционные фонды — ПИФы. Их отличие в том, что они представляют собой имущественные комплексы без

образования юридического лица, доверительное управление имуществом которых осуществляет управляющая компания. ПИФы выпускают особые именные ценные бумаги — инвестиционные паи, удостоверяющие долю их владельца в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд.

В зависимости от правил взаимодействия с владельцами паев паевые инвестиционные фонды разделяют на открытые, интервальные и закрытые. ПИФ *открытый*, если у владельца инвестиционных паев есть право в любой рабочий день требовать от управляющей компании погашения всех или части принадлежащих ему инвестиционных паев. В *интервальном* ПИФе владельцы инвестиционных паев могут требовать от управляющей компании погашения всех или части этих паев в течение срока, установленного правилами доверительного управления, но не реже одного раза в год. Если же у владельца инвестиционных паев нет права требовать от управляющей компании прекращения договора доверительного управления до истечения срока его действия, кроме случаев, предусмотренных ФЗ «Об инвестиционных фондах», тогда ПИФ *закрытый*.

Специализированные компании и фонды как инвесторы представлены страховыми компаниями и пенсионными фондами. Страховые компании инвестируют свои резервы в государственные и муниципальные ценные бумаги, банковские вклады, ценные бумаги юридических лиц, недвижимость, валютные ценности. При этом им законодательно определены такие принципы инвестирования, как диверсификация, возвратность, прибыльность и ликвидность. Примерно те же объекты инвестирования характерны для пенсионных фондов. Свои резервы они инвестируют на принципах надежности, сохранности, ликвидности, доходности и диверсификации. Но в отличие от страховых компаний пенсионные фонды — это некоммерческие организации, а потому инвестировать они вправе только через управляющие компании.

По стратегии вложений разделяют *стратегических и портфельных* инвесторов. Стратегические, размещая капитал, стремятся получить контроль над хозяйственным субъектом, активно влияя на процессы управления им. Основные задачи, которые они решают при этом, таковы: повышение экономической эффективности компании, обеспечение ее экономической безопасности, создание благоприятного облика компании, обеспечение имущественных прав собственника. В конечном счете все это и позволяет получить прибыль как доход от собственности.

Портфельные инвесторы не стремятся к контролю над собственностью. Они рассчитывают на получение доходов по ценным бумагам. Можно выделить две основные разновидности таких доходов: текущий — в форме выплат по ценным бумагам — и доход в виде прироста рыночной (курсовой) стоимости ценных бумаг. Непосредственными целями данных инвесторов могут быть:

- *Сохранность капитала*, т. е. стремление обезопасить его в условиях любой экономической конъюнктуры. Эта цель предполагает надежное размещение капитала, поэтому для нее характерен минимальный риск. Но ради этого жертвуют доходностью. Она в данном случае тоже минимальна.
- *Доходность капитала*, получение стабильного в течение длительного срока дохода на капитал. Здесь допускается средняя степень риска и средняя доходность.
- *Прирост капитала*, предполагающий увеличение первоначального вложения в ценные бумаги независимо от выплаты дохода по ним. Эта цель достигается при извлечении разницы между ценой покупки ценной бумаги и ценой ее перепродажи. В данном случае вероятны максимальный риск и максимальная доходность.
- *Ликвидность капитала*, под которой понимается стремление так вложить капитал, чтобы можно было быстро и без особых потерь вновь превратить его в деньги.

Очевидно, что между риском и доходностью вложений капитала существует прямая зависимость, а между ликвидностью и риском — обратная. Данные зависимости следует считать *важнейшими*, «золотыми» закономерностями инвестирования, с которыми должен считаться любой инвестор. Более того, от предпочтения того или иного сочетания риска и доходности зависит *тактика поведения инвестора* на рынке. Это еще один классификационный признак инвесторов, в соответствии с которым принято выделять их типы.

Консервативные инвесторы стремятся обеспечить надежность вложений капитала и минимизировать риск, т. е. они преследуют первую из выделенных целей. Умеренно агрессивные более склонны к риску. Их ориентир — как безопасность инвестиций, так и доходность ценных бумаг. Они стремятся объединить первую и вторую цели. Агрессивные инвесторы лояльно воспринимают вероятность риска и ориентируются на высокую доходность и перспективный рост курса ценных бумаг. Таким образом, им присуще стремление достичь второй и третьей из перечисленных выше целей. *Опытные* умеют прогно-

зировать конъюнктуру рынка ценных бумаг, просчитывать его тенденции. Соответственно они ориентируются на объективно высокий риск, высокий доход и высокую ликвидность (вторая, третья и четвертая цели). Наконец, *изощренные инвесторы*, или *игроки*, готовы идти на любой риск ради получения максимальной прибыли. Их предпочтение — третья цель.

Естественно, что любой инвестор стремится объединить все цели воедино. Достичь этого можно посредством *диверсификации* вложений капитала, т. е. инвестирования в различные виды ценных бумаг (более широко — финансовых активов). В результате образуется некая совокупность, называемая *портфелем ценных бумаг*.

Лекция 4

ПРОФЕССИОНАЛЬНАЯ ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Вопросы темы

4.1. Операционная инфраструктура.

4.2. Обслуживающая инфраструктура.

Между спросом и предложением на рынке ценных бумаг, а значит, между эмитентами и инвесторами могут возникать противоречия. В частности, эмитенты, как правило, заинтересованы в привлечении капитала надолго и под невысокую доходность, а инвесторы хотят получить высокий доход и за сравнительно короткий срок. Преодоление этих противоречий осуществляется в процессе посреднической деятельности на рынке ценных бумаг. Традиционно ее рассматривают как *инфраструктуру*, т. е. создающую условия, позволяющие преодолеть пространственно-временные противоречия в движении товаров и денег по рынку. Применительно к ценным бумагам такие противоречия обнаруживаются в движении сбережений и инвестиций. И поскольку рынок сбережений и инвестиций представляет собой особый тип рынка, посредническая деятельность на нем тоже весьма специфична. Заниматься ею могут только *профессиональные участники* на основании соответствующей лицензии. По российскому законодательству, ими могут быть юридические лица, осуществляющие виды деятельности, определенные гл. 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг». В соответствии с ним профессиональными видами деятельности на рынке ценных бумаг признаны следующие:

- брокерская;
- дилерская;
- управляющая;
- депозитарная;
- ведение реестра (регистраторская);

- деятельность по определению взаимных обязательств (клиринговая);
- деятельность по организации торговли.

Все они подлежат обязательному лицензированию, которое осуществляется федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг — Федеральной службой по финансовым рынкам (ранее ФКЦБ) или уполномоченными им органами на основании генеральной лицензии.

Существует три вида лицензий:

- профессионального участника рынка ценных бумаг на определенный вид деятельности;
- на осуществление деятельности по ведению реестра;
- лицензия фондовой биржи.

Осуществление профессиональной деятельности без соответствующей лицензии незаконно.

По инфраструктурной особенности профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг все ее виды можно разделить на две группы: операционная инфраструктура и обслуживающая инфраструктура.

4.1. Операционная инфраструктура рынка ценных бумаг

Под операционной инфраструктурой следует понимать те виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, которые своим основным содержанием имеют заключение сделок с ценными бумагами, сведение во времени и пространстве интересов инвесторов и эмитентов, а более широко — покупателей и продавцов ценных бумаг.

Соответственно к ней относятся брокерская, дилерская и управляющая деятельность.

Брокерская деятельность. Это совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами на основании возмездных договоров с клиентом, в частности, договора комиссии или поручения. В первом случае брокер выступает как *комиссионер*, действует от своего имени, становится стороной сделки, приобретает права и обязанности по ней. Во втором случае он имеет статус *поверенного*, в сделке участвует от имени клиента и не приобретает по ней прав и обязанностей. Но сделки он совершает всегда *за счет клиента*.

Денежные средства, переданные брокеру для инвестирования в ценные бумаги, а также полученные по сделкам, совершенным на основании договоров с клиентами, должны находиться на отдельном бан-

ковском счете, открываемом в кредитной организации. Этот счет называется *специальным брокерским счетом*. Брокер обязан вести учет этих денежных средств и отчитываться перед клиентом. Зачислять собственные денежные средства на специальный брокерский счет он не может.

Вместе с тем брокер вправе 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 брокеру право их использования, должны размещаться отдельно от денежных средства клиентов, не предоставивших брокеру такого права.

Брокер вправе предоставлять клиенту в заем денежные средства или ценные бумаги для совершения сделок купли-продажи при условии предоставления клиентом обеспечения. В качестве обеспечения обязательств клиента по предоставленным займам брокер вправе принимать только ценные бумаги, принадлежащие данному клиенту или приобретаемые для него. При этом обязательным требованием к этим бумагам выступает их ликвидность. Сделки, совершаемые с использованием денежных средств или ценных бумаг, переданных брокером в заем, называются *маржинальными*.

Брокер должен выполнять поручения клиентов добросовестно и в порядке их поступления. Сделки, осуществляемые по поручению клиентов, во всех случаях подлежат приоритетному исполнению по сравнению с операциями самого брокера. В случае, если конфликт интересов последнего и его клиента, о котором тот не был уведомлен до получения брокером соответствующего поручения, привел к причинению клиенту убытков, брокер обязан возместить их¹.

Одно из важнейших требований, предъявляемых к профессиональным участникам рынка ценных бумаг, а значит, и к брокеру, — соблюдение норматива достаточности собственных средств. Под *собственными средствами* понимается величина, определяемая как разница между суммой активов и суммой обязательств². При осуществлении

¹ О правилах брокерской деятельности см. подробнее Постановление ФКЦБ России от 11.10.99 № 9 в ред. от 13.08.2003 № 03-38/пс «Правила осуществления брокерской деятельности и дилерской деятельности».

² Постановление ФКЦБ России от 21.05.2003 № 03-26/пс «О методике расчета собственных средств профессионального участника рынка ценных бумаг».

исключительно брокерской деятельности этот норматив составляет 5 млн руб.

Брокерскую деятельность можно совмещать с дилерской, управляющей, депозитарной и деятельностью финансового консультанта на рынке ценных бумаг. Соответственно норматив достаточности собственных средств имеет иные значения. При совмещении брокерской деятельности:

- с дилерской и оказанием услуг финансового консультанта, с оценочной деятельностью, с оказанием услуг финансового консультанта — 35 млн руб.;
- с депозитарной деятельностью и оказанием услуг финансового консультанта, с оценочной деятельностью и оказанием услуг финансового консультанта — 40 млн руб.;
- депозитарной, оценочной и оказанием услуг финансового консультанта; с депозитарной, деятельностью депозитария инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов и оказанием услуг финансового консультанта — 45 млн руб.;
- с депозитарной, деятельностью депозитария инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов, оценочной деятельностью и оказанием услуг финансового консультанта — 50 млн руб.

Дилерская деятельность. Она представляет собой куплю-продажу ценных бумаг за свой счет и от своего имени. В отличие от брокера дилер на какое-то время становится собственником ценных бумаг. Его доход — это разница в ценах. Поэтому он может назначать путем публичного объявления цены покупки и продажи, т. е. осуществлять котировку цен. Объявив эти цены, дилер принимает на себя обязательство совершать по ним сделки.

Кроме того, дилер имеет право объявить иные существенные условия договора купли-продажи ценных бумаг. В частности, минимальное и максимальное количество покупаемых и продаваемых ценных бумаг, а также срок, в течение которого действуют объявленные цены. При отсутствии в объявлении указания на эти условия дилер обязан заключить договор купли-продажи ценных бумаг на существенных условиях, предложенных его клиентом. В случае уклонения дилера от заключения договора к нему может быть предъявлен иск о принудительном заключении такого договора и о возмещении причиненных клиенту убытков.

В своей деятельности дилер обязан придерживаться определенных правил. В частности:

- добросовестно исполнять обязательства по договорам купли-продажи ценных бумаг и иным договорам, непосредственно связанным с осуществлением своей профессиональной деятельности;
- доводить до сведения клиентов и контрагентов всю необходимую информацию, касающуюся исполнения обязательств по договору купли-продажи ценных бумаг;
- не манипулировать ценами на рынке ценных бумаг и не понуждать к сделке;
- не предоставлять умышленно искаженную информацию о ценных бумагах, их эмитентах, ценах, включая информацию, представленную в рекламе;
- раскрывать информацию о своих операциях с ценными бумагами в случаях и в порядке, предусмотренных законодательством Российской Федерации и нормативными правовыми актами Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг;
- вести внутренний учет операций с ценными бумагами;
- представлять отчетность в порядке, в объеме и в сроки, предусмотренные нормативными правовыми актами Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг.

Дилерская деятельность может быть совмещена с брокерской. В этом случае следует руководствоваться следующими положениями:

- при возникновении конфликта интересов, вызванного данным совмещением, немедленно уведомлять об этом своих клиентов и предпринимать все необходимые меры для его разрешения в пользу клиента;
- совершать сделки купли-продажи ценных бумаг по поручению клиентов в первоочередном по отношению к собственным сделкам брокера порядке.

Существуют и определенные запретительные аспекты дилерской деятельности. В частности, не допускается:

- совершение сделок с ценными бумагами до их полной оплаты и регистрации отчета об итогах их выпуска;
- осуществление размещения ценных бумаг, если регистрирующий орган приостановил эмиссию указанных ценных бумаг;
- рекламирование или предложение неограниченному кругу лиц ценных бумаг эмитентов, не раскрывающих информацию, предусмотренную законодательством;

- совершение сделок с использованием услуг организаций, не имеющих лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление такого рода услуг.

Норматив достаточности средств для собственно дилерской деятельности — 500 тыс. руб. Российское законодательство допускает для дилера те же варианты совмещения видов деятельности, как и для брокера. Соответственно нормативы достаточности средств при совмещении видов деятельности у них аналогичны.

Управляющая деятельность (деятельность по управлению ценными бумагами). Под ней понимается доверительное управление от своего имени и за вознаграждение переданными управляющему и принадлежащими другому лицу ценными бумагами, денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги, денежными средствами и ценными бумагами, полученными в процессе управления.

Субъектами отношений по доверительному управлению выступают:

- *доверительный управляющий*, т. е. лицо, принявшее на себя обязательства осуществлять деятельность по доверительному управлению. В рамках договора он может совершать любые правомерные юридические и фактические действия с ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги, следуя интересам учредителя управления или иного указанного им лица;
- *учредитель доверительного управления* — собственник передаваемых в доверительное управление ценных бумаг или средств инвестирования в таковые. Учредителями доверительного управления могут выступать российские и иностранные физические и юридические лица, а также Российская Федерация, ее субъекты и муниципальные образования в лице соответствующих органов государственного управления или местного самоуправления;
- *выгодоприобретатель* — лицо, имеющее право требовать исполнения доверительным управляющим принятых им на себя обязательств. При этом возможно совпадение и несовпадение выгодоприобретателя с учредителем доверительного управления.

Круг объектов доверительного управления ценными бумагами ограничен. Оно распространяется на акции акционерных обществ, облигации коммерческих организаций, государственные и муниципальные облигации, за исключением тех, условия выпуска и обращения которых не допускают передачу их в доверительное управление.

Не могут находиться в доверительном управлении переводные и простые векселя, чеки, депозитные и сберегательные сертификаты банков и иных кредитных организаций, сберегательные книжки на предъявителя, складские свидетельства любых видов, а также иные товарораспорядительные ценные бумаги.

Поскольку ценные бумаги удостоверяют определенные права их владельца, то вся их совокупность становится неделимым объектом доверительного управления. При этом передача ценных бумаг в доверительное управление не влечет установления права собственности доверительного управляющего на них. Однако она осуществляется в соответствии с условиями и порядком отчуждения ценных бумаг их собственником в собственность иного лица. Поэтому доверительный управляющий, принявший в свое управление ценные бумаги, реализует в отношении к ним все полномочия собственника. В том числе:

- самостоятельно и от своего имени осуществляет все права, удостоверяемые находящимися в его владении ценными бумагами (право на получение дивидендов по акциям и дохода по облигациям, личные неимущественные права акционера акционерного общества, право на требование платежа в погашение ценной бумаги и др.);
- самостоятельно и от своего имени осуществляет все права, связанные с находящимися в его владении ценными бумагами — право на отчуждение, передачу в залог, совершение с ними любых сделок или фактических действий.

Деятельность по доверительному управлению ценными бумагами и по доверительному управлению средствами инвестирования в ценные бумаги может совершаться как на основании единого, так и отдельных договоров. В соответствии с одним из них будет реализовываться доверительное управление ценными бумагами, а в соответствии с другим — деятельность по доверительному управлению средствами инвестирования в ценные бумаги этого же учредителя управления. Договор, который предусматривает передачу в доверительное управление средств инвестирования в ценные бумаги, должен включать инвестиционную декларацию управляющего, определяющую направления и способы инвестирования денежных средств учредителя управления.

Если же по договору предусмотрено принятие в управление доверительным управляющим только ценных бумаг, принятие в управление средств инвестирования в ценные бумаги не допускается.

Доверительный управляющий в процессе исполнения им своих обязанностей по договору доверительного управления не вправе совершать следующие сделки:

- приобретать за счет управляемых денежных средств ценные бумаги, находящиеся в его собственности;
- отчуждать находящиеся в его управлении ценные бумаги в свою собственность;
- одновременно выступать в качестве брокера на стороне другого лица;
- приобретать за счет находящихся в его управлении денежных средств ценные бумаги, выпущенные его учредителями;
- приобретать за счет находящихся в его управлении денежных средств ценные бумаги организаций, которые пребывают в процессе ликвидации;
- обменивать находящиеся в его управлении ценные бумаги на указанные выше ценные бумаги;
- отчуждать находящиеся в его управлении ценные бумаги по договорам, предусматривающим отсрочку или рассрочку платежа более чем на 30 календарных дней;
- закладывать находящиеся в его управлении ценные бумаги в обеспечение исполнения своих собственных обязательств, обязательств своих учредителей или обязательств иных третьих лиц;
- передавать находящиеся в его управлении ценные бумаги на хранение с определением в качестве распорядителя или получателя депозита третье лицо;
- передавать находящиеся в его управлении денежные средства во вклады в пользу третьих лиц либо вносить указанные средства на счет, распорядителем которого определено третье лицо (лица);
- заключать за счет находящихся в его управлении денежных средств договоры страхования, получателями возмещения по которым определены любые третьи лица¹.

Деятельность по доверительному управлению может совмещаться с брокерской, дилерской и депозитарной. Норматив достаточности

¹ См. подробнее: «Положение о доверительном управлении ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги». Утверждено Постановлением ФКЦБ от 17 октября 1997 г. № 37».

собственных средств при этом составляет 5 млн руб. как при осуществлении только доверительного управления, так и при совмещении указанных видов деятельности. Однако если осуществляется совместно деятельность по управлению ценными бумагами и по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами, негосударственными пенсионными фондами, активами страховых резервов страховых организаций, то данный норматив составляет 30 млн руб.

4.2. Обслуживающая инфраструктура

Она также относится к профессиональной инфраструктуре рынка ценных бумаг.

Обслуживающая инфраструктура — это такие виды деятельности, содержание которой предполагает предоставление различных услуг, обеспечивающих условия совершения сделок с ценными бумагами и соблюдение интересов и прав их сторон.

К ней следует относить клиринговую, депозитарную деятельность, ведение реестра и организацию торговли ценными бумагами.

Клиринговая деятельность (клиринг). Это профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг, связанная с определением взаимных обязательств по сделкам, совершенным на рынке ценных бумаг, и их зачету, по поставкам ценных бумаг и расчетам по ним. Она предполагает сбор, сверку, корректировку информации по сделкам с ценными бумагами и подготовку бухгалтерской документации по ним. Правила этой деятельности должны быть утверждены клиринговой организацией и зарегистрированы в федеральном органе исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Участниками клиринговой деятельности выступают:

- *клиринговая организация* — организация, осуществляющая клиринговую деятельность на рынке ценных бумаг;
- *клиринговый центр* — клиринговая организация, осуществляющая клиринг по сделкам, совершенным через организатора торговли;
- *участник клиринга* — лицо, заключившее договор с клиринговой организацией на осуществление клирингового обслуживания по сделкам с ценными бумагами;
- *расчетная организация* — небанковская кредитная организация, ведущая счета участников клиринга и осуществляющая расчеты по денежным средствам согласно результатам клиринга;

- *расчетный депозитарий* — депозитарий, осуществляющий проведение всех операций по счетам депо участников рынка ценных бумаг при исполнении сделок, совершенных через организаторов торговли на рынке ценных бумаг;
- *организатор торговли* — организатор торговли на рынке ценных бумаг, в том числе фондовая биржа.

Определение обязательств участников клиринга может осуществляться следующими способами.

- *Простой клиринг*. Это определение обязательств каждого участника клиринга и проведение расчетов по ценным бумагам и денежным средствам по каждой совершенной участником клиринга сделке клирингового пула.
- *Многосторонний клиринг*. Под ним понимается определение обязательств каждого участника клиринга и осуществление расчетов по ценным бумагам и денежным средствам всем совершенным участником клиринга сделкам клирингового пула.
- *Централизованный клиринг*, предполагающий, что клиринговая организация может выступать стороной по обязательствам, вытекающим из сделок клирингового пула. При осуществлении клиринга по сделкам, заключенным на фондовой бирже, начиная с 1 января 2005 г. может использоваться исключительно этот способ.

Клиринговая организация вправе совмещать различные способы определения обязательств, а в случае применения многостороннего или централизованного клиринга производить *неттинг*, т. е. зачет встречных однородных обязательств и требований по ценным бумагам и денежным средствам.

Клиринг осуществляется по следующим сделкам:

- спот-сделки, предусматривающие поставку и оплату ценных бумаг в течение не более пяти дней со дня совершения сделки;
- срочные сделки с использованием фьючерсных контрактов и опционов;
- сделки репо, т. е. продажа (покупка) ценных бумаг (первая часть репо) с обязательной последующей обратной покупкой (продажей) ценных бумаг того же выпуска в том же количестве (вторая часть репо) через определенный срок на условиях, установленных при заключении сделки;
- иные сделки с ценными бумагами.

При этом клиринговый центр, который реализует клиринг по срочным сделкам, не может совмещать его с клирингом иного вида.

Совокупность сделок с ценными бумагами, совершенных участниками клиринга, по которым на данный день наступил срок исполнения обязательств, называется **клиринговым пулом**.

Осуществление клиринговых операций предполагает использование торговых и клиринговых счетов. *Торговые счета* бывают двух типов. Во-первых, торговый счет депо. Он открывается в расчетном депозитарии участникам клиринга или клиринговой организации для проведения операций с ценными бумагами. Во-вторых, денежный торговый счет. Это банковский счет участника клиринга в расчетной организации.

Движение ценных бумаг и денежных средств по торговым счетам при исполнении обязательств по сделкам клирингового пула осуществляется согласно принципу «поставка против платежа». По порядку зачисления на торговые счета ценных бумаг и денежных средств различают следующие виды клиринговой деятельности.

- *С полным обеспечением.* В данном случае участники клиринга имеют право совершать сделки только в пределах количества ценных бумаг и денежных средств, зачисленных ими до начала торгов на торговые счета.
- *С частичным обеспечением.* Участники клиринга имеют право совершать сделки в определенных пределах, величина которых зависит от оценочной стоимости ценных бумаг и объема денежных средств, переведенных ими до начала торгов на торговые счета.
- *Без предварительного обеспечения.* В данном случае участники клиринга вправе совершать сделки без предварительного зачисления на свои торговые счета ценных бумаг и денежных средств.

Клиринговые счета открываются при осуществлении многостороннего и многостороннего централизованного клиринга. Для учета операций с ценными бумагами используется клиринговый счет депо в расчетном депозитарии отдельный. При этом зачисление ценных бумаг на этот счет не влечет за собой переход их в собственность клиринговой организации. Для учета операций с денежными средствами предназначен денежный клиринговый счет в расчетной организации.

В качестве обеспечения исполнения сделок с ценными бумагами профессиональный участник данного рынка, осуществляющий клиринговую деятельность, создает гарантийный фонд и разрабатывает систему мер снижения рисков.

Гарантийный фонд формируется из средств участников клиринга и клиринговой организации и должен состоять из денежных средств и государственных ценных бумаг Российской Федерации. По спот-сделкам с полным обеспечением или без предварительного обеспечения гарантийный фонд формируется благодаря ежемесячным взносам клиринговой организации в размере не менее 1% от вознаграждения, полученного за осуществление клиринговой деятельности, а также за счет иных взносов клиринговой организации и участников клиринга. Для спот-сделок с частичным обеспечением, фьючерсных, опционных сделок и сделок репо предусмотрена та же структура и порядок формирования средств гарантийного фонда, но величина взносов клиринговой организации должна быть не менее 2% от ее вознаграждения.

Помимо создания гарантийного фонда могут использоваться и такие меры снижения рисков, как предварительное депонирование ценных бумаг и денежных средств на счетах участников клиринга в расчетном депозитарии и расчетной организации; перерасчет обязательств и требований путем исключения из расчета необеспеченных сделок, гарантий и поручительства третьих лиц.

Кроме того, снижению степени риска призваны способствовать следующие правила:

- централизованный клиринг может осуществляться только с полным или частичным обеспечением;
- многосторонний и централизованный клиринг по срочным сделкам предполагает только полное либо частичное обеспечение¹.

Норматив достаточности собственных средств для осуществления клиринговой деятельности составляет 15 млн руб. В случае же ее совмещения с депозитарной деятельностью — 30 млн руб., с организацией торговли на рынке ценных бумаг — 40 млн руб., а с деятельностью фондовой биржи соответственно 75 млн руб.

Депозитарная деятельность. Это оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг, учету и переходу прав на ценные бумаги. Ее объектом служат как эмиссионные, так и неэмиссионные ценные бумаги резидентов Российской Федерации, а также нерезидентов, если это не противоречит требованиям российского законодательства.

¹ Подробнее о клиринговой деятельности см. «Положение о клиринговой деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации». Утверждено Постановлением ФКЦБ РФ от 14.08.2002 № 32/пс (с дополнениями от 26.12.2003).

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий данную деятельность, называется *депозитарием*.

Функция хранения сертификатов ценных бумаг распространяется на документарные ценные бумаги с обязательным централизованным хранением и без обязательного централизованного хранения. При этом передача сертификатов на хранение в депозитарий влечет за собой изменение способа удостоверения прав на ценные бумаги. А именно: удостоверение в качестве сертификата заменяется удостоверением в виде записи на счете депо, открытом в депозитарии. Депозитарий несет ответственность за сохранность депонированных у него сертификатов ценных бумаг.

Если же ценные бумаги имеют бездокументарную форму, депозитарий оказывает услуги по учету и удостоверению прав без их хранения. Передача учета прав на бездокументарные ценные бумаги из системы ведения реестра в депозитарий предполагает такое же изменение способа удостоверения этих прав, как и в случае передачи на хранение сертификата. То есть удостоверение, осуществляемое как запись на лицевом счете в системе ведения реестра, заменяется удостоверением прав при помощи записи на счете депо.

Лицо, пользующееся услугами депозитария, называется *депонентом*. Им может быть юридическое или физическое лицо, которому ценные бумаги принадлежат на праве собственности или ином вещном праве (владелец ценных бумаг), а также другой депозитарий, в том числе выступающий в качестве номинального держателя ценных бумаг своих клиентов. Депонентами также вправе выступать залогодержатели ценных бумаг и доверительные управляющие ценными бумагами.

Депонент может передать полномочия по распоряжению ценными бумагами и осуществлению прав по ценным бумагам другому лицу — попечителю счета, которым разрешено выступать только профессиональному участнику рынка ценных бумаг. Между попечителем счета и депозитарием должен быть заключен договор, устанавливающий их взаимные права и обязанности.

Основным документом, регламентирующим и регулирующим отношения между депозитарием и депонентом, служит депозитарный договор или договор о счете депо. Он заключается в письменной форме и в качестве своей неотъемлемой части включает условия осуществления депозитарной деятельности.

В случае, если депонентом депозитария оказывается другой депозитарий, договор между ними называется договором о междепозитарных отношениях.

Заключение договора не влечет за собой переход к депозитарию прав собственности на ценные бумаги депонента. Поэтому на них не может быть обращено взыскание по обязательствам самого депозитария. Более того, он не может распоряжаться ценными бумагами депонента, управлять ими или осуществлять с ними какие-либо действия, кроме как по поручению депонента и в случаях, предусмотренных депозитарным договором.

Отношения между депозитарием и депонентом предполагают определенную организацию. Важнейший ее элемент — *счет депо*. Это объединенная общим признаком совокупность записей в регистрах депозитария, предназначенная для учета наличия и перемещения ценных бумаг. При этом в депозитарии используется технология учета, аналогичная бухгалтерскому, — по методу двойной записи. Значит, счета депо могут быть пассивными и активными. На пассивных (счетах депонента) ценные бумаги учитываются в разрезе владельцев, а на активных — в разрезе мест хранения. И те и другие можно называть *лицевыми* счетами депо по аналогии с денежным учетом или учетом в системе ведения реестра владельцев именных ценных бумаг. Каждая ценная бумага, находящаяся на хранении в депозитарии, учитывается дважды: по активу и по пассиву. Отсюда вытекает понятие баланса депо: количество ценных бумаг одного выпуска на активных счетах должно быть равно количеству ценных бумаг этого выпуска, учитываемых на пассивных счетах.

И активные, и пассивные счета имеют одинаковую структуру. Так, минимальной единицей учета служит субсчет депо — запись, характеризующая совокупность ценных бумаг одного выпуска и одного и того же состояния. К этим ценным бумагам применяется одинаковый набор операций. Для некоторых субсчетов характерны общие признаки. Например, ценные бумаги могут находиться в залоге по одному договору, управляться одним управляющим и т. д. Такие субсчета объединяются в раздел счета депо¹.

Особо следует отметить счета депо, возникающие в связи с междепозитарным договором. Это так называемые корреспондентские счета. Существует два их типа. Счет ЛОРО открывается для ценных бумаг, помещенных на хранение и для учета прав на них другим депозитарием. Это пассивный счет, т. е. счет депонента. Депозитарий, ведущий счет ЛОРО, называется *домцилиатом*, а депозитарий, которому был

¹ Несколько иначе структура счета депо трактуется в учебнике «Рынок ценных бумаг» под редакцией В. А. Галанова и А. И. Басова (см. п. 8.5 гл. 8).

открыт этот счет, — *домоцилиантом*. При этом в депозитарном учете домоцилианта открывается счет НОСТРО, который является активным, т. е. счетом места хранения. По сути, это зеркальное отражение счета ЛОРО.

Депозитарий обязан вести обособленный учет прав на ценные бумаги каждого депонента, открывая ему отдельный счет депо. При этом ценные бумаги, учитываемые в депозитарии и принадлежащие его клиентам, не отражаются в основном бухгалтерском балансе депозитария и учитываются вне его.

Выделяют несколько способов учета ценных бумаг в депозитарии:

- *открытый*, предполагающий, что депонент может давать поручения депозитария только относительно определенного количества ценных бумаг, учитываемых на счете депо, не указывая их индивидуальные признаки и индивидуальные признаки удостоверяющих их сертификатов;
- *закрытый*, при котором депозитарий обязуется принимать и исполнять поручения депонента относительно любой конкретной ценной бумаги, учтенной на его счете депо или, помимо прочего, еще и удостоверенной конкретным сертификатом;
- *маркированный*, когда депонент, отдавая поручение, кроме количества ценных бумаг указывает признак группы, к которой отнесены данные ценные бумаги или их сертификаты¹.

Хранение ценных бумаг, открытие и ведение счетов депо, предполагающее учет прав на ценные бумаги, не исчерпывают депозитарных операций. Еще одной их разновидностью выступает перевод ценных бумаг. Эту операцию делят на три класса:

- переводы в процессе эмиссии ценных бумаг,
- переводы в процессе обращения на вторичном рынке,
- переводы в процессе погашения или изъятия из обращения ценных бумаг.

Переводы могут совершаться в пределах либо одного, либо между различными депозитариями. Во всех этих случаях депозитарий осу-

¹ В ряде учебных изданий это называется способами хранения ценных бумаг. См., например, учебник «Ценные бумаги» под редакцией В. И. Колесникова и В. С. Торкановского (п. 18.3 гл. 18). Данная трактовка обусловлена, в частности, тем, что именно такой термин употребляется в рекомендациях Комитета депозитариев ПАРТАД по организации учета ценных бумаг на счетах депо.

ществляет записи по счету депо. Основанием для этого служит поручение депонента или уполномоченного им лица. Права на ценные бумаги считаются переданными с момента внесения депозитарием соответствующей записи по счету депо.

В зависимости от инициатора операции можно выделить следующие виды поручений:

- *клиентские*: инициатор — депонент, уполномоченное им лицо, попечитель счета;
- *служебные*: инициаторами выступают должностные лица депозитария;
- *официальные*: инициатором оказываются уполномоченные государственные органы;
- *глобальные*: инициатором, как правило, бывает эмитент или регистратор, действующий по поручению эмитента.

Различаются три основных класса депозитарных операций.

1. *Инвентарные*, изменяющие остатки ценных бумаг на лицевых счетах в депозитарии.
2. *Административные*, приводящие к изменениям анкет счетов депо, а также содержимого других учетных регистров депозитария, за исключением остатков ценных бумаг на лицевых счетах.
3. *Информационные*, связанные с составлением отчетов и справок о состоянии счетов депо, лицевых счетов и иных учетных регистров депозитария или о выполнении депозитарных операций.

Операция, включающая в качестве составляющих элементов операции различных типов, называется *комплексной депозитарной операцией*. Могут осуществляться и *глобальные операции*, изменяющие состояние всех или значительной части учетных регистров депозитария, связанных с данным выпуском ценных бумаг. Как правило, они осуществляются по инициативе эмитента и сопряжены с проведением им корпоративных действий.

Депозитарий обеспечивает конфиденциальность информации о счетах депо, о производимых операциях по этим счетам. Сведения такого рода оглашаются только самим клиентам, их уполномоченным представителям, лицензирующему органу в рамках его полномочий при проведении проверок деятельности депозитария.

Депозитарий может оказывать депоненту сопутствующие услуги:

- ведение денежных, валютных и мультивалютных счетов, необходимость которых вызвана проведением операций с ценными бумагами и получением доходов по ним;

- изъятие из обращения, погашение и уничтожение сертификатов ценных бумаг;
- отделение и погашение купонов;
- представление его интересов на общих собраниях акционеров;
- отслеживание корпоративных действий эмитента и информирование о них, предоставление сведений об эмитентах и о состоянии рынка ценных бумаг;
- содействие в оптимизации налогообложения доходов по ценным бумагам;
- организация инвестиционного и налогового консультирования¹.

Норматив достаточности собственных средств для депозитарной деятельности составляет 20 млн руб. При совмещении ее с деятельностью специализированного депозитария инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов он вырастает до 25 млн руб. соответственно. Если депозитарная деятельность связана с осуществлением операций по итогам сделок с ценными бумагами, совершенных через организаторов торговли на рынке ценных бумаг (расчетный депозитарий), то норматив достигает 35 млн руб. Он повышается до 45 млн руб., если добавляется еще и клиринговая деятельность.

Ведение реестра. Деятельностью по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг признаются сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг.

Под системой ведения реестра владельцев ценных бумаг понимается совокупность сведений, обеспечивающая идентификацию владельцев ценных бумаг, номинальных держателей и учет их прав в отношении ценных бумаг.

Данная система должна обеспечивать в течение установленных сроков сбор и хранение информации обо всех фактах и документах, связанных с необходимостью внесения изменений в реестр владельцев ценных бумаг, и обо всех действиях держателя реестра по внесению этих изменений. Информация может быть зафиксирована на бумажном или электронном носителях.

¹ С нормативными требованиями к депозитарной деятельности можно ознакомиться в «Положении о депозитарной деятельности в Российской Федерации» (Утверждено Постановлением ФКЦБ России от 16.10.97 № 36).

Ключевой элемент этой системы — *реестр*. Под ним понимается список зарегистрированных владельцев с указанием количества, номинальной стоимости и категории принадлежащих им именных ценных бумаг, составленный на любую установленную дату. В реестре, кроме владельцев ценных бумаг, располагающих ими на праве собственности или ином вещном праве, могут быть зарегистрированы:

- *номинальный держатель* — профессиональный участник рынка ценных бумаг, который выступает держателем ценных бумаг от своего имени в интересах другого лица, не будучи владельцем данных бумаг. Номинальными держателями могут быть профессиональные участники рынка ценных бумаг, в частности, депозитарий и брокер;
- *доверительный управляющий* — профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий доверительное управление ценными бумагами, переданными ему во владение на определенный срок и принадлежащими другому лицу, в интересах этого лица или указанных этим лицом третьих лиц;
- *залогодержатель* — кредитор по обязательству, обеспеченному залогом ценных бумаг.

Юридическое лицо, осуществляющее деятельность по ведению реестра, называется *держателем реестра, или регистратором*. Им может быть эмитент или профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий эту деятельность на основании поручения эмитента. Этот последний имеет статус *специализированного регистратора*. В Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» содержится следующее требование: если число владельцев ценных бумаг превышает 500, то держателем реестра должен быть только специализированный регистратор. В то же время в соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» реестр владельцев акций передается специализированному регистратору уже в случае, если у общества более 50 акционеров¹. Специализированный регистратор не вправе осуществлять сделки с ценными бумагами эмитентов, ведение реестров которых он осуществляет.

Эмитент может поручить ведение реестра по всем своим именным эмиссионным ценным бумагам только одному регистратору. При этом

¹ Очевидно, данное расхождение объяснимо тем, что в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» речь идет о владельцах всех видов именных эмиссионных ценных, а не только об акционерах.

он не освобождается от ответственности за порядок системы ведения реестра. В то же время регистратор может вести реестры владельцев ценных бумаг неограниченного числа эмитентов.

Основные обязанности держателя реестра таковы.

1. Открытие зарегистрированному владельцу или номинальному держателю ценных бумаг лицевого счета в системе ведения реестра.

Лицевой счет — это совокупность данных о зарегистрированном лице, виде, количестве, категории ценных бумаг, государственном регистрационном номере выпуска, номинальной стоимости ценных бумаг, номерах сертификатов и количестве ценных бумаг, удостоверенных ими, обременении ценных бумаг обязательствами и блокировании операций, а также операциях по лицевому счету.

В системе ведения реестра открываются:

- эмиссионный счет эмитента для зачисления на него зарегистрированных ценных бумаг и их последующего списания при размещении или аннулировании;
- лицевой счет эмитента для зачисления на него ценных бумаг, купленных эмитентом;
- лицевой счет зарегистрированного лица, открываемый владельцу, номинальному держателю, залогодержателю или доверительному управляющему.

Владельцу лицевого счета предоставляется выписка из реестра, датированная определенным числом.

2. Внесение в систему ведения реестра всех необходимых изменений и дополнений. Например, в случаях изменения информации о зарегистрированном лице и перехода прав собственности на ценные бумаги по любому основанию.

3. Проведение операций на лицевых счетах по поручению зарегистрированных лиц. В частности, по поручению владельца проводятся операции по зачислению на счет и списанию со счета ценных бумаг, включая счет номинального держателя; блокирование и снятие с блокирования операций по лицевым счетам. По поручению эмитента регистратор вносит записи о размещении ценных бумаг, проводит конвертацию и аннулирование ценных бумаг, внося соответствующие записи. Кроме того, готовит списки лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров и на получение доходов.

4. Доведение до заинтересованных лиц необходимой информации в соответствии с действующим законодательством. Право на получение информации из реестра имеют эмитенты, зарегистрированные лица,

уполномоченные представители государства. В первую очередь это касается информирования зарегистрированных лиц об учитываемых на их счете ценных бумагах, операциях с ними, о правах, закрепленных ценными бумагами, способах и порядке их осуществления.

Часть своих функций по сбору информации, входящей в систему ведения реестра, регистратор может делегировать другим регистраторам, что, однако, не освобождает его от ответственности перед эмитентом. Прием от зарегистрированных лиц информации и документов, необходимых для исполнения операций в реестре, их передачу регистратору, а также прием и передачу информации и документов от регистратора зарегистрированным лицам может осуществлять по договору специальное юридическое лицо — *трансфер-агент*¹.

Ведение реестра не может совмещаться с другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, за исключением ведения реестра владельцев инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов. Норматив достаточности собственных средств для осуществления этой деятельности с 1 января 2004 г. составляет 15 млн руб., а с 1 января 2005 г. должен составить 30 млн руб.

Деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг. Согласно российскому законодательству таковой признается предоставление услуг, непосредственно способствующих заключению сделок с ценными бумагами. Условия оказания данных услуг должны обеспечивать равные права и обязанности участникам торгов одной и той же категории. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий эту деятельность, называется *организатором торговли*.

Если вдуматься в понятие самой этой деятельности и ее субъекта, можно заключить, что речь идет об организованном рынке ценных бумаг. Однако следует помнить, что сюда относится организация торгов как на фондовой бирже, так и во внебиржевых торговых системах. И в любом случае предполагается наличие конкретных требований к осуществлению такой деятельности. Содержание их требований определяется теми задачами, которые решают организаторы торговли. Важнейшей же из таковых представляется создание условий для проведения торгов. Очевидно, что к числу основных условий следует отнести информационное обеспечение участников, форма-

¹ См.: «Положение в ведении реестра владельцев именных ценных бумаг». Утверждено Постановлением ФКЦБ России от 02.10.97 № 23 (в ред. от 20.04.98 № 8).

лизацию правил совершения сделок, минимизацию сроков их оформления и времени проведения расчетов по ним, снижение рисков для инвестора.

Основными документами, регламентирующими все указанные аспекты, выступают правила допуска к участию в торгах, правила допуска к торгам ценных бумаг, правила проведения торгов. Все они регистрируются в Федеральном исполнительном органе по рынку ценных бумаг и содержат в себе общие требования к участникам торгов, время начала и окончания торгов, порядок и условия их проведения, в том числе перечень сделок и их параметры; типы и содержание предложений о совершении сделок, описание возможных способов осуществления и исполнения сделок, порядок приостановления и возобновления торгов, ограничения манипуляции ценами и иные существенные моменты.

Кроме этого, организатор торговли регистрирует список ценных бумаг, допущенных к торгам. В нем указываются:

- вид ценной бумаги;
- наименование эмитента;
- номинальная стоимость ценной бумаги;
- индивидуальный регистрационный номер выпуска;
- общее количество ценных бумаг в данном выпуске;
- наименование инициатора допуска ценной бумаги к торгам;
- основание допуска ценной бумаги к торгам;
- наименование котировального списка.

Организатор торговли ведет следующие реестры:

- участников торгов и их уполномоченных сотрудников;
- клиентов — участников торгов;
- объявленных участниками торгов заявок;
- сделок.

При этом по каждой сделке, заключенной в соответствии с установленными правилами, отражается следующая информация:

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

Важнейшее требование к деятельности организатора торговли — выявление нестандартных сделок, совершаемых для того, чтобы манипулировать ценами, с использованием служебной информации и для распространения ложных сведений¹.

Норматив достаточности средств для организатора торговли на рынке ценных бумаг составляет 30 млн руб. При совмещении же этой деятельности с клирингом — 40 млн руб. Для фондовой биржи как организатора торговли ценными бумагами установлены иные нормативы. В частности, с 1 января 2004 г. — 60 млн руб. и 75 млн руб. соответственно.

¹ Подробнее см.: «Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» (в ред. Приказа ФСФР от 15.12.2004 № 04-1245/пз-н).

Лекция 5

ОБЛИГАЦИИ КАК ДОЛГОВЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Вопросы темы

- 5.1. Фундаментальные свойства облигаций.
- 5.2. Виды корпоративных облигаций.
- 5.3. Особенности эмиссии и размещения облигаций.
- 5.4. Стоимость, цена и доходность облигаций.

5.1. Фундаментальные свойства облигаций

Значительная часть операций на рынке ценных бумаг связана с движением *долговых ценных бумаг*, обслуживающих отношения займа. Эмитент в таком случае становится заемщиком, инвестор — кредитором.

Основным видом долговых ценных бумаг на фондовом рынке служат облигации юридических лиц, или корпоративные. В экономическом смысле облигация — это свидетельство о том, что эмитент взял у инвестора в заем какую-то сумму на какой-то срок. Если же учесть правовой аспект темы, то это особая форма кредитного соглашения, закрепленного ценной бумагой.

Существующее в российском законодательстве определение облигации как раз и учитывает оба эти аспекта. В соответствии со ст. 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» облигация — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право на получение от эмитента в предусмотренный срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного процента от номинальной стоимости либо иные имущественные права.

Суть отношений заимствования, закрепляемых облигацией, и определение ее как ценной бумаги позволяют выделить особые характеристики, или *фундаментальные свойства*, облигации.

Во-первых, это *срочная ценная бумага*. Облигации всегда выпускаются на строго определенный срок, называемый *сроком погашения* или сроком обращения. Соответственно облигации подразделяют на краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные. Краткосрочные выпускаются на срок не более одного года. Среднесрочные — на срок свыше года и до 10 лет. Долгосрочные — свыше 10 лет. Срочный характер отношений привлечения капитала путем выпуска облигаций, безусловно, накладывает серьезные обязательства на эмитента.

Во-вторых, облигация *подлежит обязательному выкупу*. Это значит, что по истечении срока обращения сумма основного долга по облигации должна быть возвращена в полном объеме ее владельцу — *облигационеру*. Это называется погашением облигации.

Возврат суммы основного долга — первое договорное (контрактное) обязательство эмитента облигаций. Он должен погасить их независимо от своего финансового состояния. В случае отсутствия средств для погашения в отношении эмитента может быть возбуждена процедура несостоятельности (банкротства)¹. Требования инвесторов будут удовлетворяться за счет имущества заемщика.

В связи с этой характеристикой выделяют особую цену облигации — *цену погашения*. По российскому законодательству она равна номинальной стоимости облигации:

$$Ц_{\text{пог}} = N_0,$$

где $Ц_{\text{пог}}$ — цена погашения, а N_0 — номинальная стоимость (номинал) облигации.

Погашение может осуществляться денежными средствами или иным имуществом, если это предусмотрено условиями выпуска облигаций.

В-третьих, облигация обеспечивает получение дохода на вложенный капитал, каковым может быть процент и (или) дисконт. Основной формой дохода служит процент. Его выплачивают по ставке, зафиксированной относительно номинальной стоимости облигации. Этот доход стабилен, устанавливается при выпуске облигации и имеет регулярный характер. Он может выплачиваться ежеквартально, раз в полгода, раз

¹ При этом существенным нарушением условий заключенного договора займа, согласно российскому законодательству, служит просрочка исполнения обязательства по выплате суммы основного долга по облигации на срок более 30 дней или отказ от исполнения указанного обязательства. Обозначается это термином «*дефолт*».

в год. Право на получение постоянного дохода называется *«аннуитет»*. Однако возможен и вариант выплаты дохода единовременно за весь период обращения облигации, т. е. при ее погашении. Период, за который выплачивается процент, называется *«купонным»*. При этом есть одна особенность: процентная ставка всегда указывается в годовом исчислении. В первый год обращения процент выплачивается пропорционально времени нахождения облигаций на рынке.

Существует и иная форма дохода по облигации. В частности, если облигация при размещении продается по цене ниже ее номинальной стоимости. Тогда доходом становится разница между этой ценой и ценой погашения облигации, которая, как указывалось ранее, равна ее номинальной стоимости. Эта форма дохода и называется *«дисконт»*. Дисконт — это единовременный доход (его получают один раз, при погашении облигации).

Можно отметить ряд особенностей в выплате дохода по предъявительским и именованным облигациям. По предъявительским его получит тот, кто предъявит данные облигации эмитенту или его платежному агенту. По именованным же — тот, кто зафиксирован в реестре владельцев на момент его закрытия для определения списка таковых (это происходит не позднее чем за 14 дней до даты выплаты дохода). С этого момента и до окончания срока выплаты дохода изменения в реестр не вносятся. В результате тот, кто приобрел облигацию в данный период, дохода по ней не получит. Его выплатят прежнему владельцу облигации.

Соответственно, это порождает специфику формирования рыночной цены облигации. В ней учитывается так называемый *причитающийся процентный доход*. В российской практике утвердилось иное название — *накопленный купонный доход*. Его определение основано на принципе разделения сроков фактического владения облигацией сторонами сделки купли-продажи¹. Высчитывается он по формуле:

$$D_{\%} = N_0 \times I \times n / 365,$$

где $D_{\%}$ — причитающийся процентный доход, N_0 — номинал облигации, I — процентная ставка в долях единицы, n — количество дней фактического владения облигацией той стороной сделки, которая не получит доход от эмитента.

¹ См. подробнее: Алексин Б. И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. М.: Финансы и статистика, 1991.

Если же купонный период составляет менее года, то применима формула:

$$D_{\%} = N_o \times I \times t / T,$$

где T — количество дней в купонном периоде, t — количество дней от начала купонного периода до дня совершения сделки.

Тогда цена сделки — Π_c — для облигаций на предъявителя определяется следующим образом:

$$\Pi_c = N_o + D_{\%}.$$

Аналогично устанавливается цена сделки с именной облигацией, заключаемой в сроки, позволяющие внести изменения в реестр владельцев облигаций. Если же сроки не позволяют внести такие изменения, то цена сделки вычисляется по формуле:

$$\Pi_c = N_o - D_{\%}.$$

Доход, выплачиваемый по облигациям, в соответствии с гл. 25 Налогового кодекса РФ относится к внереализационным расходам эмитента, уменьшающим прибыль для целей налогообложения. При этом к внереализационным расходам могут быть отнесены выплаты, не превышающие существенно средних выплат по аналогичным заимствованиям. Существенным превышением считается более чем на 20%. Если же аналогичных заимствований нет, то предельная величина выплат, относимых на внереализационные расходы, определяется как ставка рефинансирования Центрального банка, увеличенная в 1,1 раза.

Доходы, получаемые по облигациям, в соответствии с гл. 25 Налогового кодекса у юридических лиц относятся к внереализационным доходам и облагаются налогом в общеустановленном порядке — по ставке 24%. Для физических лиц они составляют часть совокупного дохода, подлежащего налогообложению, и облагаются по ставке 13%. Исключение составляют доходы в виде процентов по облигациям с ипотечным покрытием. Начиная с 1 января 2005 г. в отношении доходов по таким облигациям действуют иные налоговые ставки: 9%, если облигации эмитированы до 1 января 2007 г., и 15% в случае их эмиссии после 1 января 2007 г.¹

Выплата доходов по облигации — это еще одно договорное обязательство эмитента, наряду с выплатой основного долга. Поэтому его

¹ См. Федеральный закон «О внесении изменения в статью 284 части второй Налогового кодекса Российской Федерации» от 20 августа 2004 г. № 107-ФЗ.

неисполнение может быть обжаловано в суде. При этом *существенным нарушением условий заключенного договора займа* считается просрочка выплаты очередного процента по облигации на срок более семи дней или отказ выполнить указанное обязательство.

И еще одно важное обстоятельство, характеризующее облигацию в плане ее фундаментального свойства. В какой бы форме ни выплачивался доход по ней, он всегда фиксированный. Поэтому часто понятия «облигация» и «ценная бумага с фиксированным доходом» используются как синонимы¹.

В-четвертых, облигация дает своему владельцу *право участвовать в разделе имущества эмитента в случае его ликвидации*. Облигационеры в данном случае имеют преимущество перед акционерами. Согласно российскому законодательству владельцы облигаций как кредиторы относятся к третьей очереди применительно к такого рода выплатам. Причем выплаты по облигациям, обеспеченным залогом имущества, осуществляются ранее, чем по иным облигациям.

В-пятых, облигации *не дают права участвовать в управлении имуществом эмитента*. Они отражают участие инвестора в заемном капитале, а не в собственных активах эмитента. Однако не следует думать, что облигационеры полностью лишены возможности влиять на эмитента. Мировая практика выработала определенный механизм такого воздействия. В частности, посредством особого эмиссионного договора, в котором оговаривается надзор над эмитентом со стороны особого банка, называемого *банком-трасти* и выступающего в качестве представителя коллективного интереса владельцев облигаций.

5.2. Виды корпоративных облигаций

Облигации юридических лиц можно классифицировать по нескольким признакам.

В первую очередь, по надежности. Здесь выделяют *обеспеченные и необеспеченные облигации*. В первом случае исполнение обязательств эмитента обеспечивается залогом, поручительством, банковской гарантией, государственной или муниципальной гарантией. Наиболее

¹ На это обстоятельство обращают внимание А. О. Краев, И. П. Коньков и П. Ю. Малеев в учебном пособии «Рынок долговых ценных бумаг» (М.: Изд-во «Экзамен», 2002).

привлекательными для инвестора могут быть облигации с залоговым обеспечением.

Смысл залога состоит в следующем. В случае неисполнения или ненадлежащего исполнения эмитентом обязательств имущество, служащее предметом залога, подлежит реализации на торгах по письменному требованию любого из владельцев таких ценных бумаг. Полученные при этом денежные средства направляются владельцам облигаций с залоговым обеспечением, заявившим свои требования. Возможен и иной вариант: заложенное имущество переходит в общую долевую собственность владельцев облигаций с залоговым обеспечением.

Предметом залога по облигациям в соответствии с российским законодательством могут быть только недвижимое имущество и ценные бумаги. В случае залога недвижимости облигации называются *ипотечными*.

Особый случай обеспеченных облигаций составляют *облигации с ипотечным покрытием*. Их эмиссия предусмотрена ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» от 11.11.2003 № 152-ФЗ. В соответствии с ним облигация с ипотечным покрытием — это облигация, исполнение обязательств по которой обеспечивается залогом ипотечного покрытия. В свою очередь, под последним понимаются обеспеченные ипотекой требования о возврате основной суммы долга и об уплате процентов по кредитным договорам и договорам займа, в том числе удостоверенные закладными, и (или) ипотечные сертификаты участия, удостоверяющие долю их владельцев в праве общей собственности на другое ипотечное покрытие, денежные средства в валюте Российской Федерации или иностранной валюте, а также государственные ценные бумаги и недвижимое имущество в случаях, предусмотренных законодательством. Его размер определяется путем суммирования размера требований, суммы денежных средств и денежной оценки иного имущества, составляющих ипотечное покрытие.

Учет требований и иного имущества, составляющих ипотечное покрытие, осуществляется путем ведения реестра ипотечного покрытия.

Эмиссия облигаций с ипотечным покрытием может осуществляться только кредитными организациями и ипотечными агентами, т. е. специализированными коммерческими организациями в форме акционерного общества, исключительным предметом деятельности которых служит приобретение прав требования по кредитам (займам), обеспеченным ипотекой, и (или) закладных, и которым в соответствии с законом предоставлено право производить эмиссию облигаций с ипотечным покрытием.

В случае неисполнения или ненадлежащего исполнения обязательств по такого рода облигациям обращение взыскания на требования и иное имущество, составляющие ипотечное покрытие, осуществляется по решению суда.

При обеспечении облигаций поручительством или банковской гарантией предусматривается солидарная ответственность поручителя или банка-гаранта и эмитента за неисполнение или ненадлежащее исполнение обязательств по облигациям. Государственная или муниципальная гарантия предполагает субсидиарную ответственность по гарантированному обязательству дополнительно к ответственности эмитента.

Необеспеченные облигации не предполагают ни залога, ни поручительства, ни гарантии. По сути, это простые долговые обязательства. Они менее надежны, а потому доход по ним устанавливается более высокий. Кроме того, права их владельцев обычно оговариваются в условиях выпуска облигаций особо. В частности, они могут содержать запрет на передачу имущества эмитента в залог другим кредиторам, обязательство эмитента поддерживать определенное соотношение собственного и заемного капитала, не производить новые займы, формировать специальные фонды для погашения облигаций. Тем самым достигается своеобразная обеспеченность таких облигаций за счет общей платежеспособности эмитента. И кроме того, объем их выпуска не может превышать уставного капитала эмитента.

Следующим классификационным признаком выступают *права эмитента или инвестора*. В зависимости от этого выделяют облигации с досрочным отзывом, облигации отложенного фонда, конвертируемые и облигации с расширением срока задолженности.

Облигации с досрочным отзывом предполагают, что эмитент имеет право погасить весь заем ранее окончания срока обращения. Как правило, через определенное количество лет. При этом их владельцам выплачивается номинальная стоимость, причитающиеся проценты на дату погашения и премия. Последняя устанавливается по ставке к номиналу облигации и обычно не превышает 3%.

Облигации отложенного фонда эмитент может погашать по частям. Для обеспечения этого проводятся тиражи. Облигации, попавшие в тираж, подлежат принудительному погашению, поэтому по ним выплачиваются только номинал и причитающиеся проценты. Для погашения за счет отчислений от прибыли, остающейся в распоряжении эмитента, создается специальный отложенный фонд.

Здесь есть своя российская специфика: досрочное погашение облигаций возможно как по усмотрению эмитента, так и по желанию их владельцев¹.

Конвертируемые облигации обмениваются на иные ценные бумаги того же эмитента, чаще всего на акции. Это называется конверсионной привилегией. Срок конвертации определяется заранее, при выпуске облигаций. Обмен осуществляется в соответствии с коэффициентом конверсии, который показывает, сколько акций можно получить в обмен на одну облигацию. По этому показателю и определяют *цену конверсии*. Под таковой понимается сумма, в которую обойдется владельцу облигации одна акция. Ее находят с использованием следующей формулы:

$$Ц_k = N_o / K_k,$$

где $Ц_k$ — цена конверсии, N_o — номинал облигации, K_k — коэффициент конверсии.

В России количество акций, на которое могут быть обменены конвертируемые облигации, должно находиться в пределах объявленных акций, предусмотренных акционерным обществом в своем уставе.

Облигации с *расширением срока* задолженности предполагают право инвестора обменять облигации меньшего срока обращения на те, у которых этот срок больше, того же номинала и либо такой же, либо повышенной доходности. Таким правом может обладать и эмитент.

Еще одним признаком классификации служит *характер дохода и способ его выплаты*. В соответствии с ним различают купонные и бескупонные облигации, дисконтные и доходные облигации.

В литературе существует двоякое толкование *купонных облигаций*. Одно более широкое. Согласно ему, если по облигации производятся регулярные выплаты дохода одинаковой величины, она считается купонной. Второе более узкое. Оно также предполагает, что облигации имеют фиксированную ставку процента и регулярность выплаты дохода. Выплата дохода при этом осуществляется в обмен на особый отрезной талон, который и называется купоном. Такого рода облигации исторически были первыми. Сегодня они не имеют широкого распространения. В связи с этим в понятие купонных облигаций вкладывается более широкий смысл. Следует отметить, что величина процента может быть и переменной. Это означает, что эмитент устанавливает

¹ В мировой практике такие облигации называют облигациями с правом досрочного погашения.

ставку для каждого купонного периода отдельно, ориентируясь на конъюнктуру кредитного рынка, что особенно важно в периоды колебаний процентных ставок.

Бескупонные облигации также определяются с учетом различных аспектов, в частности, по аналогии с купонными. Во-первых, под ними понимают те облигации, доход по которым имеет разовый характер. Это может быть выплата фиксированных процентов вместе с погашением облигации. В данном случае вполне применим термин «*облигации с нулевым купоном*». Во-вторых, так могут называться облигации, которые имеют фиксированную ставку процента и регулярность выплат. Однако купонов у них нет. Поэтому доход выплачивается переводом средств в адрес владельца. Соответственно такие облигации являются именными. В-третьих, к этому виду часто относят и дисконтные облигации, вообще не имеющие фиксированной ставки. При размещении они продаются по цене ниже номинальной стоимости, а погашаются по номиналу. Эта разница и составляет доход по облигации. Владелец получает его один раз — в момент погашения облигаций.

Особо следует отметить *доходные облигации*. Они имеют фиксированную ставку и периодичность выплаты дохода. Однако он выплачивается только тогда, когда для этого у эмитента есть источники. Если их нет, то доход накапливается и выплачивается при первой же возможности, причем ранее, чем по всем остальным ценным бумагам. При этом проценты на накапливаемый доход не начисляются.

К доходным облигациям близки и так называемые *кумулятивные*, проценты по которым не выплачиваются до их погашения. В данном случае облигационер по истечении срока погашения облигаций получает не только номинальную стоимость, но и совокупные проценты.

Особое место в классификации облигаций имеет такой критерий, как *кредитное качество*, под которым понимается степень защищенности вложений инвесторов. На практике оно выступает как *рейтинг* облигаций.

Мировой рынок рейтинговых услуг сегодня на 80% представлен такими агентствами, как *Moody's* и *Standard & Poor's*. Они выделяют две категории облигаций. Во-первых, *облигации инвестиционного качества*, считающиеся высоконадежными. Их эмитенты имеют твердую репутацию. Во-вторых, *облигации спекулятивного качества*, сопряженные с риском неисполнения эмитентом своих договорных обязательств. Однако в данном случае предполагаются более высокие проценты. Поэтому такие облигации называют высокодоходными.

В рамках каждой категории предусматриваются градации: 4 в первой и 5 во второй. Для обозначения категорий и градаций используются буквы A, B, C, D. Облигации первой категории имеют рейтинг от AAA у *Standard & Poor's* или Aaa у *Moody's* до BBB или Baa соответственно. Для второй категории применяют рейтинги от BB или Ba до C. Кроме этого, в рамках каждой градации, за исключением высшей, даются рейтинги, ранжирующие облигации в рамках самой этой градации. Для этого *Standard & Poor's* использует знаки «+» и «-», а *Moody's* — цифры 1, 2, 3.

5.3. Особенности эмиссии и размещения облигаций

Корпоративные облигации всегда выпускаются под определенные цели. Общими целями эмиссии могут быть:

- финансирование крупных инвестиционных проектов по основной деятельности;
- рефинансирование и реструктуризация уже имеющейся задолженности;
- финансирование проектов по слияниям и поглощениям.

Конкретные цели у разных эмитентов имеют свою специфику, но в любом случае они фиксируются в условиях выпуска облигаций и исполнению не подлежат. В противном случае облигационеры могут требовать досрочного погашения займа.

По общему правилу облигации следует выпускать тогда, когда у эмитента достаточно прочное финансовое положение, а затраты и результаты по займу просчитываются с высокой степенью точности. Только в этом случае эмиссия может заинтересовать потенциальных инвесторов.

Выпуск облигаций юридическими лицами в Российской Федерации регламентируется Гражданским кодексом, Федеральными законами «О рынке ценных бумаг» и «Об акционерных обществах», Стандартами эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг. Соответственно, общие положения и требования к процедуре эмиссии ценных бумаг и содержанию ее этапов, рассмотренные ранее, характерны и для облигаций.

Однако существуют и особенные моменты. Далее рассмотрим наиболее значимые из них.

Российские юридические лица могут выпускать и размещать облигации только после полной оплаты уставного капитала и на сумму, не

превышающую его размер либо величину обеспечения, предоставленного третьими лицами. *Выпуск без обеспечения* допускается не ранее третьего года существования акционерного общества при условии утверждения двух годовых балансов.

Поскольку облигация — это эмиссионная ценная бумага, она может выпускаться как именная в бездокументарной и как предъявительская в документарной форме. При этом предполагается как выдача сертификатов на руки владельцам, так и их централизованное хранение в депозитарии.

Решение о размещении облигаций в хозяйственных обществах принимает совет директоров, а в иных юридических лицах — высший орган управления.

Форма оплаты облигаций акционерного общества бывает только денежная, в иных случаях — денежная и неденежными средствами. В последнем случае должен быть определен перечень имущества, принимаемого в оплату облигаций. При этом имущество определяется родовыми признаками. Если стоимость имущества, вносимого в оплату облигаций, превышает 200 минимальных размеров оплаты труда (МРОТ), то требуется оценка независимого оценщика. Погашение займа также осуществляется в денежной форме или иным имуществом как одновременно, так и по сериям в определенные сроки.

В решении может быть определена доля облигаций выпуска, при размещении которой выпуск считается несостоявшимся. Ее величина составляет не менее чем 75% от общего количества облигаций выпуска.

В случае залогового обеспечения облигаций обязательно представляется документ, подтверждающий наличие у залогодателя имущества, вносимого в обеспечение, а также отчет оценщика об определении рыночной стоимости имущества, служащего предметом залога. При иных вариантах обеспечения — копия бухгалтерской отчетности лица, предоставившего обеспечение, за последний заверченный финансовый год и за последний квартал.

В решении о размещении облигаций, *конвертируемых* в акции, необходимо определить также количество дополнительных акций каждой категории, в которые могут быть конвертированы облигации, порядок и условия такой конвертации. Если же последняя осуществляется по требованию владельцев облигаций, в решении об их размещении должен быть установлен срок или порядок определения срока, в течение которого владельцами облигаций могут быть поданы соответствующие заявления, а также срок, в течение которого должна быть проведена соответствующая конвертация.

В решении о выпуске облигаций, предусматривающем возможность их *досрочного погашения*, указываются стоимость или последовательность ее определения, порядок досрочного погашения, срок, в течение которого владельцы облигаций могут подать соответствующие заявления, или срок, не ранее которого облигации могут быть досрочно погашены эмитентом.

Государственная регистрация выпуска облигаций не осуществляется до момента полной оплаты уставного капитала эмитента, а также в том случае, если объем выпуска облигаций в совокупности с суммой номинальных стоимостей всех непогашенных облигаций эмитента превышает размер его уставного капитала или величину обеспечения, предоставленного третьими лицами.

Размещение облигаций осуществляется путем подписки и конвертации.

Под *подпиской* понимается отчуждение облигаций на основании договоров купли-продажи, мены, соглашения о новации.

Размещение облигаций *путем открытой подписки* может осуществляться отдельными *траншами* (частями) в разные сроки. Одновременное размещение облигаций разных траншей одного выпуска не допускается. Запрещается и заключение гражданско-правовых сделок с облигациями путем открытой подписки ранее чем через две недели после раскрытия информации о государственной регистрации выпуска.

Размещение облигаций *путем закрытой подписки* может осуществляться взамен иного обязательства, существовавшего между эмитентом и приобретателем облигаций. Это называется *новацией долга*.

В любом случае размещение облигаций посредством подписки допускается только при условии их полной оплаты.

Существуют следующие формы размещения облигаций путем подписки.

- *Прямое размещение непосредственно эмитентом*. Оно эффективно в том случае, когда планируется продать весь выпуск облигаций заранее известному кругу инвесторов или же разместить небольшой объем займа.
- *Размещение на торгах*. Особое значение в данном случае имеет выбор торговой площадки. В России основная биржевая площадка по размещению и обращению корпоративных облигаций — Московская межбанковская валютная биржа.
- *Размещение через посредничество андеррайтеров*. Эмитент заключает договор с *генеральным менеджером эмиссии*, обычно — инвес-

тиционным банком, который формирует консорциум (синдикат) андеррайтеров. Он и осуществляет непосредственное размещение облигаций среди инвесторов, привлекая при необходимости группу продаж из брокерских компаний, действующих как торговые агенты.

Конвертация как метод размещения представляет собой отчуждение облигаций владельцам размещенных ранее облигаций иного выпуска с погашением последних.

Для государственной регистрации отчета об итогах выпуска облигаций, обеспеченных залогом ценных бумаг, в регистрирующий орган дополнительно к общему перечню документов представляется выписка из реестра владельцев именных ценных бумаг или со счета депо, подтверждающая фиксацию залога соответствующих ценных бумаг. А в случае обеспечения выпуска облигаций ипотекой — копия документа, подтверждающего государственную регистрацию ипотеки.

Осуществив таким образом эмиссию облигаций, эмитент привлекает заемный капитал.

Эмиссия облигаций имеет ряд преимуществ перед иными формами заимствования на финансовом рынке. В частности, при выпуске облигаций:

- не рассеивается собственный капитал и не возникает опасность утраты контроля над ним;
- достигается независимость от конкретного кредитора и расширяется база источников кредитования за счет выхода на широкий круг инвесторов;
- увеличиваются сроки кредитования, удешевляется привлечение заемных ресурсов благодаря самостоятельному определению срока заимствования и процентной ставки по кредиту;
- появляется возможность управлять объемом долга посредством операции купли-продажи облигаций на вторичном рынке;
- приобретаются определенные налоговые преимущества, связанные с отнесением процентов на внереализационные расходы;
- создается положительный имидж и предпосылки для эмиссии иных ценных бумаг за счет успешного размещения и погашения облигаций и получения кредитного рейтинга.

Тем не менее необходимо оценить стоимость заемного капитала, привлекаемого благодаря эмиссии облигаций. Это осуществляется с учетом ставки процента, формирующей сумму периодических купонных выплат, или на основе суммы дисконта по облигации. В первом случае оценка производится по формуле:

$$CK_3 = [I \times (1 - T)] / (1 - 3_3),$$

где CK_3 — стоимость заемного капитала, I — ставка процента по облигации, T — ставка налога на прибыль в долях единицы, 3_3 — уровень эмиссионных затрат по отношению к объему эмиссии в долях единицы.

Во втором случае расчет стоимости предполагает использование формулы:

$$CK_3 = [Dis_z \times (1 - T) \times 100] / [(N_0 - Dis_z) \times (1 - 3_3)],$$

где Dis_z — среднегодовой дисконт, N_0 — номинал облигации.

Полученные величины и должны служить ориентиром эмиссии облигаций на условиях не выше среднерыночных.

5.4. Стоимость, цена и доходность облигаций

Как объект купли-продажи облигация имеет стоимость и цену. Прежде всего, это *номинальная (нарицательная) стоимость*. Она равняется сумме денег, предоставленной в заем. Поскольку эмиссионные ценные бумаги одного выпуска должны иметь одинаковый номинал, нарицательную стоимость облигации можно определить путем деления общей суммы займа на количество выпущенных облигаций:

$$N_0 = OЗ / КО,$$

где N_0 — номинал облигации, ОЗ — сумма облигационного займа, КО — количество облигаций.

Номинал — неотъемлемый атрибут облигации. Как правило, облигации выпускаются с высокой номинальной стоимостью.

Цена, по которой облигации продаются первым владельцам, называется *эмиссионной, или ценой размещения*. По российскому законодательству она определяется советом директоров. Возможны два варианта ее установления, в частности, в цифровом выражении. Но может быть установлен и порядок ее определения. В таком случае цена размещения устанавливается в виде формулы с изменяющимися переменными, к которым относят:

- изменение курса определенной иностранной валюты, котировок ценных бумаг на биржевых торгах;
- результаты торгов, аукциона, конкурса.

При этом должна быть возможность определять цену на любую дату в течение всего срока размещения.

Предусмотрен и иной порядок, в частности, путем указания на то, что цена размещения определяется советом директоров на основании данных о результатах торгов, аукциона, конкурса или по итогам анализа поданных заявок на покупку.

На вторичном рынке облигации продаются по *рыночной цене*. В общем смысле она прямо зависит от выплачиваемого по ней дохода и обратно — от ставки процента по кредитным ресурсам, сложившейся на рынке. Эта зависимость выражается следующим образом:

$$\Pi_p = D / \% \text{ базовый},$$

где Π_p — рыночная цена облигации, D — доход по облигации, % базовый — ставка либо по банковским депозитам, либо по государственным ценным бумагам.

В свою очередь доход по облигации определяется по формуле:

$$D = N_o \times I,$$

где I — процентная ставка в долях единицы.

Общей закономерностью является повышение цены облигации при уменьшении процентных ставок по кредиту и ее снижение при росте ставок. Кроме того, на рыночную цену облигации влияет срок до ее погашения. При прочих равных условиях чем ближе этот срок, тем цена облигации выше.

Однако эти зависимости проявляются неодинаково в случае с различными облигациями. В связи с этим выделяется понятие *чувствительности цены* облигации к изменению рыночной доходности. Практика показывает, что более чувствительными оказываются:

- долгосрочные облигации по сравнению с краткосрочными;
- облигации с меньшей ставкой по сравнению с облигациями с более высокой ставкой.

Иными словами, чувствительность зависит от двух характеристик — срока до погашения и величины купонного дохода.

Чтобы определить изменение цены облигации при изменении процентных ставок, используется показатель дюрации Маколея. *Дюрация* (длительность) выражает средневзвешенный срок поступлений от облигации. При его установлении используется удельный вес приведенной стоимости денежных потоков по облигации относительно ее рыночной цены:

$$D_p = \sum_{t=1}^T PV(C_t) \times t / \Pi_p$$

где D_p — дюрация Маколея, $PV(C_t)$ — приведенная стоимость платежей по облигации в момент t , Π_p — рыночная цена облигации, t — срок до наступления платежа, T — срок до погашения.

Чтобы измерить чувствительность облигации, применяется показатель модифицированной дюрации:

$$D_m = D_p / (1 + I),$$

где D_m — модифицированная дюрация, I — процентная ставка.

Он показывает, на сколько процентов изменится цена облигации при изменении процентной ставки на 1%.

Чтобы установить относительное изменение цены облигации в результате изменения процентных ставок, применяется формула:

$$\Delta \Pi_p = -D_m \times \Delta I,$$

где $\Delta \Pi_p$ — изменение рыночной цены облигации, ΔI — изменение рыночной процентной ставки.

И эмиссионная, и рыночная цены могут как совпадать с номиналом, так и отклоняться от него. Если облигация продается по цене ниже номинала, эта разница именуется *дисконтом*, а если выше, такое превышение называют *премией*. Ситуацию, когда облигация продается с дисконтом, принято обозначать как *дизажю*, а с премией — *ажю*. При погашении облигации дисконт выступает особой формой дохода. Поэтому покупка облигации с дисконтом всегда оказывается в пользу инвестора. Премия же составит потери инвестора.

В любом случае рыночная цена облигации выражается не в денежной форме, а в процентном отношении к номиналу (до сотых долей), который принимается за 100. Например, если рыночная цена указана как равная 85, то облигация продается за 85% от ее номинальной стоимости. Такое выражение называется *курсом цены*. По своей сути последний есть отношение рыночной цены облигации к ее номиналу:

$$K_c = \Pi_p / N_o,$$

где K_c — курс цены, Π_p — рыночная цена.

Общая сумма дохода по облигации складывается из процентных выплат и прироста или убытка капитала в случае ее приобретения не по номиналу. Соответственно можно говорить о различных проявлениях доходности вложений капитала в облигацию. В частности, если облигация приобреталась по номиналу, она будет иметь *купонную доходность*:

$$I_k = (D / N_o) \times 100\%,$$

где I_k — купонная доходность, D — доход по процентной ставке в денежном выражении.

На практике она равна фиксированной ставке процента по облигации.

В случае приобретения облигации не по номиналу можно определить ее *текущую доходность*:

$$I_r = (D/P_p) \times 100\%,$$

где I_r — текущая доходность, P_p — рыночная цена облигации.

При сравнении этих двух доходностей появляется следующий вывод: если рыночная цена облигации выше ее номинала, то купонная доходность больше текущей, если же облигация покупается по цене ниже номинала, то выше оказывается текущая доходность. Иными словами, приобретение облигации с дисконтом обеспечивает более высокую доходность.

В связи с этим особо следует определять *дисконтную доходность*:

$$I_{Dis} = [Dis/(1 - Dis)] \times 100\%,$$

где Dis — дисконт, взятый в долях единицы.

Однако следует отметить, что данный подход предполагает годичный срок погашения облигации. Если же этот срок менее года, то дисконтную доходность к погашению определяют по формуле:

$$I_{Dis} = [(N_a - P_p)/P_p] \times 365/t \times 100\%,$$

где P_p — цена покупки, t — количество дней от даты покупки до даты погашения облигации.

В то же время инвестор не обязан держать облигацию до ее погашения. Он вправе перепродать ее на вторичном рынке. Тогда его дисконтная доходность за период владения облигацией устанавливается следующим образом:

$$I_{Dis} = [(P_{np} - P_n)/P_n] \times 365/t_{ан} \times 100\%,$$

где P_{np} — цена продажи, $t_{ан}$ — количество дней от даты покупки до даты продажи.

Если же подсчитать прирост или убыток капитала за весь срок займа и годовой прирост (убыток) капитала, то возможно подсчитать совокупную годовую доходность, называемую *ставкой помещения*:

$$\Delta K = P_{ног} - P_p,$$

$$\Delta K_r = (P_{ног} - P_p)/n,$$

$$I_{cr} = [(D + \Delta K_r)/P_p] \times 100\%,$$

где ΔK — прирост (убыток) капитала за весь срок займа, ΔK_r — годовой прирост (убыток) капитала, $P_{ног}$ — цена погашения или номинал, n — количество лет займа, I_{cr} — совокупная годовая доходность.

Именно по ставке помещения чаще всего и оценивают эффективность приобретения облигации.

Вместе с тем при долгосрочном инвестировании требуется определить доход по облигации и ее доходность относительно всего срока займа. Для этого определяют совокупный доход и совокупную доходность:

$$D_c = D \times n + \Delta K,$$

$$I_c = D_c / P_p,$$

где D_c — совокупный доход за срок займа, I_c — совокупная доходность.

Лекция 6

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ДОЛГОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА

Вопросы темы

- 6.1. Государственные обязательства: выпуск, размещение, типы.
- 6.2. Регулирование выпуска ГЦБ в Российской Федерации.
- 6.3. Краткосрочные государственные обязательства в России.
- 6.4. Среднесрочные государственные ценные бумаги в России.
- 6.5. Долгосрочные государственные ценные бумаги в России.
- 6.6. Новация государственных долговых обязательств РФ.

6.1. Государственные обязательства: выпуск, размещение, типы

Особое место среди ценных бумаг занимают *государственные ценные бумаги (ГЦБ)*. Они, как правило, представляют собой долговые ценные бумаги — облигации. Должником по ним выступает государство в лице органов, уполномоченных быть эмитентом. В общем смысле *государственные долговые обязательства (ГДО)* выпускаются для пополнения государственной казны. Делается это ради достижения конкретных целей, среди которых:

1. *Покрытие дефицита государственного бюджета.* Выпуск государственных ценных бумаг считается наиболее экономически целесообразным методом финансирования бюджетного дефицита. При этом, как правило, выпускаются среднесрочные и долгосрочные ГДО.
2. *Кассовое исполнение государственного бюджета.* Даже при отсутствии дефицита в рамках одного бюджетного года могут возникать — и возникают — временные разрывы между поступлением средств и необходимостью их расходования. Для преодоления таких разрывов и выпускаются краткосрочные ГДО.

3. *Рефинансирование уже существующей задолженности государства.* Погашение долга — это всегда одномоментное отвлечение значительных денежных ресурсов. А их к установленному сроку может либо не хватать, либо вообще не оказаться. Тогда под выполнение своих обязательств государство прибегает к новым займам, в том числе и путем выпуска ценных бумаг. По сути это охватывает и реструктуризацию обязательств государства: выпуск ценных бумаг более длительных сроков обращения и обмен (новация) на них прежних обязательств с меньшими сроками погашения.
4. *Сглаживание неравномерности поступления налоговых платежей.* Это весьма специфическая цель. Она непосредственно связана с кассовой несбалансированностью бюджета. В данном случае государство выпускает особые ценные бумаги, обычно под более высокую доходность, выплаты по которым могут быть зачтены как налоговые платежи, в том числе и по задолженности перед бюджетом.
5. *Финансирование особо важных территориальных и отраслевых инвестиционных программ.* Целевые долговые ценные бумаги выпускаются конкретными исполнителями этих программ, обычно — частными юридическими лицами. Государство же становится гарантом по ним. При этом оно распространяет на них те же льготы, что и в случае с ГЦБ, например, налоговые¹.

Все эти меры в той или иной мере увеличивают *государственный долг*. Следовательно, одна из самых главных задач государства при выпуске ценных бумаг — не допустить чрезмерной нагрузки на расходную часть бюджета в части обслуживания долга. Поэтому, как правило, они эмитируются в пределах *лимита государственного долга*, утверждаемого соответствующим законом о бюджете.

Размещение государственных ценных бумаг происходит посредством аукциона, открытой и индивидуальной продаж. Основным способом выступает *аукцион*. Он предполагает, что потенциальные инвесторы подают его устроителю заявки, в которых указываются условия, при соблюдении которых они готовы купить ГЦБ. Если основным условием заявлена цена, то это *ценовой аукцион*. Если же процентная ставка — *процентный*.

¹ О целях выпуска ГЦБ см. подробнее: Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг. М.: Финансы и статистика, 1992.

Заявка бывает *конкурентной и неконкурентной*. В первой указываются конкретные условия, на которые согласен инвестор (в частности, цена и количество ценных бумаг). Во второй — только сумма денежных средств, которую предполагается вложить. Такая заявка удовлетворяется по средневзвешенным условиям, сложившимся по результатам аукциона.

Аукцион может проводиться по американской и голландской системе. *Американский аукцион* предполагает, что покупатели приобретают ГДО по тем ценам, которые указаны в заявке. Однако если предложенная цена оказывается ниже *цены отсечения*, устанавливаемой эмитентом по результатам обобщения заявок, такая заявка не удовлетворяется. В случае *голландского аукциона* все заявки удовлетворяются по единой средневзвешенной цене, сложившейся по результатам торгов.

Объем ГДО, размещаемых на аукционе, может быть объявлен заранее. Удовлетворение заявок при таких обстоятельствах происходит начиная с наилучших условий. Если это ценовой аукцион, то с самой высокой цены заявки. Если же процентный — с наиболее низкой процентной ставки. При этом государство может установить минимальный объем размещения, при котором выпуск ГДО считается состоявшимся. В России это, как правило, 20% от общего объема. Объем ГДО может и не объявляться. Тогда удовлетворяются все поступившие заявки.

Открытая продажа государственных ценных бумаг осуществляется в течение длительного времени, иногда весь период их размещения. При этом одновременно с продажей производится их покупка. Цены купли-продажи едины на территории всей страны и устанавливаются на определенный срок, чаще всего рабочую неделю. В этот период они не меняются. А в следующий пересматриваются согласно конъюнктуре. Покупателями ГДО при этом могут быть все желающие. Обычно куплей-продажей таких ценных бумаг занимается Центральный банк и его территориальные учреждения.

В случае *индивидуального размещения* государство непосредственно или через посредников договаривается обо всех условиях займа с одним или несколькими крупными инвесторами, как правило — банками. Они и покупают весь выпуск ГДО. По сути, это закрытая подписка.

Известны следующие способы выплаты дохода по ГДО.

- *Фиксированная процентная ставка*. Она устанавливается при выпуске облигаций и в дальнейшем не меняется. Основной не-

достаток этого способа в том, что доходы обесцениваются инфляцией.

- *Ступенчатая ставка.* В пределах срока обращения ГЦБ устанавливается несколько дат, когда их можно погасить или продлить на следующий срок. В каждый последующий период ставка возрастает. Возможен также обмен на государственные ценные бумаги иного вида с более высокой доходностью.
- *Плавающая ставка.* Здесь процентная ставка регулярно, как правило, каждые полгода, пересматривается в связи с динамикой ставки рефинансирования Центрального банка или доходности ГДО, размещаемых на аукционе.
- *Дисконт.* По дисконтным ГЦБ процентная ставка не устанавливается. Они размещаются по цене ниже номинальной стоимости, а погашаются по номиналу. Эта разница и образует доход.

Следует отметить, что в российских нормативных документах, регламентирующих эмиссию и обращение ГДО, различают следующие ставки процентного дохода:

- *фиксированные*, величина которых утверждена для каждого периода выплат, но не совпадает;
- *переменные*, величина которых определяется исходя из официальных показателей, характеризующих инфляцию;
- *постоянные*, величина которых определена и одинакова для всех купонных периодов¹.

Государственные ценные бумаги бывают двух типов: *рыночные* и *нерыночные*. Рыночные могут свободно обращаться на вторичном рынке. Именно они наиболее ликвидные и служат ориентиром доходности, используемым в финансовых расчетах.

Нерыночные имеют какие-либо ограничения в обращении. Чаще всего последние касаются потенциальных владельцев. Например, ГЦБ могут быть предназначены исключительно для резидентов или только для юридических лиц. Кроме этого, ограничения часто касаются операций, совершаемых с госбумагами. Например, возможны отсутствие операций их купли-продажи на вторичном рынке, наличие запрета на использование в качестве объекта залога, либо же предусматривается обязательность определенных операций.

¹ См., например, п. 12 Приказа МФ РФ от 21.11.2004 № 86н «Об утверждении условий эмиссии и обращения облигаций государственных нерыночных займов».

В частности, именно такие ограничения предполагаются Приказом Министерства финансов РФ от 21.11.2004 № 86н «Об утверждении условий эмиссии и обращения облигаций государственных нерыночных займов».

6.2. Регулирование выпуска ГЦБ в Российской Федерации

В Российской Федерации основным документом, регламентирующим выпуск и обращение государственных ценных бумаг, служит Федеральный закон «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг»¹. В соответствии с ним *государственными ценными бумагами* признаются те, которые выпущены как от имени Российской Федерации, так и от имени ее субъектов. Ценные бумаги, выпущенные от имени муниципальных образований, составляют вид *муниципальных ценных бумаг (МЦБ)*.

Все они могут выпускаться в виде облигаций или иных эмиссионных ценных бумаг, удостоверяющих право на получение в установленные сроки денежных средств и процентов от номинальной стоимости. Таким образом, и государственные, и муниципальные ценные бумаги бывают только долговыми. Исполнение обязательств по ним осуществляется за счет казны Российской Федерации, казны субъекта Российской Федерации, муниципальной казны в соответствии с законом о бюджете соответствующего уровня.

Эмитентом государственных ценных бумаг РФ выступает федеральный орган исполнительной власти — юридическое лицо, к функциям которого отнесено составление и исполнение федерального бюджета, т. е. Министерство финансов РФ. Для *государственных ценных бумаг субъекта РФ* эмитентом признается аналогичный орган исполнительной власти данного субъекта. По муниципальным ценным бумагам эмитентом может быть исполнительный орган местного самоуправления, на который возложены аналогичные функции.

Эмиссия государственных ценных бумаг осуществляется отдельными *выпусками*. В рамках выпуска могут устанавливаться серии, ряды номера ценных бумаг. Кроме того, возможно предусмотреть деление выпуска на транши.

¹ Безусловно, его положения необходимо рассматривать в тесной связи с Бюджетным кодексом и законодательством по государственному долгу.

Транш — это часть ценных бумаг какого-либо выпуска, размещаемая на любое число в период обращения этого выпуска, не совпадающее с датой первого размещения.

Обязательства Российской Федерации, субъекта РФ и муниципального образования по ценным бумагам, составляющие внутренний долг, выражаются и подлежат оплате в валюте Российской Федерации. В случае образования внешнего долга — в иностранной валюте.

Существуют особые требования к эмиссии ценных бумаг субъекта Российской Федерации, образующих внешний долг. В частности, это:

- предоставление в проспекте эмиссии сведений о доходах, расходах, дефиците бюджета и источниках его финансирования за последние три года;
- обеспечение исполнения своих бюджетов в соответствии с бюджетным и налоговым законодательством РФ;
- получение разрешения на осуществление валютных операций, связанных с движением капитала;
- получение международного кредитного рейтинга не менее чем у двух мировых рейтинговых агентств;
- соблюдение требований к объему заимствований и объему расходов на погашение долговых обязательств.

При этом требования таковы.

1. Утверждение законом о бюджете предельного значения соответствующего государственного долга или муниципального долга.
2. Утверждение предельного объема средств, направляемых на финансирование дефицита бюджета или программ развития. Предельный объем заемных средств, направляемых в течение текущего финансового года на указанные цели, не может превышать для субъекта РФ 30% собственных доходов, а для муниципального образования — 15%. Все это — без учета финансовой помощи из бюджета более высокого уровня.
3. Утверждение расходов на обслуживание долга в текущем финансовом году. Предельный их объем не должен превышать 15% объема расходов бюджета соответствующего уровня.

Основным документом, регламентирующим выпуск государственных ценных бумаг, служат *Генеральные условия эмиссии и обращения* в форме нормативных правовых актов. Они должны содержать указание на вид ценных бумаг, форму выпуска, срочность, валюту обяза-

тельств, особенности исполнения обязательств, ограничения оборотоспособности.

На основе Генеральных условий эмитент принимает документ — нормативный правовой акт, содержащий *Условия эмиссии и обращения ценных бумаг конкретного вида*. Эти Условия определяют вид ценных бумаг, их минимальный и максимальный срок обращения, номинальную стоимость, порядок размещения и осуществления прав, размер и порядок расчета дохода и др. Условия эмиссии государственных ценных бумаг РФ, субъекта РФ и муниципальных ценных бумаг подлежат государственной регистрации.

В соответствии с Генеральными условиями и Условиями эмиссии принимается *решение об эмиссии отдельного выпуска* ГЦБ. В нем отражаются наименование эмитента, дата начала размещения, период размещения, форма выпуска, вид ценных бумаг, номинал, количество ценных бумаг данного выпуска, дата погашения, наименование регистратора или депозитария, ограничения и пр.

Таким образом, посредством Генеральных условий, Условия эмиссии и публикации вышеперечисленных деталей обеспечивается раскрытие информации о государственных и муниципальных ценных бумагах. Кроме этого, органы исполнительной власти субъекта РФ и органы местного самоуправления должны ежеквартально публиковать отчеты об исполнении соответствующих бюджетов.

Сейчас в Российской Федерации выпускаются краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные государственные ценные бумаги. Практически все они взаимосвязаны, особенно кратко- и долгосрочные, в результате образуется так называемый *организованный рынок государственных ценных бумаг*¹. Именно он в 90-е гг. XX в. составлял основу денежного и фондового сектора рынка ценных бумаг в России. Его затронул кризис, после чего в процессе новации государственных обязательств РФ была осуществлена его реструктуризация.

6.3. Краткосрочные государственные обязательства в России

Краткосрочные государственные ценные бумаги традиционно принято называть *казначейскими векселями*. Они выпускаются на срок в 3, 6 и 12 месяцев, обычно в бездокументарной форме. Размещаются на аук-

¹ См. подробнее: *Савенков В. Н.* Ценные бумаги в России. М.: Банковский Деловой Центр, 1998.

ционе. Эти бумаги считаются самыми надежными на рынке ценных бумаг, поэтому доходность у них наиболее низкая. В то же время наряду со ставкой по банковским депозитам она выступает отправной точкой для многих финансовых расчетов.

Казначейские векселя — это дисконтные ГЦБ. Соответственно процентная ставка по ним не устанавливается, а доходом выступает разница между ценой приобретения и ценой погашения. На финансовом рынке для сравнения вариантов вложения капитала, а значит — и для их выбора, обычно используют не абсолютную, а относительную величину дохода, т. е. *процентную ставку*. Потому и дисконт нужно выразить именно в таком виде. Сделать это можно с помощью формулы:

$$I_{\text{кв}} = [(P_{\text{пог}} - P_{\text{пр}}) / P_{\text{пр}}] \times 365 / C_{\text{п}} \times 100\%,$$

где $I_{\text{кв}}$ — доходность казначейского векселя, $P_{\text{пог}}$ — цена погашения, $P_{\text{пр}}$ — цена приобретения, $C_{\text{п}}$ — срок погашения в календарных днях, 365 — количество календарных дней в году.

К краткосрочным государственным обязательствам в Российской Федерации относятся:

- государственные бескупонные краткосрочные облигации;
- казначейские обязательства;
- золотые сертификаты.

Государственные бескупонные краткосрочные облигации (ГКО) выпускаются с мая 1993 г. в качестве именных ГЦБ, владельцами которых могут быть как юридические, так и физические лица, включая нерезидентов РФ. Эмитентом ГКО выступает Министерство финансов РФ, генеральным агентом по обслуживанию их обращения и гарантом погашения — Центральный банк РФ. При принятии решения о выпуске устанавливается его предельный объем, период размещения, ограничения относительно владельцев. Методом размещения определяется аукцион, проводимый по американской системе. Выпуск считается состоявшимся, если при размещении было продано не менее 20% объявленных ГКО.

Данные облигации выпускаются в безбумажной форме, поэтому все операции с ними осуществляются только по счетам депо. Головным депозитарием выступает Центральный банк. Министерству финансов для целей размещения и погашения открывается особый счет депо эмитента, имеющий два раздела, а именно раздел «Z» — для операций размещения на аукционе и погашения, раздел «Y» — для дополнительной продажи на вторичном рынке.

Обращение на вторичном рынке осуществляется через специальную торговую систему, а все расчеты — через расчетную систему.

Основные участники рынка ГКО — дилеры и инвесторы. При этом вторые могут осуществлять операции с ГКО только через дилеров. Поэтому те в отношении инвесторов выполняют функции субдепозитария. Соответственно у дилера имеется два счета депо. Во-первых, счет «А», на котором учитываются ГКО, принадлежащие самому дилеру. Во-вторых, счет «В» для учета ГКО, принадлежащих инвесторам.

В 1996 г. Центробанк России инициировал процесс разделения дилеров на две группы. Дилеры первой группы, или первичные, должны были выполнять обязанности маркет-мейкеров на рынке ГКО-ОФЗ, поддерживая котировки выпусков облигаций в торговой системе. Однако это сопровождалось и дополнительными правами: только заявки первичных дилеров на покупку и продажу могли оставаться в торговой системе.

Сроки погашения ГКО определяются в 3, 6 и 12 месяцев¹. Первоначальная номинальная стоимость составляла 100 тыс. руб., впоследствии — 1 млн руб., после деноминации рубля — 1 тыс. руб. Каждый выпуск ГКО имеет особый государственный регистрационный номер, состоящий из девяти значащих разрядов:

$$X_1 X_2 X_3 X_4 X_5 X_6 X_7 X_8 X_9,$$

где $X_1 X_2$ — тип ГКО, обозначаемый цифрами (21 — трехмесячные, 22 — шестимесячные, 23 — двенадцатимесячные), $X_3 X_4 X_5$ — порядковый номер выпуска, $X_6 X_7 X_8$ — эмитент (*RMF*), X_9 — указание на государственную ценную бумагу — буква *S*.

Размещение ГКО происходит с дисконтом, а погашение осуществляется в безналичной форме по номинальной стоимости. Следовательно, доходом по ГКО служит разница между ценой погашения или перепродажи и ценой приобретения. По выпускам ГКО до 21 января 1997 г. данный доход не облагался налогом. По выпускам после этой даты доход юридических лиц стал облагаться налогом по ставке 15%, для физических лиц налоговое освобождение сохранилось.

Доходность ГКО определяется по формуле:

$$I_{\text{гко}} = (N/P - 1) \times 365/T \times 100\%,$$

где $I_{\text{гко}}$ — доходность ГКО, N — номинал в рублях, P — цена приобретения в рублях, T — срок до погашения в днях.

¹ В первой половине 1997 г. выпуск трехмесячных ГКО был прекращен.

² Как правило, перед разрядами еще ставятся буквы *SU*.

По своей сути это доходность к погашению. Ее можно рассчитать как по средневзвешенной цене, так и по цене отсечения. Инвестор же может определять ее и по конкретной цене приобретения. В то же время следует выделять и текущую доходность ГКО. Тогда учитываются условия сделки на вторичных торгах: вместо цены отсечения в расчет принимается цена закрытия торгов, а срок определяется от даты покупки до даты погашения.

Приобретенные дилерами и инвесторами ГКО подлежат периодической переоценке. Под ней понимается определение *балансовой стоимости облигаций* на конец соответствующего рабочего дня. Переоценка осуществляется путем умножения количества ГКО на их рыночную цену, под которой подразумевается *средневзвешенная цена* либо первичного аукциона, либо вторичных торгов за соответствующий день. Определяют ее следующим образом:

$$C = (\sum C_i \times Q_i) / \sum Q_i$$

где C_i — цена i -ой заявки, Q_i — объем i -ой заявки.

По выпускам ГКО до 21 января 1997 г. положительная разница от переоценки не облагалась налогом. По выпускам после этой даты доход юридических лиц стал облагаться налогом по ставке 15%, для физических лиц налоговое освобождение сохранилось. Отрицательная разница от переоценки прибыль юридических лиц для налогообложения не уменьшает.

Распоряжением Правительства РФ от 12 декабря 1998 г. № 1787-р проведена новация по ГКО путем обмена на новые обязательства.

По существу к краткосрочным ГЦБ в России относились и *казначейские обязательства (КО)*. Они выпускались в 1994 г. Их специфика заключалась в том, что, выпуская их, государство не привлекало ресурсы в бюджет, а рассчитывалось по текущей задолженности федерального бюджета перед предприятиями определенных отраслей, прежде всего имеющих госзаказ. При этом первыми держателями казначейских обязательств были соответствующие министерства и ведомства. Практически выпуск КО представлял собой безэмиссионный способ сокращения дефицита федерального бюджета. Таким образом, казначейские обязательства более всего были близки к сущности векселя как ценной бумаги. Каждый выпуск оформлялся глобальным сертификатом, один экземпляр которого хранился в Министерстве финансов, а второй — в уполномоченном депозитарии.

Владельцами КО могли быть только резиденты РФ. Все выпуски КО имели период обращения в 360 дней. Но сроки начала их погашения после даты выпуска могли варьироваться от 72 до 130 дней.

Для расчетных операций глобальный сертификат разбивался на необходимое количество единичных обязательств с номиналом в 1 млн руб. Доходность по ним равнялась 40% годовых и налогом не облагалась.

С казначейскими обязательствами в безналичной форме можно было совершать такие операции, как:

- погашение кредиторской задолженности путем перевода на счета контрагентов за реализованные товары и предоставленные услуги. Расчеты при этом осуществлялись по номиналу. Только после этого можно было осуществлять другие операции;
- продажа на вторичном рынке. Она предполагала свободные рыночные цены;
- залог для получения кредита;
- обмен на налоговые освобождения в части платежей в федеральный бюджет;
- погашение с одновременным получением процентов;
- внесение в качестве вклада в уставные капиталы юридических лиц.

Погашение КО денежными средствами и обмен их на налоговые освобождения осуществлялись по *текущему курсу*, который рассчитывался как сумма номинала и произведения номинала на процентное число. В свою очередь, процентное число — это произведение процентной ставки, деленной на 100, на срок нахождения КО в обращении, разделенный на 360. Формула текущего курса имеет вид:

$$T_x = N + N \times [(t \times R/100)]/360,$$

где T_x — текущий курс, N — номинал, t — период нахождения КО в обращении, но не более времени обращения, установленного при выпуске; R — ставка процентного дохода.

В 1995 г. выпуск казначейских обязательств был прекращен. Однако механизм их обращения действовал, когда выпускали *казначейские налоговые освобождения* и использовали взаимозачеты в расчетах с бюджетами разного уровня. По сути это были производные от КО финансовые инструменты, не представляющие собой ценные бумаги.

Особое место среди краткосрочных ГЦБ занимал *золотой сертификат* Министерства финансов РФ. Он выпускался в 1993 г. на один год, был документарным именовым и ранее установленного срока не выкупался. Объем эмиссии определялся в сумме, эквивалентной 100 тоннам золота пробы 0,9999 по цене второго фиксинга на лондонском рынке на 27 сентября 1993 г. в рублях по курсу Центрального банка. Для обеспечения этих сертификатов 100 тонн золота депонировалось в Комитете по драгметаллам.

Номинал сертификата был установлен в 10 кг золота. Однако по условиям продажи сертификаты реализовывались по номиналу только в течение первых двух недель. А далее — с премией, которая и была накопленным купонным доходом за количество прошедших от даты эмиссии дней.

Первичное размещение осуществлялось среди уполномоченных коммерческих банков, вторичное — среди юридических и физических лиц, в том числе нерезидентов. При вторичной продаже коммерческие банки могли дробить сертификат на доли, но не менее чем на 0,01 номинала.

Владельцами сертификатов могли быть юридические и физические лица — как резиденты, так и нерезиденты. Реестр владельцев сертификата вело Министерство финансов РФ.

Золотой сертификат предполагал ежеквартальную выплату дохода. Тот начислялся по номиналу, определяемому исходя из цены золота на лондонском рынке, действующей на первое число месяца выплаты по ставке 3/12 ставки ЛИБОР на указанную дату, плюс 0,75%. В годовом исчислении доходность гарантировалась на уровне трехмесячной ставки ЛИБОР плюс 3%. Налогом доход не облагался. Правда, здесь существовала некоторая особенность: при дроблении сертификатов на доли уполномоченные коммерческие банки выпускали собственные облигации, производные от него. Эти облигации не были государственными, и доход по ним налогом облагался.

Форму погашения золотых сертификатов мог выбрать сам владелец. В частности, предполагалось погашение золотом в соответствующем номиналу количестве, в рублях по средней цене золота на лондонском рынке в августе–сентябре 1994 г., путем обмена на ГЦБ Правительства РФ.

В заключение следует отметить, что согласно действующим нормативным документам Министерства финансов РФ как краткосрочные могут эмитироваться облигации нерыночных займов и государственные сберегательные облигации.

6.4. Среднесрочные государственные облигации в России

Среднесрочные государственные ценные бумаги принято называть *казначейскими нотами*. Они эмитируются сроком до 10 лет, размещаются выпусками, будучи купонными бездокументарными бумагами.

Доход, как правило, выплачивается два раза в год. При размещении иногда используется процентный аукцион.

Среднесрочными ценными бумагами в РФ признаются:

- облигации федерального займа с переменным купоном;
- облигации федерального займа с постоянным доходом;
- облигации государственного сберегательного займа;
- облигации, дающие право на получение слитков золота.

Первым видом среднесрочных ГЦБ в России стали *облигации федерального займа* с переменным купоном (ОФЗ ПК), выпущенные в обращение в 1995 г. В соответствии с Генеральными условиями эмиссии и обращения ОФЗ ПК относятся к долговым обязательствам, выраженным в валюте РФ. Это процентные именные государственные ценные бумаги в бездокументарной форме.

Владельцами облигаций могут быть физические и юридические лица, резиденты и нерезиденты, если иное не предусмотрено условиями выпусков. Право собственности на облигации устанавливается с момента внесения приходной записи по счету депо, который служит для учета и хранения облигаций в депозитарии и субдепозитарии.

Поскольку ОФЗ ПК выпускаются в бездокументарной форме, владельцы не имеют права требовать их выдачи на руки. В рамках одного выпуска владельцы облигаций имеют равные права, в частности, на получение суммы основного долга, выплачиваемой при погашении выпуска, и на купонный доход, начисляемый к номинальной стоимости облигации.

Эмитентом ОФЗ ПК выступает МФ России. Генеральным агентом по обслуживанию и головным депозитарием — Центральный банк РФ, который по согласованию с Министерством финансов РФ устанавливает порядок заключения и исполнения сделок с облигациями через организации, уполномоченные на осуществление депозитарной, брокерской или дилерской деятельности.

Денежные расчеты по сделкам производятся как в наличной, так и в безналичной форме через Центральный банк и его территориальные учреждения.

Выпуск, обращение и погашения ОФЗ ПК осуществляются по схеме, аналогичной схеме ГКО. Тем самым эти два вида ГЦБ с самого начала были увязаны друг с другом.

Первый выпуск ОФЗ ПК имел срок обращения в 378 дней. Далее они выпускались на срок в два года. Первоначально номинал этих облигаций равнялся 1 млн руб., впоследствии — 1 тыс. руб.

Все выпуски ОФЗ ПК предполагали ежеквартальные выплаты дохода. Величина купонного дохода рассчитывается отдельно для каждого периода выплаты и указывается в годовом исчислении.

Алгоритм расчета купонного дохода был фиксированным для всего срока обращения ОФЗ ПК. Устанавливался следующий порядок расчета купонной ставки:

- определяются выпуски ГКО со сроком погашения, попадающим в интервал 30 дней до и после даты выплаты дохода по ОФЗ;
- по отобранным ГКО определяется доходность по средневзвешенной цене и оборот за четыре торговые сессии, предшествующие дате расчета дохода по ОФЗ;
- доходность устанавливается по обороту, определяется средневзвешенная доходность ГКО за четыре дня торгов по формуле:

$$r = \sum_{ji} r_{ji} \times V_{ji} / \sum V_{ji},$$

где r — средневзвешенная доходность за 4 дня торгов, r_{ji} — средневзвешенная доходность по i -ой серии ГКО в j -ую торговую сессию, V_{ji} — объем торгов по i -ой серии ГКО в j -ую торговую сессию;

- эта доходность и становится купонной ставкой по ОФЗ ПК.

По выпускам ОФЗ ПК до 21 января 1997 г. доход не облагался налогом. По выпускам после этой даты доход юридических лиц стал облагаться налогом по ставке 15%, для физических лиц налоговое освобождение сохранилось.

Рыночная стоимость ОФЗ ПК определяется как сумма номинальной стоимости облигации и *накопленного купонного дохода* (НКД). НКД — часть дохода, рассчитываемого пропорционально количеству дней, прошедших от даты выпуска облигаций или даты выплаты предшествующего дохода по день сделки купли-продажи включительно. Разница между НКД, полученным при продаже и уплаченным при покупке, до 21 января 1997 г. налогом не облагалась. По выпускам после этой даты у юридических лиц стала облагаться налогом по ставке 15%, для физических лиц налоговое освобождение сохранилось. Но доход в виде разницы между ценой продажи и покупки сверх разницы в НКД облагался налогом в общеустановленном порядке.

Доходность ОФЗ ПК можно определить по формулам:

$$Y = [(N + C)/(P + A) - 1] \times 365/t \times 100\%,$$

$$C = [R/100 \times T/365] \times N,$$

$$A = (C/T) \times (T - t),$$

где Y — доходность ОФЗ ПК, N — номинал, C — величина дохода в рублях, P — цена без НКД, A — накопленный купонный доход в рублях, t — количество календарных дней до ближайшей выплаты дохода, R — процентная ставка, T — количество календарных дней в текущем купонном периоде.

Распоряжением Правительства РФ от 12 декабря 1998 г. № 1787-р по облигациям федеральных займов с переменным купонным доходом была проведена новация, аналогичная ГКО.

Облигации федерального займа с постоянным купонным доходом (ОФЗ ПКД) были выпущены в 1996 г. Они были именными купонными государственными ценными бумагами и предоставляли их владельцам право на получение номинальной стоимости облигации при ее погашении и купонного дохода в виде процента к номинальной стоимости.

Эмиссия облигаций осуществляется в форме отдельных выпусков в сроки, устанавливаемые Министерством финансов РФ, с обязательной государственной регистрацией¹. Каждый выпуск облигаций имеет свой государственный регистрационный номер. При этом облигации с одинаковым объемом прав и датой погашения имеют одинаковый государственный регистрационный номер. Номинальная стоимость облигаций выражается в валюте Российской Федерации и составляет 1000 руб. (первоначально — 1 млн руб.).

ОФЗ ПКД выпускались для реформирования задолженности федерального бюджета перед Центральным банком. Эмитент по согласованию с Банком России устанавливал для каждого отдельного выпуска облигаций его объем; размер купонного дохода; даты размещения, погашения и выплаты купонного дохода; ограничения на долю объема выпуска, приобретаемую нерезидентами. Указанные условия в числе прочих фиксировались в глобальном сертификате.

Величина купонного дохода постоянна. По первым выпускам она составляла 20% годовых, а далее — 10%. Налогообложение дохода аналогично рассмотренным выше ГЦБ.

Особенность этих ГЦБ состоит в том, что их рыночная цена полностью зависит от общей конъюнктуры финансового рынка. Если процентные ставки по кредитным ресурсам растут, то цена ОФЗ ПКД падает, и наоборот. Поэтому расчет доходности ОФЗ ПКД несколько иной, а именно:

¹ Регистрацию выпусков государственных ценных бумаг осуществляет МФ РФ.

$$I = [(k \times p - nkd + N - B)/(D + nkd)] \times 365/t \times 100\%,$$

где I — доходность к погашению, k — размер купонного дохода, p — количество купонов, которые будут выплачены до погашения, nkd — уплаченный НКД, N — цена в момент выплаты последнего купона, B — цена покупки, t — количество дней до погашения.

Поскольку ОФЗ ПКД имели длительный срок обращения (свыше 5 лет), данный расчет не совсем корректен. Для более точного определения доходности следует найти будущую цену — цену продажи. Это можно сделать по формуле:

$$P = N/(1 + m)^n + \sum[k/(1 + m)^t],$$

где P — цена продажи, N — номинал, m — доходность альтернативных вложений капитала, k — купонные выплаты, n — число лет до погашения, t — число лет до процентной выплаты в момент определения цены. Данную цену и следует использовать в формуле доходности.

По этим облигациям также была проведена новация.

Для активного привлечения средств населения в экономику и обеспечения гарантий сохранности сбережений в 1995 г. были выпущены в обращение облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ). Они существенно отличаются от всех ранее рассмотренных. Во-первых, эти ГЦБ выпускались в документарной форме. Во-вторых, они были на предъявителя. В-третьих, это купонные облигации в истинном смысле слова. Они имели специальные отрезные талоны (купоны) по числу периодов, когда выплачивался доход.

Владельцами ОГСЗ могли быть юридические и физические лица, которые по законодательству России выступают резидентами и нерезидентами.

Первоначально номинальную стоимость ОГСЗ установили в 100 тыс. и 500 тыс. руб., впоследствии — 100 и 500 руб., и наконец — всего лишь 500 руб. Купонный период для первых выпусков равнялся кварталу, далее — полугодию. Процентный доход по купону определялся эмитентом на каждый купонный период и равнялся последней официально объявленной купонной ставке по облигациям федеральных займов с переменным купонным доходом плюс установленная Министерством финансов РФ премия. Срок обращения — два года¹.

В январе 1997 г. были утверждены новые Генеральные условия выпуска и обращения ОГСЗ. Согласно им эмиссия ОГСЗ производилась

¹ Следует, однако, отметить, что первые 12 выпусков ОГСЗ имели годичный срок обращения.

по решению Правительства РФ в форме отдельных выпусков и в пределах лимита государственного внутреннего долга, устанавливаемого законом о федеральном бюджете на соответствующий финансовый год.

При первичном размещении ОГСЗ покупались коммерческими банками и финансовыми организациями на основе соглашений с Министерством финансов РФ. При этом им предоставлялась скидка до 2% от номинальной стоимости. Банки и финансовые организации, участвующие в размещении ОГСЗ, в течение 60 дней с начала выпуска были обязаны продать по рыночным ценам не менее 90% купленных ими у эмитента облигаций.

С ОГСЗ можно было совершать сделки купли-продажи в течение срока их обращения.

Погашение облигаций осуществлялось уполномоченными эмитентом банками при предъявлении подлинника облигации. При этом владельцу выплачивалась номинальная стоимость облигации и процентный доход по последнему купону.

Налогообложение и ценообразование по облигациям сберегательного займа аналогично ОФЗ ПК.

Приказом Министерства финансов РФ от 29.06.2004 г. № 174 «О списании с государственного внутреннего долга Российской Федерации задолженности по облигациям государственных сберегательных займов Российской Федерации» операции с данными ценными бумагами с 1-ой по 29-ю серии прекращены. Одновременно прекращены их погашение и выплата купонов. Оставшиеся по истечении срока исковой давности невостребованными 99 741 800 руб. списаны с государственного долга.

Генеральными условиями эмиссии и обращения государственных сберегательных облигаций, утвержденными Постановлением Правительства РФ от 06.11.2001 № 771 «Вопросы эмиссии и обращения государственных облигаций» (в ред. Постановления от 02.06.2004 № 262), предусматривается выпуск *государственных сберегательных облигаций (ГСО)* нового вида. Первоначально их выпуск предполагался в соответствии с таким нормативным документом, как Приказ МФ РФ от 27.02.2002 № 13н «Об утверждении Условий эмиссии и обращения государственных сберегательных облигаций». Однако в дальнейшем данный приказ был отменен, и сейчас в отношении ГСО действует Приказ МФ РФ от 19.08.2004 № 68н с аналогичным названием.

В соответствии с данными документами ГСО признаны именными ценными бумагами, они выпускаются в документарной форме и подлежат централизованному хранению. Объем каждого выпуска определяется Министерством финансов Российской Федерации исходя из

предельного объема эмиссии облигаций, установленного Правительством Российской Федерации на соответствующий год. ГСО одного выпуска равны по объему прав, предоставляемых их владельцам, и имеют одинаковую номинальную стоимость в 1000 руб.

Владельцами этих ценных бумаг могут быть юридические лица резиденты РФ — страховые организации, негосударственные пенсионные фонды, акционерные инвестиционные фонды, а также Пенсионный фонд РФ и иные государственные внебюджетные фонды, если инвестирование их средств в государственные ценные бумаги предусмотрено законодательством. Кроме того, в ГСО вправе размещать средства соответствующих фондов их управляющие компании. Вместе с владельцами они отнесены к категории инвесторов. И в этом качестве имеют следующие права:

- на получение при погашении облигаций их номинальной стоимости, а также доходов в виде процентов, начисляемых по этой номинальной стоимости;
- на предъявление облигаций к обмену на федеральные государственные ценные бумаги в порядке, предусмотренном условиями эмиссии и обращения облигаций, в объемах и в сроки, содержащиеся в решении о выпуске облигаций;
- на предъявление облигаций к выкупу в порядке, предусмотренном условиями эмиссии и обращения облигаций, в объемах и в сроки, определенные решением о выпуске облигаций.

Размещение облигаций осуществляется на аукционе либо по закрытой подписке.

На аукционе облигации размещаются либо по различной, либо по единой цене. В первом случае допускается выставление как конкурентных, так и неконкурентных заявок. Во втором — только конкурентных с указанием цены покупки. Удовлетворяются же они по цене отсечения.

При закрытой подписке размещение осуществляется в виде заключения договоров между МФ РФ и организациями, имеющими право приобретать ГСО.

Процентные ставки и величина процентного дохода определяются в решении о выпуске ГСО. Действующей редакцией Условий эмиссии и обращения ГСО предусмотрены два варианта установления купонного дохода:

- постоянная процентная ставка, равная для всех периодов выплаты;
- фиксированная ставка, которая определена для всех периодов, но не одинакова.

Особенностью этих облигаций служит их нерыночный характер. Обращению на вторичном рынке ГСО не подлежат, их залог не допускается. В то же время владельцы могут предъявить ГСО к выкупу в даты, определенные решением о выпуске, а в особых случаях и в иные числа. Кроме того, в установленные сроки может быть произведен обмен ГСО на государственные сберегательные облигации других выпусков.

В 1995 г. Правительство РФ сформировало законодательную базу по выпуску государственных ценных бумаг, предусматривающих право их владельца на получение слитков золота. Срок их обращения — три года. Облигации данного выпуска получили название *облигаций Золотого федерального займа*. Их номинальная стоимость выражается в рублях и определяется по стоимости 100 г золота на Лондонском рынке драгоценных металлов в слитках в долларах США по курсу Центрального банка РФ на дату начала эмиссии облигаций. Объем выпуска установлен в количестве 300 тыс. шт. Генеральным агентом по размещению и обслуживанию облигаций Золотого федерального займа определен Центральный банк РФ. Доход выплачивается один раз в год по ставке, равной годовой ставке ЛИБОР по долларам США, действующей на предшествующий рабочий день перед датой его объявления, плюс 1%. Выплаты производятся в рублях по официальному курсу Центрального банка.

Владельцами облигаций Золотого федерального займа могут быть юридические и физические лица, резиденты и нерезиденты. Этим обусловлена и разница в условиях погашения. Для юридических лиц оно может совершаться либо в валюте Российской Федерации, либо в виде слитков золота чистотой 0,9999. Условия погашения для физических лиц иные: в валюте Российской Федерации.

Принципиально новым инструментом государственных заимствований в России стали *облигации федерального займа с амортизацией долга* — *ОФЗ АД*. Их выпуск предусмотрен Условиями эмиссии и обращения облигаций федерального займа с амортизацией долга, утвержденными Приказом МФ РФ от 27.04.2002 № 37н (в ред. от 31.03.2004 № 35н). Эмиссия данных облигаций осуществляется в виде отдельных выпусков, каждый из которых включает облигации с одинаковыми правами и одной датой погашения. Размещение может осуществляться как в форме аукциона, так и по закрытой подписке. Генеральным агентом по обслуживанию ОФЗ АД определен Банк России. По поручению МФ РФ он также может организовать дополнительную продажу облигаций, не размещенных на аукционе, и их выкуп до срока погашения.

Все операции по размещению и обращению проводятся учреждениями ЦБ РФ или уполномоченными им организациями по счетам депо. Выплата дохода, погашение и выкуп осуществляются за счет федерального бюджета. ОФЗ АД являются именными и выпускаются как среднесрочные (от 1 года до 5 лет) и долгосрочные (от 5 до 30 лет). Их отличительные характеристики таковы:

- погашение номинальной стоимости частями в сроки, совпадающие с датами выплаты купонного дохода. При этом размер погашаемой части увязан с той или иной датой ее выплаты. При выплате последней части номинала облигации считаются погашенными. Этот процесс и составляет суть амортизации долга;
- получение дохода в виде процента, начисляемого на непогашенную часть номинальной стоимости.

Номинальная стоимость ОФЗ АД составляет 1000 руб. Процентная ставка может быть фиксированной на каждый купонный период отдельного выпуска или переменной. При этом величина переменной процентной ставки определяется исходя из официальных показателей, характеризующих инфляцию.

6.5. Долгосрочные государственные облигации в России

Долгосрочные государственные ценные бумаги обычно называют *казначейскими бонами* или собственно государственными облигациями. Выпускаются они на период до 30 лет на бумажной основе и по своему типу относятся к рыночным. Как правило, размещаются эти облигации при открытой продаже. Доход по ним выплачивается один раз в год, с фиксированной ставкой. Обычно казначейские бонны имеют высокий номинал и поэтому предназначены в первую очередь для юридических лиц.

К долгосрочным ГЦБ в России можно отнести *облигации государственного республиканского займа 1991 г.* Срок их обращения составляет 30 лет, отчет ведется с 1 июля 1991 г. и по 30 июня 2021 г. Постоянная торговля этими облигациями началась с августа 1992 г.

По сути это свободно обращающийся заем, курируемый Банком России. Первоначально планируемый объем выпуска был определен в 80 млрд руб. Номинальная стоимость составляла 100 тыс. руб. (неденоминированных). Облигации реализовывались среди юридических лиц, и Центральный Банк мог определять круг потенциальных

инвесторов. Владелец облигаций один раз в год выплачивается доход по ставке 15% от номинала. Доход налогом не облагается.

Предполагалось выпустить 16 разрядов облигаций по 5 млрд руб. каждый, объединенных в 4 группы. В частности:

- 1–4 разряды составляли *группу «Апрель»*;
- 5–8 разряды соответственно *группу «Июль»*;
- 9–12 разряды — *группу «Октябрь»*;
- 13–16 разряды — *группу «Январь»*.

Фактически же выпустили группы «Апрель» и «Октябрь».

Купля-продажа облигаций этого займа осуществляется учреждениями Центрального банка четыре дня в неделю по заранее объявленным ценам реализации и выкупа. Для каждой группы устанавливаются свои цены. При этом в рыночную цену включается *курсовая разница*, размер которой зависит от времени совершения сделки. Курсовая разница определяется как величина годового дохода, начисленного за число дней, прошедших от даты предыдущей выплаты дохода до даты продажи облигации включительно.

Цена на очередную неделю определяется каждый раз отдельно. Такой порядок сохраняется в течение всего года, за исключением одной — *особой* — недели (вторая неделя месяца, давшего название группе облигаций). Цены на эту неделю устанавливаются за 13 месяцев до ее наступления. Такой подход позволяет инвестору ориентироваться в ценовой политике и делать выбор относительно операций с облигациями.

Критерием же здесь служит доходность. Расчет ее по облигациям 1991 г. производится по формуле:

$$I = [K/(1 - T) + (P_1 - P_0)/n]/(P_0 + Q) \times 100\%,$$

где I — доходность, K — процентный доход в рублях, T — ставка налогообложения в долях единицы, P_0 — цена покупки в рублях, P_1 — цена перепродажи в рублях, n — количество лет до перепродажи, Q — накопленный процентный доход.

В свою очередь *накопленный процентный доход* определяется следующим образом:

$$Q = K \times H \times D/365,$$

где K — процентная ставка в долях единицы, H — номинал облигации, D — количество дней в расчетном периоде, начиная со дня, следующего за днем выплаты последнего купона, и завершая днем расчетов по сделке включительно.

Облигации 1991 г. принадлежат к отзывным и могут быть погашены досрочно. В частности, предусмотрена возможность их выкупа отдельными тиражами начиная с 1 июля 2006 г. При выкупе владельцам планируется выплачивать номинал, доход до объявленной даты начала выкупа и премию, устанавливаемую ЦБ РФ.

Особое место среди всех ГЦБ Российской Федерации занимают *облигации внутреннего валютного займа (ОВВЗ)*. Они эмитировались в соответствии с Постановлением Правительства РФ от 15 марта 1993 г. № 222 «Об утверждении условий выпуска внутреннего государственного валютного облигационного займа» для погашения задолженности Внешэкономбанка физическим и юридическим лицам в пределах средств, имеющихся на их счетах. Данные облигации выпускались на различные сроки, однако сегодня в обращении остались лишь долгосрочные ОВВЗ, поэтому они рассматриваются в данном разделе курса лекций.

Для выявления общей суммы задолженности Внешэкономбанком была проведена конвертация средств клиентов в клиринговых и замкнутых валютах, валютах бывших социалистических стран в свободно конвертируемую валюту — доллары США. Общая сумма займа составила \$7885 млн.

Дата выпуска займа — 14 мая 1993 г. На этот рубеж было выпущено 5 серий облигаций. В частности, серия I с погашением через один год после даты выпуска, серия II — соответственно через 3 года, серия III — через 6 лет, серия IV — через 10 лет и серия V — через 15 лет после даты выпуска. Общее количество облигаций составило 100 тыс. штук номиналом в \$1000, 41 500 штук номиналом в \$10 000 и 73 700 штук номиналом в \$100 000.

В 1996 г. в соответствии с Постановлением Правительства РФ от 04.03.96 № 229 были выпущены дополнительные ОВВЗ на сумму в \$350 млн, предназначенные на погашения долга, который не был учтен ранее. Так, появились две дополнительные серии: VI со сроком погашения в 10 лет и VII — соответственно 15 лет. Общий срок погашения ОВВЗ пролонгирован до 2011 г.

Неотъемлемая часть ОВВЗ — комплект из купонов, количество которых определяется сроком погашения облигаций. На этих купонах имеются подписи двух уполномоченных лиц от имени заемщика и гербовая печать.

По ОВВЗ начисляется доход, ставка которого определена на уровне 3% годовых в валюте, начиная с 14 мая 1993 г. Проценты выплачиваются один раз в год, именно 14 мая. Сумма процентов рассчитывает-

ся исходя из 360 дней в году. Основной долг по облигациям и проценты по купонам, имеющим единый статус, выплачиваются их предъявителю в долларах США через Центральный банк. И организуется это путем перевода денег на счет держателя: для российских держателей — в российские уполномоченные банки, для иностранных — в соответствующие иностранные банки и их отделения. Предъявление купонов к оплате начинается за 30 календарных дней и заканчивается за 7 календарных дней до даты соответствующего платежа.

Рублевая доходность ОВВЗ определяется по формуле:

$$I_p = [(1 + I_v/100 \times t/365) \times K_2/K_1 - 1] \times 365/t \times 100\%,$$

где I_p — рублевая доходность, I_v — годовая доходность в валюте, t — период, за который начисляется доход в днях, K_2 — курс валюты на конец периода t , K_1 — курс валюты на начало периода t .

6.6. Новация государственных долговых обязательств РФ

В 90-е гг. XX в. в России эмитировались и иные, нежели рассмотренные выше, государственные долговые обязательства. Однако особое значение играли ГКО ОФЗ, поскольку они были связаны методикой первичного размещения, схемой вторичного обращения, определением доходности. Финансовый кризис 1998 г. привел к замораживанию операций с этими ценными бумагами и необходимости осуществления *новации*, т. е. замены обязательств по ним на другие государственные ценные бумаги. И лишь 15 января 1999 г. возобновились торги по ГКО ОФЗ, а в марте 2000 г. начались торги по новым выпускам ГЦБ.

Динамика развития рынка ГКО ОФЗ может быть представлена следующими данными, сведенными в таблицу.

Таблица 6.1
Динамика рынка ГКО ОФЗ за 1994–1997 гг.

№ п/п	Показатели, трлн руб.	1994	1995	1996	1997
1	Объем эмиссии	20,5	171,0	479,0	605,5
2	Объем размещения	17,5	140,4	399,7	449,1
3	Объем выручки от продажи	12,9	106,2	297,3	386,5
4	Привлечение средств в госбюджет	5,7	11,0	15,3	6,9

На основании данных таблицы можно сделать определенные выводы.

1. Объем размещения ГКО ОФЗ во все годы был меньше, чем объем эмиссии. Это значит, что не все ГЦБ были размещены.
2. Объем выручки от продажи ниже объема размещения. Это обусловлено тем, что ГКО размещались с дисконтом.
3. Привлечение денежных средств в госбюджет меньше выручки от продажи. Это связано с тем, что значительная и, как видно по таблице, все возрастающая часть выручки использовалась на покрытие прежних обязательств. Этот вывод наиболее важен, ибо именно данное обстоятельство и породило кризис обязательств РФ по своим облигациям.

Чистое финансирование госбюджета за счет ГКО ОФЗ за январь–июнь 1998 г. превратилось в отрицательную величину и доросло до 17 млрд руб. (деноминированных). И только расходы по обслуживанию ГКО ОФЗ к концу 1998 г. должны были составить около 36% всей расходной части бюджета РФ.

В этих условиях и было принято решение о реструктуризации государственного долга по ГКО ОФЗ, выпущенным в обращение до 17 августа 1998 г. и со сроками обращения до 31 декабря 1999 г. В соответствии с распоряжением Правительства РФ от 12 декабря 1998 г. № 1787-р реструктуризация была осуществлена в форме новации путем замены ГКО ОФЗ на новые обязательства по вновь выпускаемым облигациям федеральных займов с фиксированным и постоянным купонным доходом и частичной выплатой денежных средств.

В результате новации владельцам предоставлялись следующие государственные ценные бумаги:

- облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом (ОФЗ ФД) по номиналу, равному 70% суммы новых обязательств;
- облигации федерального займа с постоянным купонным доходом (ОФЗ ПД) по номиналу, равному 20% суммы новых обязательств;
- денежные средства в сумме, равной 10% суммы новых обязательств.

ОФЗ ФД выпускались со сроками обращения 4 года и 5 лет равными траншами и начислением процентного дохода, начиная с 19 августа 1998 г. Размер купонного дохода установлен на уровне 30% годовых в первый год, 25% — во второй, 20% — в третий, 15% — в четвертый и 10% в пятый год. Выплаты осуществляются каждые 3 месяца.

ОФЗ ПД имели срок обращения в три года и нулевой купонный доход. В то же время их можно было использовать для погашения просроченной задолженности по налогам в федеральный бюджет, включая штрафы и пени по состоянию на 1 июня 1998 г., а также для оплаты участия в уставном капитале кредитных организаций.

Номинал ОФЗ ПД был определен в 1000 руб., а ОФЗ ФД — 10 руб.

Тем владельцам государственных ценных бумаг, для которых федеральными органами исполнительной власти устанавливался норматив вложения средств в таковые, а также другим владельцам — резидентам Российской Федерации (за исключением кредитных организаций, профессиональных участников рынка ценных бумаг, органов государственной власти и местного самоуправления) при осуществлении новации было предоставлено право получить 30% от суммы новых обязательств денежными средствами с соответствующим уменьшением до 50% доли облигаций федерального займа с фиксированным купонным доходом.

Владельцам государственных ценных бумаг физическим лицам — резидентам Российской Федерации и созданным в соответствии с законодательством Российской Федерации образованиям, не являющимся юридическими лицами (фондам обязательного медицинского страхования, страховым компаниям, фондам по защите прав вкладчиков и акционеров, кредитным союзам и иным некоммерческим организациям), при осуществлении новации предоставлялось право получить полную сумму погашения в денежной форме и в сроки, установленные при выпуске принадлежащих им облигаций.

Новации также были подвергнуты и ОВВЗ III серии. В частности, путем обмена по согласованию с их владельцами на облигации государственного валютного займа 1999 г. или облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом. С этой целью осуществлялась эмиссия обязательств общей номинальной стоимостью \$1322 млн, причем объем эмиссии валютных облигаций составлял не менее \$650 млн, а эмиссии ОФЗ ФД — не более 176 06,4 млн руб., эквивалентных \$672 млн по курсу, установленному ЦБ РФ на первую рабочую неделю ноября 1999 г.

Таким образом, в обращении появились ОВВЗ VIII серии со следующими параметрами:

- срок обращения восемь лет;
- процентная ставка в размере 3% годовых;
- выплата купонного дохода два раза в год;

- обмен на ОВВЗ III серии в соотношении 1:1;
- номинальная стоимость \$1000;
- выплата процентов и основной суммы долга в долларах США.

Эти облигации представляют собой именные ценные бумаги в документарной форме с обязательным централизованным хранением.

Предложенную Правительством РФ схему новации приняли более 90% инвесторов (за исключением ЦБ РФ), включая большинство иностранных держателей ГКО. В результате резиденты и нерезиденты обменяли около 98,17% от общего объема облигаций, подлежавших новации. В установленные сроки были погашены обязательства перед физическими лицами и некоммерческими организациями.

Однако для владельцев ГКО и ОФЗ с постоянным и переменным купонным доходом со сроками погашения до 31 декабря 1999 г., не осуществившими новацию, Постановлением Правительства РФ от 02.07.2004 № 337 предусмотрено заключение договоров об отступном с соответствующим прекращением обязательств государства. При этом размер отступного определяется исходя из номинальной стоимости облигаций, суммы невыплаченных купонных доходов, процентов за пользование чужими денежными средствами в соответствии со ставкой рефинансирования, действовавшей на 1 января 2004 г., а также ставки по необъявленным купонам.

По окончании конвертации номинальный объем рынка новых и старых государственных ценных бумаг составил около 250 млрд руб. по сравнению с 390 млрд руб. на 17 августа 1998 г. Но на данный момент вполне отчетливо просматривается тенденция возрастания этих объемов. Так, в 2002 г. Минфину РФ было разрешено эмитировать ГКО и ОФЗ на общую сумму 145,5 млрд руб., а в 2004 г. с учетом государственных сберегательных облигаций — 361 млрд руб.

Однако при этом рынок рублевых госбумаг по доходности и по ликвидности не вызывает прежнего интереса у инвесторов и остается лишь базовым ориентиром доходности для других ценных бумаг. Так, доходность ГКО ОФЗ с погашением в 2004–2006 гг. составляла 4,5%, а с погашением в 2007–2008 гг. 6,8–8,2%. Следовательно, доходность намного ниже даже официальной статистики инфляции.

Лекция 7

АКЦИИ КАК ДОЛЕВЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Вопросы темы

- 7.1. Общие характеристики акций.
- 7.2. Привилегированные акции и их виды.
- 7.3. Особенности эмиссии и размещения акций.
- 7.4. Стоимость, курс и доходность акций.

7.1. Общие характеристики акций

Основной вид ценных бумаг на фондовом рынке — это *акции*. Посредством их выпуска акционерные общества (АО) формируют и увеличивают свой *уставный капитал*. По сути акции являются свидетельством совместного владения собственными активами акционерного общества¹.

Первоначально они выдаются в обмен на взнос в уставный капитал. Акции, приобретенные учредителями и акционерами, называются *размещенными*. Не следует отождествлять понятие «приобретенные акции» с понятием «оплаченные». По российскому законодательству в течение определенного срока акции могут быть оплачены учредителями не полностью. Если учредители воспользуются этим правом, то акции будут приобретенными, но не оплаченными до момента их полной оплаты. Кроме того, размещенными до погашения считаются ак-

¹ Бытует мнение, что акция удостоверяет право на долю в уставном капитале, что не совсем корректно, поскольку отражает только счет 80 баланса общества или в собственном капитале ОА. Представляется, что ни то ни другое не соответствует истине. Право на долю в имуществе у акционера возникает лишь в процессе ликвидации общества, да и то в последнюю очередь. Очевидно, что ликвидируемое имущество и имущество действующего акционерного общества — не совсем одно и то же. Что же тогда находится в собственности акционера? Ответ прост: сама акция как ценная бумага.

ции, приобретенные и выкупленные обществом, а также те, право собственности на которые перешло к этому обществу.

Кроме них общество может предусмотреть *объявленные акции* — те, которые предполагается разместить в будущем. В Уставе фиксируется их количество, категория (тип), права по ним и номинальная стоимость. Возможно также определить порядок и условия их размещения.

Объявленные акции не являются обязательными для АО. Однако если общество их не предусмотрело, оно не вправе размещать акции дополнительного выпуска до момента внесения в устав соответствующих изменений и дополнений. Кроме того, в России конвертация и облигаций, и привилегированных акций в обыкновенные допустима лишь в пределах объявленных акций.

На практике акции рассматривают как титул собственности, как единицы измерения собственнических интересов. И в этом смысле они предполагают определенные права их владельцев, зафиксированные законодательно. В соответствии со ст. 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» **акция** — это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права акционера на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации.

Право на участие в управлении реализуется как предоставление акционеру голоса на общем собрании акционеров при решении вопросов его компетенции. Применительно к этому праву акции могут быть:

- *Многоголосые*. Они обеспечивают более одного голоса и, как правило, предназначаются для учредителей акционерного общества. Это одна из их привилегий. Количество голосов по таким акциям может определять само акционерное общество при их выпуске. В Российской Федерации многоголосые акции прямо не предусмотрены, однако нет и запрета на их эмиссию.
- *Одноголосые*. Это самый распространенный вид, предполагающий право одного голоса. При этом следует помнить, что оно неделимое. Сколько бы ни было владельцев у такой акции, все они будут голосовать на собрании акционеров только одним голосом.
- *Подчиненные*, т. е. предоставляющие менее одного голоса. Количество голосов и по этим акциям определяет само акционерное общество. В российской практике может существовать их аналог, а именно — *дробные акции*. Их возникновение предусмотрено ст. 25 Федерального закона «Об акционерных обществах» и связано

с реализацией акционерами закрытого акционерного общества преимущественного права на приобретение продаваемых акций этого общества, с реализацией акционерами преимущественного права на приобретение акций нового выпуска, а также с процессами консолидации¹ акций. Если в этих процессах приобретение акционером целого числа акций невозможно, создаются их части — дробные акции. Дробная акция предоставляет акционеру права в объеме, соответствующем части целой акции, которую она составляет. Можно считать, что это касается и права голоса. Интересен тот факт, что в мировой практике владельцу части акции выдается особый документ — «скрип», и при накоплении количества скрипов, соответствующего целой акции, происходит их обмен на сертификат.

- *Ограниченные*, обеспечивающие право голоса только в том случае, если у акционера есть их определенное количество. Как правило, такие акции выпускают для того, чтобы не допустить передела сложившегося участия в управлении.
- *Безголосые*. По ним право голоса не предусмотрено, за исключением особых случаев, оговоренных законодательно. В то же время такие акции предоставляют своим владельцам какие-либо дополнительные преимущества и являются привилегированными.

Акция, оплаченная не полностью, права голоса (а значит, и участия в управлении) не дает. Права голоса также не дают акции, которые приобрело само общество и отразило в своем балансе. На балансе они могут находиться не более года с момента приобретения. Если в течение этого срока общество не реализовало их, оно обязано принять решение об уменьшении своего уставного капитала. В свою очередь, если оно в разумный срок не примет такое решение, то государственные органы или органы местного самоуправления, имеющие соответствующую компетенцию, вправе предъявить в суд требование о ликвидации общества.

Реально право на управление акционерным капиталом принадлежит тому, кто сосредоточил в своих руках *контрольный пакет акций*. Это такое их количество, которое позволяет оказывать решающее воздействие на принятие управленческого решения. Формально он должен включать 50% голосующих акций и еще одну голосующую акцию.

¹ Консолидация предполагает обмен двух и более акций на одну новую того же типа, но большего номинала.

Однако на практике его величина может быть значительно меньше. Она определяется степенью «распыленности» акций среди мелких держателей. Чем больше таких держателей, тем контрольный пакет меньше.

От последнего следует отличать блокирующий пакет акций, включающий 25% голосующих акций плюс еще одну голосующую акцию. Такой пакет не позволяет принять решение, требующее квалифицированного большинства при голосовании, т. е. 75% голосов.

Существует также понятие значительного пакета. В мировой практике это владение более чем 5% голосующих акций. Применительно к России в этом отношении нет единого толкования. Однако вероятно, что это пакет не менее тех же 5% обыкновенных акций. Это верно хотя бы потому, что информацию о владельцах такого пакета общество должно включать в проспект ценных бумаг в соответствии с ФЗ «Об акционерных обществах».

Право на получение части прибыли означает, что акционер может рассчитывать на получение особой экономической формы дохода, — *дивиденда*. Однако это право не является безусловным.

1. Существуют ограничения на выплату дивидендов. В частности, общество не вправе принимать решение, т. е. объявлять о выплате дивидендов по акциям, в следующих случаях:

- до полной оплаты всего уставного капитала;
- до выкупа всех акций, которые оно должно выкупить у акционеров, имеющих право требовать этого;
- если на день принятия такого решения общество отвечает признакам несостоятельности (банкротства) или если эти признаки появятся у общества в результате выплаты дивидендов;
- если на день принятия такого решения чистые активы общества меньше суммы уставного капитала, резервного капитала и величины превышения ликвидационной стоимости привилегированных акций над их номинальной стоимостью либо станут меньше этой суммы в результате принятия такого решения.

Следует отметить и такую особенность, как существующее в российском законодательстве разграничение права *объявлять о выплате дивидендов* и права *выплачивать объявленные дивиденды*. Общество не вправе выплачивать дивиденды в последних двух случаях из указанных выше.

2. Источником выплаты служит чистая прибыль эмитента¹, которой по итогам хозяйственной деятельности может и не быть.

¹ Федеральный закон «Об акционерных обществах», п. 2 ст. 42.

3. Акционерное общество вправе решить, что вся прибыль, остающаяся в его распоряжении, должна быть использована на развитие и в личную собственность распределяться не будет.

Решение о выплате дивидендов может приниматься по результатам первого квартала, полугодия, девяти месяцев и (или) по результатам финансового года. Установлен срок принятия такого решения: в течение трех месяцев после окончания соответствующего периода. При этом определяются размер дивиденда и форма его выплаты. Размер дивиденда не может быть больше рекомендованного советом директоров акционерного общества. Дивиденды выплачиваются деньгами, а в случаях, предусмотренных уставом общества, и иным имуществом. Поскольку к категории имущества относятся и сами акции, то вполне допустима выплата дивидендов акциями.

Помимо величины и формы дивиденда должен быть определен срок его выплаты. Здесь существуют две возможности:

- 1) срок определяется в уставе общества;
- 2) его устанавливает собрание акционеров одновременно с принятием решения о выплате дивидендов.

Если же срок выплаты не определен ни уставом, ни собранием акционеров, в силу вступает законодательная норма, в соответствии с которой он не должен превышать 60 дней со дня принятия решения о выплате дивидендов.

Список лиц, имеющих право на получение дивидендов, формируется на дату составления списка лиц, имеющих право участвовать в годовом собрании акционеров. Эта дата не может быть намечена более чем за 50 дней до даты проведения собрания¹. Если акция была продана после завершения этого списка, право на получение дивидендов остается за прежним акционером. Такие акции считаются *бездивидендными*. Период от составления списка и до выплаты дивидендов называется *экс-дивидендным*.

Если учесть, что годовое собрание акционеров не разрешается проводить ранее двух и позднее шести месяцев после окончания финансового года, то указанное обстоятельство следует особо учитывать при совершении сделок купли-продажи акций в период с марта месяца и по июнь включительно.

¹ Однако в определенных случаях она не может быть установлена более чем за 65 дней или менее чем за 45 дней до даты проведения собрания. См.: ФЗ «Об акционерных обществах», ст. 51, 53, 58.

Дивиденды по акциям облагаются налогом у источника выплаты. То есть акционерное общество выступает в данном случае как налоговый агент государства. В соответствии с гл. 25 Налогового кодекса РФ действуют следующие ставки налога:

- для физических и юридических лиц — налоговых резидентов — при получении дивидендов от российских организаций РФ — 9%;
- для физических лиц, не являющихся налоговыми резидентами Российской Федерации, — 30%;
- для российских юридических лиц при получении дивидендов от иностранных корпораций — 15%;
- для иностранных организаций при получении дивидендов от российских акционерных обществ — 15%.

По выплате дивидендов необходимо различать *акции обыкновенные и привилегированные*. Величина дивидендов по обыкновенным акциям полностью зависит от итогов хозяйственной деятельности и колеблется в различные периоды. Более того, именно по ним в первую очередь может быть принято решение о невыплате дохода, даже при наличии его источника. Поскольку акционеры — совладельцы капитала и несут риск предпринимательской деятельности, они не вправе оспротестовать такое решение в суде.

По привилегированным акциям величина дивиденда фиксированная и определяется заранее, при их выпуске. В то же время это не означает гарантии выплаты дивидендов, поскольку может не оказаться их источника или общество может оказаться в одной из тех ситуаций, когда дивиденды вообще платить запрещено. Важно учитывать следующее обстоятельство: акционерное общество обязано выплатить *только объявленные дивиденды*. В случае задержки их выплаты акционер вправе обратиться в суд с иском о взыскании причитающихся ему сумм. Если же собранием акционеров принято решение о невыплате или неполной выплате дивидендов по привилегированным акциям, их суммы не подлежат взысканию.

Мировая практика выработала определенные варианты выплаты дивидендов. Первый — методика постоянного процентного распределения прибыли. Она предполагает неизменность коэффициента «дивидендный выход»:

$$D_{АО}/(ЧП - D_{АПР}) = \text{const},$$

где $D_{АО}$ — дивидендные выплаты по обыкновенным акциям; ЧП — чистая прибыль; $D_{АПР}$ — дивидендные выплаты по привилегированным акциям.

Второй — методика фиксированных дивидендных выплат. В данном случае предусматривается регулярная выплата неизменных дивидендов на акцию в течение длительного времени.

Третий — методика выплаты гарантированного минимума и экстрадивидендов. В данном случае тоже регулярно выплачиваются фиксированные дивиденды, а при достаточной прибыли — своеобразная премия, называемая *экстрадивидендом*.

Четвертый — методика выплаты дивидендов акциями. Основной принцип при этом состоит в выплате акционерам не денег, а дополнительных акций¹.

Право на долю в ликвидируемом имуществе акционеры реализуют путем участия в его разделе, если акционерное общество обанкротилось. Но важно помнить, что как собственники они могут претендовать на имущество лишь после удовлетворения всех требований кредиторов, в том числе владельцев облигаций.

Существует очередность и среди самих акционеров. Так, в первую очередь производятся выплаты по акциям, которые должны быть выкуплены обществом по требованию их владельцев. Право такого требования возникает, если акционер голосовал против или не участвовал в голосовании по вопросам реорганизации общества, совершения крупной сделки стоимостью от 25 до 50% балансовой стоимости активов общества, внесения изменений и дополнений в устав, ограничивающих права акционеров. При этом сумма средств, направляемых на выкуп, не может превышать 10% стоимости чистых активов общества.

Во вторую очередь выплачиваются начисленные, но невыплаченные дивиденды по привилегированным акциям и их ликвидационная стоимость. Если же существует более одного типа привилегированных акций, то устанавливается очередность выплат по каждому типу.

В третью очередь производятся выплаты владельцам обыкновенных акций.

Помимо рассмотренных основных прав акция обеспечивает возможность первоочередного приобретения ценных бумаг новых выпусков, причем со скидкой от рыночной цены, а также получения информации о производственно-финансовом состоянии акционерного общества.

¹ Подробнее см.: Ковалев В. В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. М.: Финансы и статистика, 1996. Пункт 8.3 гл. 8.

Право преимущественного приобретения дополнительных акций и иных эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, осуществляется при открытой подписке на них. В данном случае новые ценные бумаги сначала предлагаются акционерам, а затем уже на свободный рынок. В случае закрытой подписки преимущественное право приобретения дополнительных акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, имеют акционеры, голосовавшие против или не принимавшие участия в голосовании по вопросу о таком размещении. В любом случае акционер может рассчитывать на скидку до 10% от цены размещения акций иным лицам. Срок действия преимущественного права не может быть менее 45 дней с момента вручения акционеру или опубликования уведомления о возникновении такого права. Более того, общество не вправе до окончания этого срока размещать дополнительные акции и эмиссионные ценные бумаги, конвертируемые в акции, тем, кто не включен в список лиц, обладающих данным преимущественным правом.

Приобрести новые акции можно в количестве, пропорциональном уже имеющемуся числу акций того же типа. Смысл данного права состоит в защите акционеров от искусственного размывания долей их участия в акционерном обществе. Данным правом можно воспользоваться полностью, частично или отказаться от него.

В мировой практике право приобрести акции нового выпуска со скидкой становится самостоятельным объектом сделок купли-продажи на рынке ценных бумаг. Будучи оформленным соответствующим образом, оно приводит к возникновению особого вида производной ценной бумаги — *ордера*¹. В России такая возможность не предусмотрена, однако на практике она реализуется.

Право на получение информации предполагает, что общество обязано обеспечить акционерам доступ к следующим документам:

- договор о создании общества;
- устав общества;
- документы, подтверждающие права общества на имущество, находящееся на его балансе;
- внутренние документы;
- годовые отчеты;
- документы бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности;

¹ См.: *Алексин Б. И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции.* М.: Финансы и статистика, 1991. Гл. 6.

- протоколы общих собраний, заседаний совета директоров и ревизионной комиссии;
- бюллетени для голосования;
- отчеты независимых оценщиков;
- списки аффилированных¹ лиц;
- списки лиц, имеющих право на участие в общем собрании и получение дивидендов;
- заключения ревизионной комиссии и аудитора, проспекты эмиссии и ежеквартальные отчеты эмитента.

При этом к документам бухгалтерского учета имеют право доступа только акционеры (акционер), располагающие в совокупности не менее 25% голосующих акций общества.

Как титул собственности акция отличается тем, что акционер не вправе потребовать у эмитента вернуть сумму, внесенную в уставный капитал. Поэтому акция — это бессрочная ценная бумага. Ее обращение на рынке заканчивается вместе с прекращением существования самого акционерного общества.

В России все акции могут быть только именовыми. Соответственно, начиная с 2003 г. они должны выпускаться в бездокументарной форме.

7.2. Привилегированные акции и их виды

Акционерное общество может выпускать один или несколько типов *привилегированных акций*. Однако стоимость размещенных привилегированных акций не должна превышать 25% от величины уставного капитала общества.

По своей сути привилегированные акции занимают промежуточное положение между облигациями и обыкновенными акциями, сочетая в себе черты тех и других. По сравнению с обыкновенными акциями они обеспечивают своим владельцам ряд преимуществ (*преференций*). Прежде всего — относительно дивидендов. По привилегированным акциям они *фиксированные* и должны быть определены в Уставе акционерного общества. При этом размер дивидендов определяется либо в твердой денежной сумме, либо в процентах к номинальной сто-

¹ Аффилированные лица — это лица, способные оказывать влияние на деятельность акционерного общества. См. подробнее: Федеральный закон «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках».

имости акции. В то же время акционерное общество может установить порядок определения дивиденда. В частности, долю чистой прибыли, используемую для выплаты дивидендов по привилегированным акциям. В этом случае он также будет считаться зафиксированным. Однако, в отличие от указанных выше способов фиксации, здесь его величина ставится в прямую зависимость от прибыли, оставшейся в распоряжении общества. И может колебаться по периодам в соответствии с результатами финансового года.

Если выпускается несколько типов привилегированных акций, то устанавливается очередность выплаты дивидендов. Последние выплачиваются сполна в первую очередь по тем привилегированным акциям, которые имеют преимущество в этой очередности.

Одновременно могут быть выпущены привилегированные акции, дивиденд по которым не определен. Это означает, что они дают право на его получение наравне с обыкновенными, причем только после выплаты по тем привилегированным акциям, по которым дивиденд определен.

В любом случае владельцы привилегированных акций получают дивиденды ранее, чем владельцы обыкновенных. Если у акционерного общества достаточно прибыли для выплаты дивидендов по привилегированным акциям, оно не может принять решения о невыплате. Более того, кроме чистой прибыли на эти цели могут использоваться средства специального фонда.

Также очевидны преимущества и в отношении активов акционерного общества. Это значит, что при ликвидации имущества АО выплаты владельцам привилегированных акций производятся прежде, чем обыкновенных. В уставе АО указывается *ликвидационная стоимость привилегированных акций*, т. е. стоимость, выплачиваемая по привилегированным акциям каждого типа в случае ликвидации АО. Способы ее определения такие же, как и применительно к дивиденду.

Можно выделить следующие виды привилегированных акций.

- *Кумулятивные*, предполагающие накопление невыплаченных дивидендов. Накопленные дивиденды выплачиваются при первой же возможности, причем ранее, чем по всем остальным акциям. При этом проценты на накапливаемые дивиденды не начисляются.
- *Некумулятивные*. Они не предполагают накопления дивидендов. Если по таким акциям дивиденды не выплачены, то их не выплачат уже никогда.
- *Возвратные*, предоставляющие эмитенту право отозвать их у акционеров. При этом акционеры обязаны продать такие акции обществу.

- *Невозвратные.* Они обращаются на рынке, пока существует выпустившее их АО. Акционер может продать их только на вторичном рынке.
- *Конвертируемые в обыкновенные акции того же общества.* При этом количество обыкновенных акций, в которое они конвертируются, не может быть более количества объявленных акций.
- *Ретрактивные,* позволяющие акционеру предъявить их к выкупу. Акционер должен заранее известить общество о намерении реализовать это право.
- *С участием, дивиденд по которым может быть увеличен.* Как правило, это делается в том случае, если дивиденды по обыкновенным акциям значительно выше. Кроме того, должны быть источники для выплат и решение общего собрания акционеров.

Как правило, привилегированные акции не дают своим владельцам права голоса, за исключением случаев, предусмотренных законодательством. В частности, владельцы привилегированных акций получают такое право, если на общем собрании рассматривается вопрос о реорганизации и ликвидации общества.

Акционеры — владельцы привилегированных акций определенного типа приобретают право голоса при решении вопросов о внесении изменений и дополнений в устав, ограничивающих их права. Например, в отношении величины дивидендов и ликвидационной стоимости. А также при предоставлении владельцам привилегированных акций иного типа дополнительных преимуществ, скажем — относительно очередности выплаты дивидендов и ликвидационной стоимости. Наконец, при невыплате дивидендов, начиная с собрания, следующего за годовым общим собранием акционеров, на котором независимо от причин не было принято решение о выплате дивидендов или было принято решение о неполной выплате дивидендов по привилегированным акциям этого типа. Владельцы кумулятивных акций получают такое право, начиная с собрания, следующего за годовым общим собранием акционеров, на котором должно было быть принято решение о выплате по этим акциям в полном размере накопленных дивидендов, если такое решение не было принято или принято решение о неполной выплате дивидендов.

Во всех остальных случаях владельцы привилегированных акций не участвуют в голосовании. Наряду с теми случаями, когда дивиденд по привилегированным акциям зависит от факта получения прибыли, такое положение оказывается основной причиной того, что, стремясь

поддержат на приемлемом уровне соотношение собственного и заемного капитала, предпочитают эмиссию привилегированных акций, а не облигаций. При этом для окончательного определения таких предпочтений следует сравнить стоимость капитала, привлекаемого тем или иным способом.

О стоимости капитала, привлекаемого за счет эмиссии облигаций, говорилось ранее, в разделе 5.3. Здесь укажем наиболее простой способ оценки стоимости привлечения капитала за счет эмиссии привилегированных акций. Это высчитывается по формуле:

$$СК_{па} = D_{па} \times 100 / [КС_{па} \times (1 - Z_3)],$$

где $СК_{па}$ — стоимость капитала, привлекаемого эмиссией привилегированных акций, в процентах; $D_{па}$ — сумма дивидендов к выплате по привилегированным акциям; $КС_{па}$ — сумма капитала, привлекаемого по привилегированным акциям; Z_3 — затраты по эмиссии акций по отношению к сумме эмиссии, выраженные в долях единицы.

7.3. Особенности эмиссии и размещения акций

Эмиссия акций осуществляется при учреждении акционерного общества, при изменении его первоначального уставного капитала, а также в результате так называемых корпоративных действий.

Все выпуски акций, кроме случая учреждения общества, являются дополнительными. Соответственно существуют различные способы размещения акций. В частности, оно может осуществляться как их распределение среди учредителей общества при его учреждении, как распределение среди акционеров, путем подписки и конвертации.

Логически первым выступает *распределение акций среди учредителей* общества при его учреждении, чему предшествует принятие учредителями решения учредить акционерное общество и подписание договора о его создании. Особенность такого размещения заключается в том, что оно совершается в день государственной регистрации акционерного общества, т. е. до государственной регистрации выпуска акций. Последняя, в свою очередь, происходит одновременно с государственной регистрацией отчета об итогах выпуска акций. По сути это закрытая подписка.

Поскольку размещение акций среди учредителей при создании общества есть формирование его собственного капитала, возникает необходимость определить его стоимость. Для этого могут использоваться два основных подхода.

Во-первых, на основании дивидендов. При этом применяется формула:

$$СК_с = D_v / KC_{ср},$$

где $СК_с$ — стоимость собственного капитала, D_v — выплаченные в отчетном периоде дивиденды, $KC_{ср}$ — средняя величина собственного капитала в отчетном периоде.

Во-вторых, на основании доходов. При этом под доходами понимается чистая прибыль. Соответственно используется формула:

$$СК_с = ЧП / KC,$$

где ЧП — чистая прибыль, KC — собственный капитал в отчетном периоде.

Размещение дополнительных акций путем их *распределения среди акционеров* осуществляется при увеличении уставного капитала за счет имущества акционерного общества. Поэтому право на такое распределение имеют все акционеры — владельцы акций этого общества всех типов. При этом каждому акционеру распределяются акции той же категории, что и уже принадлежащие ему, и пропорционально количеству таковых. Следует учесть, что образование дробных акций в данном случае не допускается.

Источниками для увеличения уставного капитала могут быть средства, полученные обществом от продажи своих акций по цене выше их номинала (добавочный капитал), остатки фондов специального назначения по итогам предыдущего года (за исключением резервного капитала и фонда акционирования работников предприятия), нераспределенная прибыль, средства от переоценки основных фондов. В любом случае принимается решение об увеличении уставного капитала, осуществляемое размещением дополнительных акций путем их распределения среди акционеров. В решении определяются количество размещаемых акций каждого типа, не превышающее число соответствующих объявленных акций, способ размещения, дата распределения дополнительных акций или порядок ее установления, имущество, за счет которого происходит увеличение уставного капитала.

Само распределение дополнительных акций осуществляется в один день, указанный в зарегистрированном решении об их выпуске, в течение одного месяца с момента государственной регистрации выпуска.

Размещение акций путем *подписки* — это заключение договоров, а также зачисление ценных бумаг на лицевые счета в реестре владельцев именных ценных бумаг, на счета депо в депозитариях или выдача сертификатов ценных бумаг на предъявителя. Порядок заключения

договоров определяется решением о выпуске акций. Если заключение договоров осуществляется путем подачи заявок, должен быть предусмотрен порядок их подачи и удовлетворения.

Если при размещении ценных бумаг путем подписки предоставляется преимущественное право приобретения акций, лица, им располагающие, подают письменные заявления о приобретении размещаемых акций и документы об их оплате.

В решении о размещении акций по закрытой подписке должен быть определен круг лиц, среди которых предполагается их разместить. Если же подписка открытая, в решении не могут быть предусмотрены какие-либо преимущества одних приобретателей перед другими, за исключением таких случаев, как:

- осуществление преимущественного права приобретения дополнительных акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции;
- ограничение акционерным обществом в соответствии с его уставом максимального количества акций или их номинальной стоимости, принадлежащих одному акционеру;
- введение эмитентом ограничения на приобретение ценных бумаг нерезидентами.

Размещение акций посредством закрытой подписки проводится только по решению общего собрания акционеров об увеличении уставного капитала общества путем размещения дополнительных акций, принятому большинством в $3/4$ голосов акционеров — владельцев голосующих акций.

Размещение посредством открытой подписки обыкновенных акций, составляющих более 25% ранее размещенных обыкновенных акций, тоже осуществляется только по решению общего собрания акционеров, принятому большинством в $3/4$ голосов акционеров — владельцев голосующих акций.

Закрытое акционерное общество не может производить открытую подписку на свои акции.

Эмитент, осуществляющий подписку акций, вправе определить долю выпуска, при размещении которой он считается несостоявшимся. Она не может быть меньше, чем 75% от общего количества размещаемых акций.

Документы на государственную регистрацию выпуска акций, размещаемых путем подписки, представляются не ранее 14 дней после раскрытия информации о принятом эмитентом решении об их размещении.

Зачисление акций по результатам подписки на лицевые счета в реестре владельцев именных ценных бумаг и на счета депо в депозитариях, а также выдача сертификатов ценных бумаг на предъявителя реализуются только после полной оплаты акций и не позднее последнего дня срока размещения.

Эмитенту разрешено предлагать к размещению путем подписки меньшее количество акций, чем указано в зарегистрированном решении о выпуске. При этом остаток акций, не предложенный к размещению, может размещаться впоследствии в течение срока размещения и по цене, установленной в решении о выпуске.

Размещение путем подписки на дополнительные выпуски акций означает привлечение дополнительного собственного капитала. Как и в случае его формирования, необходимо знать стоимость такого привлечения. Определить ее можно следующим образом:

$$СК_{\text{за}} = [D \times 100] / [КС_{\text{з}} \times (1 - Z_{\text{з}})],$$

где $СК_{\text{за}}$ — стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии дополнительных акций, D — сумма дивидендов в отчетном периоде, $КС_{\text{з}}$ — сумма собственного капитала, привлеченного за счет эмиссии дополнительных акций, $Z_{\text{з}}$ — затраты по эмиссии акций относительно суммы эмиссии, выраженные в долях единицы.

Размещение акций путем *конвертации* осуществляется в процессе корпоративных действий. Следует различать действия акционерного общества, касающиеся собственных ценных бумаг, и действия акционерного общества в отношении самого себя как юридического лица. В первом случае происходит конвертация акций в акции при изменении их номинальной стоимости, при изменении прав, при консолидации и дроблении акций, а также конвертация в акции ценных бумаг, которые конвертируются в акции. Во втором случае данная процедура производится в процессе реорганизации общества, под которой понимается добровольная сделка, направленная на создание нового или новых обществ с прекращением или без прекращения деятельности реорганизуемого и с передачей части или всего объема прав и обязанностей новому обществу или новым обществам.

Рассмотрим сначала особенности конвертации акций в случае *действий акционерного общества, касающихся собственных акций*.

Прежде всего к ним относится изменение номинальной стоимости акций. Оно всегда связано с принятием решения об изменении уставного капитала общества, т. е. его увеличении или уменьшении. В первом варианте осуществляется конвертация в акции той же категории

с большей номинальной стоимостью. Соответственно для государственной регистрации выпуска акций в регистрирующий орган представляется документ, содержащий расчет стоимости чистых активов общества и размер его резервного фонда, а также описание имущества акционерного общества, за счет которого и происходит увеличение его уставного капитала.

Во втором варианте осуществляется конвертация в акции той же категории, но с меньшей номинальной стоимостью. При этом в регистрирующий орган представляется документ, подтверждающий уведомление кредиторов об уменьшении уставного капитала акционерного общества.

При внесении изменений или дополнений в устав акционерного общества, касающихся прав, предоставляемых по привилегированным акциям определенного типа, производится конвертация в акции той же категории с иными правами. При этом одновременно может изменяться номинальная стоимость конвертируемых привилегированных акций.

Конвертация при *консолидации* акций предполагает обмен двух и более акций в одну той же категории согласно коэффициенту консолидации. Общая же номинальная стоимость конвертируемых акций должна быть равна номинальной стоимости новой акции.

При *дроблении* акций конвертация означает превращение одной в две и более акции той же категории согласно коэффициенту дробления. Непременным условием здесь также выступает равенство общих номинальных стоимостей акций.

В любом случае конвертация акций осуществляется в те же сроки, что и при распределении среди акционеров дополнительных акций. При этом количество акций, в которые осуществляется конвертация, не должно превышать числа объявленных акций соответствующих категорий. Сами же конвертируемые акции во всех указанных случаях аннулируются.

При *конвертации в акции ценных бумаг, конвертируемых в акции*, речь идет об опционах, привилегированных акциях и конвертируемых облигациях. Конвертируются они в дополнительные обыкновенные или привилегированные акции на основании решения об увеличении уставного капитала акционерного общества.

Порядок и условия процедуры в данном случае, включая количество ценных бумаг, в которые происходит конвертация, определяются соответствующим решением о дополнительном выпуске акций. Количество акций акционерного общества, в которые могут быть конверти-

рованы все размещенные и предназначенные к размещению конвертируемые в них ценные бумаги, не должно превышать числа объявленных акций соответствующих категорий, определенного в уставе данного акционерного общества.

Конвертация данного вида может быть реализована по требованию владельцев конвертируемых ценных бумаг, по наступлении срока или обстоятельств, указанных в решении о выпуске. Если она осуществляется по требованию владельцев ценных бумаг, в порядке и условиях конвертации определяется срок, в течение которого владельцами конвертируемых ценных бумаг могут быть поданы соответствующие заявления, а также период, в течение которого на основании таких заявлений и должна быть осуществлена конвертация. Срок подачи заявления не может наступать ранее даты государственной регистрации отчета об итогах выпуска конвертируемых ценных бумаг и составлять более одного года.

Особенности конвертации акций *в процессе реорганизации* акционерного общества продиктованы формами последней. Это может быть слияние, присоединение, разделение, выделение и преобразование. Следует отметить, что во всех перечисленных случаях обыкновенные акции конвертируются только в обыкновенные же, а привилегированные могут конвертироваться как в обыкновенные, так и в привилегированные.

При разделении и выделении каждый акционер реорганизуемого общества, голосовавший против или не принимавший участия в голосовании по данным вопросам, должен получить акции каждого общества, создаваемого в результате разделения или выделения, предоставляющие те же права, что и акции, принадлежащие ему в реорганизуемом обществе, и в количестве, пропорциональном числу принадлежащих ему акций данного общества.

Для государственной регистрации выпусков акций при проведении реорганизации, какой бы ни была форма последней, в регистрирующий орган представляются копии учредительных документов всех юридических лиц, участвующих в реорганизации, а также передаточного акта или разделительного баланса. Документы на государственную регистрацию выпусков должны быть представлены:

- в течение месяца с момента государственной регистрации юридического лица, созданного в результате слияния, разделения, выделения или преобразования;
- не позднее трех месяцев после даты утверждения решения о выпуске ценных бумаг юридического лица, к которому осуществляется присоединение.

Размещение акций при реорганизации путем слияния, присоединения и преобразования владельцам акций какой-либо одной категории того или иного реорганизуемого акционерного общества осуществляется на одинаковых условиях.

Размещение ценных бумаг юридического лица, созданного в результате слияния, разделения, выделения и преобразования, производится в день государственной регистрации этого юридического лица, а в случае присоединения — в день внесения в Единый государственный реестр юридических лиц записи о прекращении деятельности присоединяемого юридического лица.

Ценные бумаги юридических лиц, реорганизуемых путем присоединения, слияния, разделения, выделения и преобразования, при их конвертации погашаются.

7.4. Стоимость, курс и доходность акций

Акции на рынке выступают объектом активной купли-продажи. Соответственно они имеют определенную стоимость и цену.

Во-первых, выделяется *номинальная стоимость акции*, или номинал. Он равен стоимости единичного взноса в уставный капитал. Поэтому уставный капитал акционерного общества равняется сумме номинальных стоимостей акций. По российскому законодательству все обыкновенные акции акционерного общества должны иметь одинаковую номинальную стоимость. Привилегированные акции могут иметь иную номинальную стоимость, но в пределах одного выпуска они тоже должны быть одинаковой номинальной стоимости.

Соответственно величина уставного капитала акционерного общества определяется следующим образом:

$$УК = \sum NA_{об} + \sum NA_{пр}$$

где $УК$ — уставный капитал, $NA_{об}$ — номинал обыкновенной акции, $NA_{пр}$ — номинал привилегированной акции.

На практике номинал имеет значение только на первой стадии движения акций по рынку ценных бумаг — при их размещении учредителям акционерного общества. Далее его значение во многом становится иллюзорным. Прежде всего это объясняется тем, что номинал свидетельствует о взносе только в уставный капитал, который может не совпадать со всей суммой собственных средств акционерного общества. На практике так чаще всего и бывает. И чем больше разница между уставным капиталом и собственными активами акцио-

нерного общества, тем меньше значение номинальной стоимости. В теории вообще считается, что номинал — это величина физически неосязаемая. Ее никогда нельзя получить обратно. Даже если на вторичном рынке удастся продать акцию по цене, равной номиналу, данная сумма денег будет обесценена процессом инфляции. Возможно, именно поэтому на мировом рынке ценных бумаг сегодня достаточно широкое распространение получают *безноминальные акции*.

В российской практике размещение акций по номиналу предлагается только учредителям акционерного общества при его создании.

Во-вторых, *эмиссионная цена*. Это цена предложения акций дополнительного выпуска первым покупателям (за исключением учредителей акционерного общества). Она не может быть ниже номинала, поскольку в этом случае не будет сформирован уставный капитал¹. В случае же превышения эмиссионной цены над номиналом у акционерного общества образуется *эмиссионный доход*, который рассматривается как добавочный капитал и используется на развитие производства. На сегодняшний день этот доход не подлежит налогообложению.

Эмиссионная цена определяется советом директоров общества по рыночной цене, а потому необходимо ее рассчитывать. В России для эмиссионных ценных бумаг, допущенных к обращению через организаторов торговли, расчет осуществляется следующим образом:

- если в течение торгового дня на дату расчета рыночной цены было совершено 10 и более сделок, она определяется как средневзвешенная цена по этим сделкам;
- если в течение торгового дня на дату расчета рыночной цены было совершено менее 10 сделок или сделки вообще отсутствовали, то как средневзвешенная цена по последним десяти сделкам в течение последних 90 торговых дней;
- если в течение последних 90 дней через организатора торговли было совершено менее 10 сделок, то рыночная цена не рассчитывается;
- если на дату определения рыночной цены организатором торговли рыночная цена не рассчитывается, то в качестве таковой при-

¹ По российскому законодательству, если не оплачен уставный капитал, общество не может принимать никаких хозяйственных решений, не связанных с его учреждением.

знается последняя по времени рыночная цена, установленная в течение 90 торговых дней¹.

Следует, однако, иметь в виду, что эмиссионная цена не обязательно равна рыночной, определенной в соответствии с указанным порядком. Она должна быть близка к ней в пределах колебаний, наблюдавшихся в соответствующем периоде.

Для акций, не котируемых организатором торговли, требуется оценка независимого оценщика.

Между номиналом и эмиссионной ценой много общего. И не только по смыслу, поскольку и та и другая — это цена первой покупки акции. Гораздо важнее их общность с точки зрения оплаты. И номинал, и эмиссионная цена могут оплачиваться деньгами, ценными бумагами, вещами, имущественными правами, иными правами, имеющими денежную оценку.

Если осуществляется денежная оплата акций при учреждении общества, допускается отсрочка платежа. В частности, 50% стоимости должно быть оплачено в течение трех месяцев с момента государственной регистрации общества. Остальные 50% — в течение года с момента регистрации общества, если иное не предусмотрено договором о создании общества. Во всех остальных случаях отсрочка не предусмотрена.

При оплате акций неденежными средствами в случае учреждения общества денежная оценка производится по соглашению между учредителями, при оплате дополнительных акций — советом директоров. Для определения рыночной стоимости имущества, вносимого в оплату акций, требуется в таком случае привлекать независимого оценщика. Величина денежной оценки имущества, произведенной учредителями и советом директоров, не может быть выше величины оценки, произведенной этим оценщиком.

В-третьих, *балансовая (книжная) стоимость*. По сути, это бухгалтерское подтверждение того имущества, которое приходится на одну акцию. Соответственно она определяется путем деления стоимости чистых активов акционерного общества по балансу на количество размещенных акций. Поэтому ее часто называют расчетной стоимостью.

¹ См.: Постановление ФКЦБ России от 23.12.2003 № 03-52/пс «Порядок расчета рыночной цены эмиссионных ценных бумаг и инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, допущенных к обращению через организаторов торговли». В иных случаях рыночная цена эмиссионных ценных бумаг определяется в порядке, установленном соответствующими документами.

Это один из важнейших факторов, влияющих на рыночную цену акций. Рост балансовой стоимости непременно вызовет рост рыночной цены, поскольку свидетельствует о позитивных процессах в хозяйственной деятельности акционерного общества. Например, о том, что общество рентабельно, имеет внутренние генерируемые источники финансовых ресурсов, использует их для накопления. Однако в российской действительности показатель балансовой стоимости акции не совсем корректен. Это связано с тем, что в 90-е гг. XX в. имущество акционерных обществ подвергалось неоднократной переоценке в связи с процессами инфляции. Причем переоценка производилась путем простого умножения балансовой стоимости имущества на соответствующие коэффициенты, доводимые до акционерных обществ в централизованном порядке. В результате балансовая стоимость имущества многократно возросла при одновременном физическом и моральном износе. И фактически она не соответствует никаким рыночным реалиям.

Начиная с 1997 г. был предложен к использованию иной метод переоценки — по реальным рыночным ценам. В связи с этим появился более корректный показатель — *ликвидационная стоимость акций*¹. Она определяется по той же методике, но стоимость активов акционерного общества оценивается не по балансу, а по реальным рыночным ценам на какой-либо момент времени. При этом не следует думать, будто именно эту стоимость может получить акционер в случае ликвидации акционерного общества.

Но наиболее важной характеристикой акции остается ее *курсовая цена, или курс*, — та цена, по которой акция может быть продана на рынке. По сути ее следует осмысливать как цену предложения.

Существуют различные методы определения курса акции. Наиболее простой — *метод капитализации дивиденда*. Он предполагает сравнение дивиденда, выплачиваемого по акции, с доходностью по альтернативным вариантам вложения капитала. В качестве таковых принимаются наиболее распространенные и наименее рискованные вложения, например, в банк и в государственные ценные бумаги. Доходность по этим вложениям считается безрисковой.

Тогда курс акции можно определить следующим образом:

$$KA = (Div/I_e) \times 100,$$

¹ Название показателя связано с тем, что в данном случае моделируется ситуация ликвидации АО и определяется, за какую сумму может быть продано имущество.

где KA — курс акции, Div — дивиденд по акции в денежном выражении, I_6 — ставка безрисковой доходности.

В принципе, данный метод можно рассматривать как условный, он применим для неразвитого рынка ценных бумаг. Во-первых, потому, что предполагает сравнение видов дохода, которые сопоставлять не совсем корректно — хотя бы в силу их различий применительно к риску неполучения дохода. Во-вторых, и дивиденд, и ставка безрисковой доходности не имеют однозначного выражения, что также затрудняет их сравнение.

Более корректным представляется другой метод. Он предполагает сравнение дивиденда по акции *со средней доходностью по рынку акций*. В свою очередь, та определяется как соотношение суммы дивидендов по акциям, обращающимся на организованном рынке, и суммы их курсов:

$$d = (\sum Div / \sum KA) \times 100\%,$$

где d — средняя доходность по рынку акций.

По сути, это средняя норма дивиденда.

Тогда курс акции может быть определен следующим образом:

$$KA = (Div/d) \times 100.$$

Данный метод вполне применим для развитого рынка акций, поскольку основан на сравнении однотипных видов дохода, а в качестве неопределенной имеет только величину дивиденда. Более того, данный метод позволяет сравнить фактический курс акции со среднерыночным курсом. Для этого можно использовать преобразованную формулу:

$$Div/KA \times 100 = d.$$

В сущности, это сравнение двух видов рентабельности — покупки акции и среднерыночной рентабельности. Правда, данное равенство на рынке скорее исключение, чем правило. Чаще встречаются иные соотношения:

$$Div/KA \times 100 > d \quad \text{или} \quad Div/KA \times 100 < d.$$

В первом случае рентабельность покупки акции выше среднерыночной. Это дает основание считать, что при прочих равных условиях курс ее занижен. Вполне возможно, что далее он будет расти. Следовательно, есть повод присмотреться к такой акции. Во втором случае ситуация обратная. Рентабельность покупки акции ниже среднерыночной, и можно говорить о том, что ее курс завышен. То есть на рынке есть более выгодные варианты вложения капитала¹.

¹ Основным прочим условием в данном случае следует считать фактор риска. Как правило, равным он бывает крайне редко, поэтому приводимые выводы следует рассматривать исключительно как предварительные.

В литературе, посвященной курсу акции, предусматривается возможность его определения исходя из чистой прибыли в расчете на акцию. В данном случае эта прибыль оценивается как потенциальный дивиденд и база будущего дивиденда. Такой способ называют *методом капитализации прибыли в расчете на акцию*. Соответственно курс акции рассчитывается по формуле:

$$KA = E \times p/e,$$

где E — показатель удельной прибыли для данного акционерного общества, p/e — средний по рынку акций коэффициент «курс/прибыль», рассматриваемый в качестве перевернутого аналога такого показателя, как средняя норма дивиденда.

С учетом дивиденда и курса определяют доходность вложений капитала в акцию. В частности, *простую (текущую) доходность*:

$$I_{\text{пр}} = (Div/KA) \times 100\%,$$

где $I_{\text{пр}}$ — простая доходность.

Однако более точно все варианты прироста (убытка) капитала отражает показатель *полной доходности* акции:

$$I_{\text{п}} = [Div + (KA_1 - KA_0)]/KA_0 \times 100\%,$$

где $I_{\text{п}}$ — полная доходность акции, KA_0 — цена приобретения или цена на начало какого-то периода, KA_0 — цена перепродажи или цена на конец какого-то периода.

Выражение $(KA_1 - KA_0)$ называют бумажным доходом или бумажным убытком, поскольку эта величина чаще всего учитывается, но не реализуется. Реализовать ее можно только один раз, когда акция продается. При этом теряется право на получение дивиденда. Однако следует иметь в виду, что именно эта разница интересует тех, кто занимается спекулятивной игрой на фондовой бирже. В связи с этим можно определить *операционную доходность*:

$$I_{\text{оп}} = [(KA_1 - KA_0)/KA_0] \times 100\%,$$

где $I_{\text{оп}}$ — операционная доходность.

Ее определяют и в том случае, если акция продается до получения по ней дивидендов.

Следует также различать полную доходность инвестора, владеющего акцией продолжительный период времени, и полную доходность краткосрочной операции с акцией:

$$I_{\text{п}}^n = [\sum Div + (KA_1 - KA_0)]/(T \times KA_0) \times 100\%,$$

$$I_k = [Div + (KA_1 - KA_0)]/KA_0 \times 365/t \times 100\%,$$

где I_n^n — полная доходность за n лет в расчете на год, T — число лет владения акцией, t — количество дней владения акцией.

При определении доходности акции следует помнить о том, что акционер получает дивиденды за вычетом налога по соответствующим ставкам. Поэтому каждая из приведенных выше формул доходности может быть уточнена с учетом налогообложения.

Лекция 8

ЦЕННЫЕ БУМАГИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Вопросы темы

- 8.1. Вексель как ценная бумага.
- 8.2. Банковские сертификаты.
- 8.3. Чеки и чековый оборот.

8.1. Вексель как ценная бумага

Инструменты денежного рынка, как уже указывалось в первой лекции, имеют период обращения не более года. Соответственно, краткосрочные ценные бумаги относятся именно к этой группе финансовых обязательств. Особое место среди них занимает *вексель*. Его роль на финансовом рынке двойка: это и долговая ценная бумага, и инструмент хозяйственных расчетов и платежей (*девиз*).

Порядок выпуска и обращения векселей в Российской Федерации регламентируется Гражданским кодексом, Федеральным законом «О переводном и простом векселе», Постановлением ЦИК и СНК¹ СССР, в основе которого лежит Вексельный закон, принятый Женевской вексельной конвенцией 1930 г., а также документами Центрального банка.

Ни в одном из перечисленных актов нет однозначного понятия векселя. Так, согласно Женевской конвенции вексель — это любой документ, составленный с соблюдением формы, установленной этой конвенцией. Поэтому в качестве определения векселя можно принять следующее.

Вексель — это разновидность письменного долгового обязательства, составленного в строго определенной форме, дающего безусловное право требовать уплаты обозначенной в нем суммы по истечении оговоренного срока.

¹ ЦИК — Центральный Исполнительный Комитет, СНК — Совет Народных Комиссаров.

Вексель как письменное долговое обязательство — это:

- строго формализованный документ;
- безусловное обязательство, т. е. приказ по оплате и обязательство оплатить не ограничиваются никакими условиями;
- абстрактное обязательство, в его тексте не допускаются никакие ссылки на основание выдачи.

Предметом вексельного обязательства при этом могут быть только деньги.

Лицо, которое выписало вексель, называется *векселедателем*, а тот, у кого он находится, — *векселедержателем*. Именно он и может предъявить вексель к платежу. В зависимости от субъекта, производящего выплату вексельной суммы, различают простой и переводной вексель. *Простой, или соло-вексель*, — это обязательство должника (векселедателя) уплатить определенную сумму в определенный срок и в определенном месте кредитору (векселедержателю) или по его приказу (ордеру) иному лицу. Он выписывается в одном экземпляре и предполагает участие двух лиц: векселедателя, который сам обязуется произвести платеж, и векселедержателя, которому принадлежит право на получение платежа. Первый векселедержатель вправе передать право на получение платежа своему контрагенту по хозяйственным операциям в рамках коммерческого кредита. Более того, эта цепочка может быть продолжена, и тогда до истечения срока платежа вексель обращается на рынке в качестве разновидности кредитных денег, выполняя функцию средства платежа¹.

При этом обращение векселя, а значит, и уступка права требования по нему регламентируется законодательством о ценных бумагах, в частности, ордерных. Оно предусматривает два способа такой уступки. Во-первых, передача векселя в порядке *цессии*, т. е. двустороннего соглашения. Во-вторых, в порядке приказа. Это называется *индоссированием*. Передающий вексель и право требования по нему становится *индоссантом*, а получающий — *индоссатом*. Индоссанты, как и векселедатель, оказываются ответственными по векселю. Сама же передаточная надпись называется *индоссаментом* и проставляется на оборотной стороне векселя. Если на ней уже не осталось места, то передаточная надпись делается на аллонже. *Аллонж* представляет собой лист, который приклеивается к векселю для дальнейшего индоссирования.

¹ В связи с этим, по мнению автора, вексель может быть отнесен к разряду квазиденег.

Индоссамент может быть полным, когда в передаточной надписи указывается конкретный индоссат, и бланковым, не предусматривающим указание того, по чьему приказу необходимо совершить платеж. В этом случае вексель может обращаться как документ на предъявителя¹. Одновременно в банковской практике используется *ректа-вексель*, или *именной вексель*. Его индоссировать нельзя. На нем стоит отметка «не приказу», что делает его необращаемым.

Переводной вексель, или *третий*, представляет собой документ, содержащий приказ векселедателя (*трассанта*) плательщику (*трассату*) уплатить определенную сумму векселедержателю — ремитенту или иному лицу по его приказу. Следовательно, здесь в отношении изначально вступают три лица. Во-первых, векселедатель, переводящий платеж на трассата. Во-вторых, трассат, выступающий плательщиком по векселю. В-третьих, ремитент, имеющий право на получение платежа.

Переводной вексель выставляется в двух экземплярах. Первый, или *прима*, отправляется трассату, второй, или *секунда*, — ремитенту. При этом каждому из них присваивается порядковый номер. Секунда, как и простой вексель, может передаваться от одного векселедержателя другому. Его дальнейшее обращение аналогично тому, которое свойственно простому векселю.

На практике принято, чтобы должник-трассат письменно подтвердил согласие произвести платеж по векселю. Это подтверждение называется *акцептом* и проставляется на лицевой стороне векселя. В то же время акцептант не обязан принимать к платежу всю сумму. Для простого векселя акцепт не требуется.

В случае неакцепта или отказа от платежа вексель должен быть соответствующим образом опротестован.

Вексельный протест — это официально удостоверенное требование платежа и его получение. Для протеста неоплаченный вексель предъявляется в нотариальную контору на следующий день после наступления срока платежа. Пропуск этого дня делает протест невозможным. Нотариальная контора, в свою очередь, предъявляет требование о платеже или акцепте плательщику. Если после этого производится платеж, вексель возвращается плательщику с надписью о получении платежа. Если же на требование получен отказ, то составляется акт о протесте и на векселе делается соответствующая отметка.

¹ Следует иметь в виду, что вексель выписывается векселедателем исключительно как *именной документ*.

После протеста судебные органы вправе выдавать решения по искам, основанным на опротестованных векселях. В таком случае наступает ответственность всех обязанных по векселю, за исключением тех, кто сделал отметку «без оборота на меня». Векселедержатель может предъявить иск ко всем или к одному из них независимо от порядка подписей этих лиц на векселе. Это называется *правилом регресса*.

При выкупе опротестованного векселя на нем делается запись о полученной сумме, дате платежа и плательщике. Оплативший вексель обращается к следующему надписателю и, получив требуемую сумму, передает ему вексель. Каждый из оплативших может вычеркнуть в векселе как собственную подпись, так и подписи следующих за ним лиц, так как вновь становится кредитором векселедателя и всех тех, от кого вексель дошел до него.

За просрочку платежа взимается определенный процент, а за несвоевременность выплат — пеня. Векселедержатель имеет право требовать эти суммы со всех обязанных по векселю лиц. Поэтому чем позже произойдет выкуп опротестованного векселя, тем больше сумма требований по нему.

Период времени для осуществления судебного взыскания по векселю называется *вексельной давностью*. Он ограничен. В частности, для предъявления иска к акцепту переводного векселя установлен трехлетний срок давности, к векселедателю простого векселя — один год со дня протеста, для исковых требований индоссантов друг к другу и к векселедателю — шесть месяцев со дня, в который индоссант оплатил вексель, или со дня предъявления к нему иска.

Гарантией платежа по тратте и по простому векселю служит *аваль*, т. е. поручительство третьего лица за векселедателя или плательщика. Обычно это делает банк. Авалист и лицо, за которое он поручается, несут солидарную ответственность. Если векселедатель или плательщик не могут погасить долговое обязательство, вексельная сумма выплачивается поручителем.

Вексель предполагает следующие сроки платежа.

- *По предъявлению*. Платеж по такому векселю должен быть произведен при его предъявлении. В данном случае могут быть оговорены максимальные и минимальные сроки предъявления. Если же они не указаны, то считается, что вексель должен быть предъявлен к платежу в течение года со дня выставления. При просрочке установленного периода теряется право требовать совершения платежа, однако векселедатель может установить, что

вексель предъявляется к платежу не ранее определенной даты. В этом случае срок отсчитывается начиная с этой даты. В таком векселе могут быть указаны проценты.

- *Во столько-то времени от предъявления.* Днем предъявления считается дата отметки плательщика на векселе о согласии на платеж или дата протеста. Если иное не оговорено, то срок, отсчитываемый от даты составления до платежа, не должен превышать одного года. В данном векселе также могут быть указаны проценты на вексельную сумму.
- *Во столько-то времени от составления.* Отсчет времени по такому векселю начинается со дня, следующего за датой составления, а срок платежа считается наступившим в последний указанный день. Если срок платежа определен месяцами, он наступает в то число последнего месяца, которое соответствует дате написания векселя. Если такого числа нет, то в последний день этого месяца. При назначении платежа на начало, середину, конец месяца под сроком понимается первое, пятнадцатое и последнее число месяца.
- *На определенный день.* В данном случае в векселе указывается конкретная дата платежа.

Если какой-либо срок не указан, то вексель считается с платежом по предъявлении. При совпадении срока с нерабочим днем платеж производится в первый следующий рабочий день.

Вексель может обслуживать как товарные сделки, так и чисто финансовые операции. В связи с этим различают *товарные и финансовые векселя*.

Товарный основан на сделке купли-продажи товара. С его помощью оформляется коммерческий кредит, предоставляемый функционирующими предпринимателями друг другу, минуя банк. Вексельное оформление кредита имеет следующие преимущества перед кредитным договором.

1. Вексель мобилен. Обычно кредитор не может досрочно получить сумму займа. А вексель, будучи ценной бумагой, может быть продан, заложен или учтен в банке.
2. Вексель абстрактен и выступает инструментом взаимозачетов задолженности хозяйственных субъектов друг перед другом.
3. Вексель предполагает бесспорное взыскание долга. Данные векселя обеспечиваются денежными средствами, полученными от продажи товаров, приобретенных с их помощью. Часто их называют покупательскими, или покрытыми, векселями.

Финансовый вексель отражает отношения займа денежных средств векселедателем у векселедержателя под определенные проценты. Его разновидности — банковский, дружеский и бронзовый векселя.

Банковский вексель удостоверяет, что в банк внесен депозит в указанной сумме. Банк обязуется оплатить ее при предъявлении векселя с процентами. В данном случае вексель исполняет роль банковского сертификата. Но есть и другие схемы, связанные с вексельным кредитом. В частности, так называемый векселедательский кредит. Он предполагает, что клиент банка выдает свои векселя, которыми рассчитывается за товары и услуги. Получатели векселей предоставляют их в свои банки, которые пересылают их в банк векселедателя для погашения за счет открытого ему кредита. В случае *акцептного* кредита векселедатель выставляет банку векселя, которые тот заранее акцептует. По предъявлении таких векселей они оплачиваются либо за счет покрытия, предоставленного векселедателем, либо за счет открытого ему кредита. Кроме этого, банк в рамках кредита может выдать клиенту простые векселя на его имя. В данном случае не происходит реального движения денежных ресурсов, что весьма удобно для банка.

Банки могут осуществлять *учет векселей*. Под ним понимается передача таковых банку до наступления срока платежа и получение вексельной суммы за вычетом учетного процента — *дисконта*. Он рассчитывается по формуле:

$$Dis = S \times t \times d / (100 \times 360),$$

где Dis — сумма дисконта, S — вексельная сумма, t — срок от даты учета векселя до даты платежа по нему, d — учетная ставка банка.

Эта ставка в свою очередь определяется следующим образом:

$$d = i / (1 + t \times i / 360),$$

где i — процентная ставка.

Тогда на руки векселедержатель получит сумму:

$$M = S - Dis = S[1 - (t \times d) / (360 \times 100)].$$

Дружеские векселя выдаются предпринимателями, безусловно доверяющими друг другу. При этом один из них (векселедатель), оказывая финансовую помощь другому (первому векселедержателю), выдает ему свой вексель для оплаты обязательств или учета в банке. При наступлении срока векселедатель осуществляет платеж, а сам получает расчет с первым векселедержателем по договоренности.

Существует и другая схема. Предприятие, испытывающее финансовые трудности, выписывает вексель, а дружественная ему фирма

акцептует его. Тогда предполагается, что векселедатель в дальнейшем изыщет средства для платежа. В качестве гарантии при этом векселедатель может выписать встречный вексель на ту же сумму.

Бронзовый вексель — это вексель, не имеющий реального обеспечения. Он выставляется и акцептуется несуществующими фирмами. Учитывая такой вексель в банке, получают доход. То есть вексель используется для мошенничества. Возможен и иной вариант: реальные фирмы обмениваются векселями и учитывают их в разных банках. Перед сроком платежа они вновь выписывают векселя друг на друга и вновь их учитывают, чтобы погасить старую ссуду¹.

Особую разновидность составляют *обеспечительские векселя*, выдаваемые для обеспечения исполнения обязательств по какой-либо другой сделке. Они не предназначены для оборота. Их разновидность — *задаточные векселя*, выдаваемые как задаток по сделке вместо денег.

Вексель используется как объект прямого, в случае покупки, так и косвенного, при получении в качестве оплаты, инвестирования. И в том, и в другом случае важно выяснить доходность векселя. Общая ее формула в рамках годового периода высчитывается следующим образом:

$$D_y = [(S - B + d - c)/(B + c)] \times 365/t \times 100\%,$$

где D_y — годовая доходность, S — цена погашения, B — цена покупки, d — доход, c — затраты по приобретению, t — период до погашения.

Для беспроцентных векселей и процентных векселей, реализованных до срока платежа, формула принимает вид:

$$D_y = [(S - B - c)/(B + c)] \times 365/t \times 100\%.$$

Для процентных векселей, которые держатся до срока платежа, соответственно:

$$D_y = [(M - B + d - c)/(B + c)] \times 365/t \times 100\%,$$

где M — вексельная сумма.

В то же время для инвесторов интерес представляет и цена приобретения векселя, обеспечивающая желаемую доходность вложений. Определить ее можно по формулам доходности. В частности, для беспроцентных и реализуемых до срока платежа процентных векселей:

$$B = S/[1 + (D_y \times t)/(100 \times 360)] - c.$$

¹ См. подробнее: *Фельдман А. А.* Вексельное обращение. Российская и международная практика: Учебное и справочное пособие. Изд. 2-е, испр. и доп. М.: ИНФРА-М, 1995.

Для процентных векселей, хранимых до срока платежа, соответственно:

$$B = (M + d) / [1 + (D_y \times t) / (100 \times 360)] - c.$$

Но следует иметь в виду, что данные расчеты справедливы применительно к тем векселям, по которым вероятность платежа достаточно велика. И неприменимы к зачитываемым за продукцию. Их цена определяется возможной ценой реализации.

8.2. Банковские сертификаты

Особый вид ценных бумаг денежного рынка составляют банковские сертификаты. Коммерческие банки осуществляют их выпуск для привлечения дополнительных денежных ресурсов. Поэтому данный вид деятельности относится к разряду пассивных операций банка, а сами сертификаты рассматриваются как управляемые пассивы.

Банковский сертификат — это срочный финансовый инструмент. Обычно банковские сертификаты выпускаются на срок от 30 дней до одного года. Конкретные сроки при этом могут быть 3, 6, 9 и 12 месяцев. Это важное достоинство сертификата в условиях инфляции¹.

В Российской Федерации обращение банковских сертификатов на финансовом рынке регламентируется ст. 844 Гражданского кодекса и Письмом Центрального банка «О депозитных и сберегательных сертификатах банков» № 14-3-20 от 10.02.92 с дополнениями и изменениями к нему, внесенными к нему Письмами ЦБ РФ от 18.12.92 № 23 и от 24.06.93 № 40. В Указаниях ЦБ РФ от 31.08.98 № 333-У и от 29.11.2000 № 857-У данный документ получил название Положения «О сберегательных и депозитных сертификатах кредитных организаций». В соответствии с ним **сертификат** — это ценная бумага, удостоверяющая сумму вклада, внесенного в кредитную организацию, и права вкладчика (держателя сертификата) на получение по истечении установленного срока суммы вклада и обусловленных процентов по нему.

Вкладчик при этом называется бенефициаром.

Указанным Положением предусмотрены два вида банковских сертификатов: депозитный и сберегательный. По смыслу *депозитный*

¹ В учебнике «Ценные бумаги» под редакцией В. И. Колесникова и В. С. Торкановского есть указание на то, что в зарубежной банковской практике встречаются сертификаты со сроками от 10 дней до 8 лет.

сертификат представляет собой обязательство банка по выплате размещенного у него депозита. Соответственно, *сберегательный сертификат* — это обязательство банка по выплате сберегательного вклада. Владельцами и того, и другого могут быть резиденты и нерезиденты в соответствии с действующим законодательством РФ и нормативными актами банка России. Одновременно установлено, что сертификаты выпускаются исключительно в валюте Российской Федерации и оплачиваются нерезидентами только с рублевых счетов.

Форма расчетов по купле-продаже депозитных сертификатов и выплат по ним может быть только безналичной. При этом банк осуществляет платеж против предъявления сертификата и заявления владельца с указанием счета, на который должны быть зачислены средства. По сберегательным сертификатам платеж может производиться как путем перевода денег на счет, так и наличными деньгами.

Как депозитные, так и сберегательные сертификаты относятся к ряду срочных ценных бумаг. Срок обращения депозитного сертификата ограничивается одним годом. По сберегательному сертификату он может превышать один год и ограничивается тремя годами¹. Определяется же этот период начиная от даты выдачи сертификата и до даты, когда его владелец получает право востребования. Если срок получения депозита или вклада истек, то сертификат становится документом до востребования. В этом случае банк обязан оплатить означенную в нем сумму по первому требованию бенефициара.

В то же время сертификаты бывают *отзывными* и *безотзывными*. Например, банк вправе предусмотреть возможность досрочного предъявления сертификата к оплате. Тогда владельцу выплачивается сумма сертификата и проценты по пониженной ставке, установленной при выдаче сертификата. Аналогичная ситуация возникает и при требовании владельцем сертификата возврата средств ранее установленного срока.

Сертификаты могут быть *именными* или *на предъявителя*. Уступка прав требования по именному сертификату, или *цессия*, оформляется двусторонним соглашением на оборотной стороне документа. Лицо, уступающее свои права, называется *цедентом*, а приобретающее — *цессионарием*. Цессия содержит в себе дату уступки требования, наименование (имя) цедента и цессионария, указание на факт уступки

¹ Следует заметить, что отмеченное выше Положение не содержит точного указания на срочность сертификатов. Однако редакция Письма ЦБ от 24.06.93 № 40 не отменена и позволяет выделять именно эти сроки.

одним лицом и приобретения другим права по сертификату, подписи сторон. По депозитному сертификату соглашение подписывается двумя лицами, уполномоченными на совершение таких сделок, и скрепляется печатью юридических лиц. Каждый договор об уступке нумеруется cedentом. По сберегательному сертификату соглашение подписывается обеими сторонами лично. При предъявлении сертификата к платежу банк проверяет непрерывность ряда договоров переуступки прав требования. По сертификату на предъявителя уступка прав требования осуществляется простым вручением без дополнительных записей.

Соответственно в обороте у сертификата может неоднократно, но в пределах срока, меняться владелец. Таким образом обходится запрет Центрального банка РФ на использование сертификатов в качестве расчетного и платежного средства за проданные товары или оказанные услуги.

Депозитные и сберегательные сертификаты могут выпускаться только в документарном виде, поскольку их оформление служит надлежащей формой заключения договора банковского вклада.

Бланк сертификата кроме обязательных реквизитов также должен содержать все условия выпуска, оплаты и обращения, включая условия и порядок уступки прав требования, восстановления прав по сертификату при его утрате. Если с сертификатом была осуществлена операция, не предусмотренная данными условиями, она считается недействительной.

Бланки сертификатов — документы строгой отчетности, они учитываются банком на отдельном внебалансовом счете и хранятся в денежных хранилищах или нескораемых сейфах. Их изготовление производится только полиграфическими предприятиями, имеющими лицензию Министерства финансов РФ на производство бланков ценных бумаг.

Банк, выпускающий сертификаты, должен утвердить условия их выпуска и обращения, три экземпляра которых необходимо в двухнедельный срок представить в территориальное учреждение Банка России (Главное управление, Национальный банк республики в составе РФ, Операционное управление-2 при Банке России) по месту нахождения корреспондентского счета банка.

Регистрация выпущенных сертификатов осуществляется банком одновременно с заполнением их бланка как запись в специальных корешках. Там указывается вид сертификата (депозитный или сберегательный), наименование банка-эмитента, сумма вклада цифрами, срок выдачи и возврата сертификата, получатель. После подписи бенефи-

циара или его уполномоченного лица корешок отделяется от сертификата и хранится в банке. Если корешок не предусмотрен, банк ведет регистрационный журнал, куда вносятся те же реквизиты, включая подписи получателей сертификата. В журнале также допустимо отражать и иные необходимые банку реквизиты.

Выпуск сертификатов может быть запрещен, признан недействительным с возвратом всех привлеченных средств вкладчикам или с требованием досрочной оплаты сертификатов в следующих случаях:

- условия выпуска сертификатов противоречат действующему законодательству, нормативным актам Банка России;
- банк своевременно не представил эти условия в регистрирующий орган;
- банк рекламирует выпуск сертификатов до регистрации условий выпуска;
- произошло существенное ухудшение финансового состояния кредитной организации;
- к кредитной организации применены санкции в виде ограничения, запрета на проведение операций по привлечению денежных средств во вклады.

Сертификаты могут выпускать только те банки, которые осуществляют банковскую деятельность не менее двух лет, публикуют свою годовую отчетность, подтвержденную аудиторской фирмой; соблюдают банковское законодательство, нормативные акты ЦБ РФ, включая директивные экономические нормативы; имеют резервный капитал не менее 15% от фактически оплаченного уставного и резервы на возможные потери по ссудам в соответствии с требованиями ЦБ РФ.

Основными преимуществами сертификатов перед обычными депозитами и вкладами можно считать:

- возможность составления документа на предъявителя;
- простой порядок уступки требований;
- невозможность изменения ставки процента в одностороннем порядке;
- более простой порядок обременения залогом и иными обязательствами;
- возможность досрочного платежа.

Однако есть и недостатки. В частности, нельзя частично снять или доложить суммы, выплата же процентов происходит только в конце срока обращения.

Поскольку банковские сертификаты относятся к ценным бумагам, следует говорить об их доходности для инвестора. Первое, что необходимо найти, — это размер абсолютного дохода. Для сертификатов со сроком займа до года он может быть определен двояко. Если в условиях выпуска установлена годовая процентная ставка, то применима следующая формула:

$$I_c = (i \times P_n \times m) / 12,$$

где I_c — абсолютный размер дохода за срок займа, i — годовая процентная ставка, P_n — номинальная цена, m — срок займа в месяцах, 12 — количество месяцев в году.

В случае, если сертификат размещен по дисконтной цене, а погашается по номинальной, используется другая формула:

$$I_c = P_n - P_{пр},$$

где $P_{пр}$ — цена приобретения сертификата.

Тогда отношение абсолютного дохода по сертификату к вложенным средствам (цене приобретения) характеризует его доходность за срок займа i_c :

$$i_c = I_c / P_{пр}$$

При этом для сертификата с фиксированной годовой ставкой вложенные средства (цена приобретения) равны размеру депозита или вклада (номинальной цене):

$$P_{пр} = P_n.$$

Соответственно, чтобы определить годовую доходность сертификата, необходимо произвести следующие расчеты. Для случая, когда в условиях выпуска указывается годовая процентная ставка:

$$i_c = (I_c \times 12) / (P_n \times m),$$

где i_c — годовая доходность вложений в сертификат.

Нетрудно заметить, что в данном случае годовая доходность будет равна годовой процентной ставке, зафиксированной в сертификате. Поэтому в принципе ее можно не определять. Иное дело в случае дисконтного сертификата. Здесь расчет таков:

$$i_c = (I_c \times 12) / (P_{пр} \times m).$$

Если сертификат выпускается на срок более года, то к сумме основного долга прибавляются проценты, так как банк не производит ежегодных платежей по сертификату. Поэтому владельцы такого сертификата при погашении получают сумму наращенной стоимости — S . Для ее определения используется формула сложных процентов:

$$S = P_{\text{н}}(1 + i)^n.$$

Соответственно абсолютная величина дохода может быть определена как разница между наращенной стоимостью и первоначальной суммой вклада:

$$I_c = S - P_{\text{н}} = P_{\text{н}}(1 + i_c)^n - P_{\text{н}} = P_{\text{н}}[(1 + i_c) - 1].$$

Доходность же вложений в сертификат вычисляется по формуле:

$$i_c = P_{\text{н}}[(1 + i_c) - 1] / P_{\text{н}} = [(1 + i_c) - 1].$$

Как известно, данное выражение характеризует ставку сложного процента. Поэтому доходность вложений в сертификат со сроком более года может быть рассчитана иным способом, без предварительного определения абсолютного размера дохода. В частности, по формуле:

$$i_c = \sqrt[n]{S/P_{\text{н}}} - 1.$$

Столь же важно произвести расчет рыночной цены сертификата. Логика здесь такова. При продаже сертификата на вторичном рынке ценных бумаг его цена определяется по принципу равенства доходов. Следовательно, инвестор, покупающий сертификат, должен получить такой же доход, что и по другим долговым обязательствам той срочности, которая осталась до погашения покупаемого сертификата. При погашении сертификата появится наращенная стоимость. В данном случае это сумма вклада (номинальная цена) и начисленных процентов (абсолютного дохода):

$$S = P_{\text{н}} + I_c.$$

Расходы инвестора определяются рыночной ценой покупки. Значит, конечный доход равен разности между наращенной стоимостью и этой ценой:

$$I_{\text{чиск}} = S - P_r = (P_{\text{н}} + I_c) - P_r,$$

где $I_{\text{чиск}}$ — доход покупателя, P_r — рыночная цена.

Предположим, что с момента сделки купли-продажи до погашения покупаемого сертификата осталось m_1 месяцев, а по долговым обязательствам с такой срочностью сложилась ставка i_r . Если инвестор вложит свой капитал в эти обязательства, то его доход составит:

$$I_{\text{чиск}} = (i_r \times P_r \times m_1) / 12.$$

Приравнявая доходы от первого и второго вариантов вложения капитала, получим выражение:

$$S - P_r = (i_r \times P_r \times m_1) / 12.$$

Отсюда можно определить рыночную цену:

$$P_r = S / (1 + i_r \times m_1 / 12).$$

Данные расчеты позволяют сделать вывод, что рыночная цена находится в обратной зависимости от текущей рыночной ставки и срока, оставшегося до платежа по сертификату. Чем больше эти величины, тем меньше цена сертификата, и наоборот.

Если же рассмотреть позицию продавца сертификата, можно выявить интересную закономерность. Его расходы равны цене приобретения сертификата, т. е. номинальной стоимости, а доходы представляют собой разность между ценой сделки и этими расходами:

$$I_c^{np} = P_r - P_{\text{н}}$$

где I_c^{np} — доход продавца.

Тогда можно записать равенство:

$$I_c^{\text{пож}} + I_c^{np} = (S - P_r) + (P_r - P_{\text{н}}) = S - P_{\text{н}} = I_c.$$

То есть сумма доходов участников сделки купли-продажи сертификата равна общим процентным выплатам по нему.

8.3. Чеки и чековый оборот

Один из распространенных финансовых инструментов денежного сектора рынка ценных бумаг — *чеки*. Как правило, они выступают в качестве платежного средства. По своей сути чек — это переводной вексель, плательщиком по которому выступает банк. В частности, механизм использования чека, некоторые элементы, отражающие его содержание и характеризующие движение, близки именно к векселю. Не случайно основным международным документом по чековому обращению служит Единообразный чековый закон, выступающий как приложение к Женевским вексельным конвенциям¹.

Однако чек все же отождествить с векселем нельзя, поскольку это особый финансовый инструмент, отдельный вид ценной бумаги.

Обращение чеков в Российской Федерации регламентируется Гражданским кодексом (ст. 877–885) и Положением о чеках, утвержденным Постановлением Верховного Совета РФ № 2349-1 от 13.02.92. В соответствии с этими документами можно выделить два подхода к определению чека применительно к российской практике.

¹ Англо-американское законодательство вообще позволяет трактовать чек как переводной вексель (тратту).

В Гражданском кодексе чек рассматривается как ценная бумага, содержащая ничем не обусловленное распоряжение чекодателя банку произвести платеж указанной суммы чекодержателю.

Согласно Положению Верховного Совета чек — это документ установленной формы, содержащий письменное поручение чекодателя плательщику произвести платеж чекодержателю указанной в нем денежной суммы. Оба подхода кардинально не отличаются друг от друга, чек трактуется равным образом в качестве платежного документа. Расхождение просматривается в том, как трактуется форма этого документа.

По Гражданскому кодексу чек относится к ценным бумагам, а по Положению — нет. Однако указание на установленную форму чека как документа полностью соответствует определению ценной бумаги, данному в кодексе. И хотя принципиальных различий в трактовках не существует, более точным и корректным представляется определение, данное именно в Гражданском кодексе. Более того, оно распространяет на чек действие конкретного законодательства Российской Федерации по ценным бумагам, тогда как Положение ограничивается указанием на некие расплывчатые акты законодательства РФ и правила международного договора.

В чековом обороте участвуют три субъекта:

- чекодатель;
- чекодержатель;
- плательщик.

Чекодатель — это лицо, выписавшее чек. В свою очередь, *чекодержатель* — лицо, являющееся владельцем выписанного чека. А плательщиком выступает банк или иное кредитное учреждение, имеющее лицензию на совершение банковских операций и производящее платеж по предъявленному чеку.

Чеки могут быть именные, предъявительские и ордерные.

Именной чек выписывается на определенное лицо с оговоркой «не приказу». Это серьезное отличие от иных именных ценных бумаг, поскольку означает невозможность его передачи другому лицу¹. Следовательно, именной чек можно рассматривать как не подлежащий обращению. В России все чеки для получения денег относятся к этому типу.

¹ Следует отметить, что российское законодательство допускает передачу именного чека в случае обращения взыскания на имущество чекодержателя.

Предъявительский чек обязательно имеет надпись «предъявителю». Он обращается путем простого вручения, а в определенных случаях и посредством индоссамента. Но, даже если на нем делается передаточная надпись, чек не становится именным или ордерным.

Если чек выписывается с оговоркой «приказу», это *ордерный чек*. Его держатель может дать поручение получить платеж или совершать действия, необходимые для осуществления прав по чеку, другому лицу. Для этого делается надпись «валюта к получению», «на инкассо» или «как доверенному». Обращение ордерного чека осуществляется по индоссаменту¹. Он должен быть написан на обороте чека или на присоединенном к нему листе и подписан индоссантом с указанием даты совершения надписи. При этом передаточная надпись ничем не обуславливается, а всякое ограничивающее условие считается ненаписанным. Индоссамент на часть суммы, указанной в чеке, недействителен.

Индоссамент бывает именовым, если в нем указывается чекодержатель, и бланковым, если данное лицо не указывается. Силу бланкового имеет и индоссамент на предъявителя. Владелец чека с таким индоссаментом может совершать следующие действия:

- превратить бланковую надпись в именную, указав в ней свое имя или имя другого лица;
- передать чек посредством нового бланкового индоссамента или простым вручением.

Существуют особенности обращения по индоссаменту, отличающие чек от векселя.

1. Индоссамент на плательщика имеет лишь силу расписки за получение платежа.
2. Если индоссамент совершен самим плательщиком, он недействителен.
3. Именной индоссамент, содержащий оговорку «не приказу», означает, что чек дальнейшей передаче не подлежит.

В любом случае законное владение чеком, полученным по индоссаменту, основывается на непрерывном ряде индоссаментов, даже если последний бланковый. Зачеркнутые индоссаменты при этом рассматриваются как ненаписанные.

¹ В Гражданском кодексе чек, обращающийся по индоссаменту, рассматривается как переводной (в частности, см. ст. 880).

Чек подлежит оплате по предъявлении его плательщику в установленный срок. В Российской Федерации они таковы:

- 10 дней, если чек выписан на ее территории;
- 20 дней, если выписан на территории стран СНГ;
- 70 дней, если выписан на территории любой другой страны.

При этом отзыв чека до истечения срока его предъявления не допускается. Такое возможно только по истечении срока.

Плательщик обязан удостовериться в подлинности чека, в том, что его предъявитель — уполномоченное лицо, а в случае индоссированного чека проверить правильность индоссаментов. При оплате он может потребовать передать ему чек с распиской в получении платежа. Плательщик не вправе отказать оплачивать чек в случаях реорганизации юридического лица — чекодателя, а также смерти или недееспособности чекодателя — физического лица, если эти случаи наступили после выписки чека. Такое право у него возникает только в случае, если стало известно о ликвидации юридического лица, выписавшего чек.

Если произошла оплата подложного, похищенного или утраченного чека, то возникшие вследствие этого убытки перекладываются на плательщика или чекодателя в зависимости от того, по чьей вине они были причинены.

Платеж по чеку может быть гарантирован полностью или частично посредством *авалья*, причем гарантия платежа обеспечивается любым лицом, за исключением плательщика. Аваль проставляется на лицевой стороне чека или на дополнительном листе в виде надписи «считать за аваль» и указания, за кого он выдан. Если такого упоминания нет, считается, что аваль дан за чекодателя. Аваль подписывается авалистом с указанием места жительства или нахождения юридического лица и даты совершения записи. Обязательство авалиста действительно даже в том случае, если обязательство, которое он гарантировал, окажется недействительным, кроме случая несоблюдения формы.

Оплата чека осуществляется за счет средств чекодателя. При этом обязанными по чеку оказываются сам чекодатель, поскольку выдача чека не погашает денежного обязательства, авалисты и все индоссанты, за исключением такого варианта, когда индоссамент сделан с оговоркой «без оборота на меня». Плательщик не признается обязанным, он только отвечает перед чекодателем.

Платеж по чеку может получить и банк чекодержателя. Это называется *инкассированием чека*. Зачисление средств по инкассированному чеку на счет чекодержателя производится после получения платежа от плательщика.

Отказ от оплаты чека удостоверяется такими способами, как:

- совершение протеста нотариусом;
- отметка плательщика об отказе в оплате, сделанная на чеке с указанием даты его предоставления к платежу;
- отметка инкассирующего банка с указанием даты, подтверждающей, что чек своевременно выставлен и не оплачен.

Все эти действия должны быть совершены до истечения срока предъявления чека. Если же чек предъявляется в последний день срока, указанные процедуры могут быть совершены на следующий рабочий день. Факт неоплаты доводится чекодержателем до своего индоссанта и чекодателя в течение двух рабочих дней, следующих за той датой, когда была проведена процедура его удостоверения. Далее каждый индоссант в течение того же срока, но после получения им извещения о неоплате, доводит сведения до своего индоссанта. Кроме того, эта информация в аналогичные сроки направляется авалисту.

Чекодержатель может предъявить иск к одному из указанных лиц, к нескольким из них или ко всем сразу по своему выбору. Исковый срок при этом составляет шесть месяцев. Лицо, которое оплатило чек, вправе требовать, чтобы тот был ему передан, и вправе предъявить иск к другим обязанным лицам. Срок для погашения этих регрессных требований также составляет шесть месяцев. Важно здесь то, что чекодержатель и лицо, оплатившее чек, могут потребовать от иных обязанных лиц не только суммы чека, но и оплаты издержек, а также процентов в соответствии с учетной ставкой банковского процента. По истечении же трех лет со дня отказа плательщика оплатить чек прекращаются все права требования по нему.

Существует несколько разновидностей чеков. Прежде всего, выделяют денежные и расчетные чеки. *Денежные чеки* применяются для выплаты чекодержателю наличных денег в банке. *Расчетные чеки* предназначены для безналичных расчетов. Их оплата в наличной форме запрещена. Чтобы чек считался расчетным, достаточно чекодателю или любому держателю сделать на лицевой стороне надпись «расчетный». Зачеркивание этой надписи считается недействительным. В свою очередь, расчетные чеки могут быть непокрытыми и покрытыми. *Непокрытые расчетные чеки* — это те, платежи по которым гарантирует банк. Гарантия дается чекодателю и означает, что при отсутствии средств на его счете банк оплатит чеки за свой счет. *Покрытые расчетные чеки* предполагают предварительное депонирование средств чекодателя на отдельном банковском счете. Если же покрытия нет,

а сам чекодатель не имеет в банке кредитной линии, это *безвалютные чеки*.

Особое место в чековом обороте занимают *кроссированные чеки*. Они перечеркнуты двумя параллельными линиями на лицевой стороне. При этом допускается только одно кроссирование, а его зачеркивание считается недействительным. Кроссирование может быть общим и специальным. *Общее* предполагает, что между линиями нет никакого обозначения или имеется пометка «банк». Чек с таким кроссированием может быть оплачен плательщиком только банку или банком своему клиенту. В случае *специального кроссирования* между линиями указывается конкретный банк. Соответственно предъявить его можно только этому банку.

Общее кроссирование может быть превращено в специальное при вписывании между линиями наименования плательщика. Обратная операция не предусматривается.

Еще одна разновидность — *кредитные чеки*. Они выдаются под сумму кредита, предоставленного плательщиком чекодателью. Наконец, существуют *комиссионные чеки*, которые выписываются чекодателью от собственного имени, но с дебетованием счета третьего лица — должника чекодателя.

Лекция 9

РИСК И ПЕРСПЕКТИВЫ ВЛОЖЕНИЙ В ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Вопросы темы

- 9.1. Понятие и виды риска на рынке ценных бумаг.
- 9.2. Оценка вложений в ценную бумагу с учетом риска.
- 9.3. Выбор варианта вложений в ценные бумаги.
- 9.4. Портфель ценных бумаг.

9.1. Понятие и виды риска на рынке ценных бумаг

Важнейшая составляющая процесса инвестирования, в том числе на рынке ценных бумаг, — фактор риска. При этом вложение капитала в ценные бумаги традиционно считается одним из наиболее рискованных. Учет данного обстоятельства обязателен при принятии инвестором любого решения.

В отечественной обществоведческой литературе отсутствует однозначная трактовка понятия «риск». Чаще всего под ним подразумевается несколько взаимосвязанных, но не идентичных явлений. Во-первых, возможность отклонения от предполагаемой цели, ради которой принималось решение¹. Во-вторых, действия, предполагающие выбор, после которых можно оказаться в худших условиях, чем до сделанного выбора². В-третьих, действия, направленные на устранение неопределенности результата в ситуации выбора³.

В любом случае подчеркивается, что достижение предполагаемого результата и отклонение от него можно количественно и качественно

¹ Примерно такой подход см.: Грабовый П. Г., Петрова С. Н., Полтавцев С. И. и др. Риски в современном бизнесе. М.: Изд-во «Аланс», 1994.

² См., например: Чалый-Прилуцкий В. А. Рынок и риск. М.: Центр СИНТЕК, 1994.

³ Азгин А. И. Риск и его роль в общественной жизни. М.: Мысль, 1989.

оценить. Тем самым риск отграничивается от ситуации неопределенности и увязывается с вероятностью того или иного результата.

Такая общность точек зрения позволяет в рамках данного курса использовать одно из наиболее подходящих определений.

Риск в общем смысле — это вероятность наступления какого-либо неблагоприятного события, связанного с материальными и финансовыми потерями.

Причем это событие, которое может состояться, а может и не состояться. Поэтому с риском связывают три экономических результата.

1. *Положительный*. Он означает выигрыш, выгоду, прибыль.
2. *Отрицательный*. Это проигрыш, ущерб, убыток, потери.
3. *Нулевой*, означающий отсутствие как выгоды, так и потерь.

Риск как экономическая категория подвержен классификации. Под ней понимается распределение рисков на однородные группы по тем или иным признакам и на основе каких-либо целей. По возможному результату рискованного события выделяют две группы.

1. *Чистые риски*. К ним относятся те, которые связаны с возможностью отрицательного или нулевого результата. Чистые риски, как правило, касаются хозяйственной деятельности, в том числе осуществления в ее процессе финансовых операций. В данном курсе лекций они не рассматриваются.
2. *Спекулятивные риски*. Они выражают возможность получения как положительного, так и отрицательного результата. Именно к этой группе относятся риски, связанные с ценными бумагами.

Инвестор, вкладывающий деньги, всегда надеется вернуть свой капитал и получить по нему доход. Поэтому спектр неблагоприятных событий на рынке ценных бумаг можно представить следующим образом:

- полная потеря вложенного капитала;
- потеря части инвестированного капитала;
- обесценивание вложенного капитала при сохранении его номинальной величины;
- невыплата всего ожидаемого дохода;
- невыплата части ожидаемого дохода;
- задержка в выплате дохода.

Ценные бумаги, которые обеспечивают фиксированный доход за короткий период времени, считаются *относительно безрисковыми*. Те же бумаги, доходность по которым значительно колеблется во времени, рассматриваются как бумаги с определенной долей риска.

На рынке ценных бумаг выделяются две большие группы рисков, составляющие совокупный риск вложений капитала: *систематические* и *несистематические*.

Систематические обусловлены общерыночными обстоятельствами, поэтому часто их называют *рыночным риском*. Важнейшие из них таковы.

- *Риск изменения процентной ставки по кредитным ресурсам.* Он обусловлен обратной зависимостью между этой ставкой и рыночными курсами ценных бумаг. У этого вида риска два проявления: косвенные потери, или упущенная выгода, и прямые потери капитала. Возможность косвенного финансового ущерба существует для среднесрочных и долгосрочных вложений в долговые ценные бумаги с фиксированной ставкой при увеличении рыночной ставки. Прямые потери капитала возникают при попытке продать ценные бумаги, особенно облигации, и при неблагоприятном изменении процентной ставки на кредитном рынке в целом. Обусловлено это тем, что продать их в таком случае по номиналу вряд ли удастся, поскольку рыночный курс будет определяться новым соотношением «цена/прибыль». И при увеличении процентной ставки на тот же номинал курс ценной бумаги понизится.
- *Риск общерыночного падения курсов ценных бумаг.* Причиной такого падения становятся события экономического, социального, политического характера. В результате начинается снижение курсов ценных бумаг в целом по рынку. В первую очередь это касается акций. Так называемый бумажный доход по ним начинает гаять, вплоть до его превращения в бумажный убыток. В итоге снижается полная доходность акций, складывается даже отрицательная величина. Если же акции продавать в этих условиях, можно потерять капитал. Сказанное легко представить, если в формуле полной доходности акции ($I_n = [Div + (KA_1 - KA_0)] / KA_0 \times 100\%$) допустить следующие изменения: текущий курс продажи снижается относительно первоначального, текущий курс продажи акции стал равным курсу покупки, текущий курс продажи становится меньше курса покупки.
- *Риск инфляции.* Его основное проявление — это обесценивание как самих вложений в ценные бумаги, так и доходов по ним. Как указывалось ранее, с помощью модели Фишера можно определить реальную процентную ставку:

$$i_p = (i_n - \Pi_r) / (1 + \Pi_r).$$

Зависимость такова, что чем выше инфляция, тем эта ставка ниже. При определенных обстоятельствах последняя окажется отрицательной (например, если инфляция превышает номинальную ставку). Кроме того, при инфляции растут ставки по кредитным ресурсам, а значит, усиливается первое проявление систематического риска.

Систематических рисков нельзя избежать, формируя портфель ценных бумаг, т. е. диверсифицируя капитал. Поэтому их считают *недиверсифицируемыми*.

Несистематические риски связаны с состоянием дел конкретных эмитентов ценных бумаг, а потому используется термин *собственный*, или *уникальный*, риск. К числу таковых относятся:

- *Отраслевой риск и риск предприятия*. Он обусловлен следующими обстоятельствами: истощение сырьевой базы, вхождение отрасли в структурный кризис, переключение спроса потребителей на товары-заменители, фаза спада жизненного цикла отраслевой продукции. Во всех этих случаях уменьшаются прибыли отраслевых эмитентов ценных бумаг. Но именно прибыль, до или после налогообложения, служит источником выплаты доходов по ценным бумагам. Как следствие, падает их доходность и начинают снижаться курсы.
- *Финансовый риск*. Здесь он понимается в узком смысле слова и обусловлен соотношением собственного и заемного капитала в активах эмитента. То есть по сути это риск финансовой устойчивости эмитента. Чем выше доля заемного капитала сверх нормативов, тем меньше возможность платить дивиденды, а также проценты и суммы основного долга кредиторам не первой очереди¹.
- *Риск ликвидности*. Это либо невозможность продать ценные бумаги и вернуть вложенный капитал, либо потери капитала при такой продаже.

Риски данной группы можно сгладить, уменьшить и вообще минимизировать, формируя портфель ценных бумаг и меняя его структуру. Соответственно, их называют *диверсифицируемыми*. Однако при этом не устраняется вероятность неправильного выбора ценных бумаг при формировании портфеля. Поэтому часто в литературе отдельно выделяется такой вид риска, как *селективный*.

Следовательно, любое вложение капитала в ценные бумаги сочетает в себе рыночный и уникальный риск. Для характеристики степени

¹ Однако не следует забывать и об эффекте финансового рычага.

такового используется специальный показатель — *бета-коэффициент* (β). Он отражает неустойчивость, изменчивость доходов по данному виду ценной бумаги относительно доходов по среднему, хорошо диверсифицированному портфелю или доходов по рынку в целом, или доходов по средней акции. Средняя акция — это акция, движение курса которой совпадает с общим движением рынка. Бета-коэффициент для нее равен единице. Существует следующая зависимость:

- если $\beta < 0$, риск инвестирования находится в отрицательной корреляции со среднерыночным риском;
- если $\beta = 0$, это безрисковое вложение капитала;
- если $\beta = 1$, риск вложений средний;
- если $\beta > 1$, риск высокий;
- если $\beta < 1$, риск низкий.

В общем смысле бета-коэффициент представляет собой показатель корреляции между доходом по ценной бумаге и доходом по рыночному портфелю:

$$\beta = k \times \sigma_n / \sigma_m,$$

где k — коэффициент корреляции между уровнем доходности по конкретному виду ценных бумаг и средним уровнем доходности таких ценных бумаг по рынку в целом, σ_n — стандартное отклонение доходности по конкретному виду ценных бумаг, σ_m — стандартное отклонение доходности по рынку ценных бумаг.

Систематические и несистематические риски составляют *портфель рисков* инвестирования в ценные бумаги. Он может быть сформирован с переменным результатом. Поэтому особое значение принимает классификация рисков по степени возможных потерь. Здесь выделяют приемлемый (минимальный), допустимый, критический и катастрофический риск.

Приемлемый означает потери, не превышающие размер минимальной расчетной прибыли.

Допустимый предполагает потери в размере расчетной прибыли. Его границы — от точки минимальной расчетной прибыли до точки безубыточности. Инвестор в данном случае убытков еще не имеет, хотя и прибыли у него уже нет.

Критический — это потери в размере расчетного дохода. Зона этого риска находится в интервале от точки безубыточности до точки бездоходности. Следовательно, убытки у инвестора уже появились и равны его затратам.

В случае *катастрофического риска* теряется либо существенная часть, либо весь собственный капитал. Это риск банкротства. Соответственно границы этого риска — от точки бездоходности до точки банкротства.

9.2. Оценка вложений в ценную бумагу с учетом риска

Вкладывая капитал в ценные бумаги, следует решить для себя, стоит ли это делать вообще, а если да, то сколько платить за ценную бумагу на рынке. Для этого и проводится оценка вложений в нее.

Определение перспектив вложений в ценные бумаги предполагает прежде всего анализ самих ценных бумаг, который позволяет сделать вывод о возможных будущих доходах, их соотношении с сегодняшними затратами, о требуемом уровне прибыльности. Такой анализ основан на «денежно-временных» моделях, необходимыми данными для которых служат величина первоначального капитала, срок, на который тот вкладывается, доходность.

Существуют два основных подхода к такой оценке: начисление процентов (наращение стоимости) и дисконтирование.

Начисление процентов позволяет узнать величину возросшего капитала через некий срок. Так, капитал, возросший к концу первого года, будет равен:

$$K_1 = K + K_i = K(1 + i),$$

где K — первоначальный капитал, K_1 — капитал к концу первого года, i — процентная ставка (ставка наращивания).

Тогда к концу второго года проценты начисляются уже на эту величину:

$$K_2 = K(1 + i) + K(1 + i)i = K(1 + i)^2.$$

Соответственно к концу периода инвестирования возросший капитал составит величину:

$$K_n = K(1 + i)^n,$$

где K_n — возросший капитал, n — количество лет.

Это *формула сложных процентов*, которая применяется для оценки будущих доходов.

Проценты могут начисляться и реинвестироваться чаще, чем один раз в год. Тогда формула сложных процентов имеет вид:

$$K_n = K(1 + i/m)^{n \times m},$$

где m — периодичность (частота) начисления процентов.

Используя данный подход, можно ответить на вопрос: стоит или не стоит вкладывать капитал в ценную бумагу? В частности, установив первоначальный капитал и срок его вложения в качестве исходных величин, просчитывают различные варианты вложений по формуле сложных процентов. А далее используется принцип максимизации будущих доходов. В данном случае речь идет об одном из проявлений общей экономической эффективности: при тех же затратах достичь большего результата.

Не менее важна и обратная формула, которая позволяет определить будущую стоимость в настоящее время, т. е. стоимость возросшего капитала в сегодняшних деньгах:

$$K = K_n / (1 + i)^n.$$

Эта формула отвечает на вопрос, какая сумма денег должна быть инвестирована в данный момент под определенный процент, чтобы она выросла до той или иной величины. Определение подобной суммы и есть *дисконтирование*, а сама сумма называется *приведенной стоимостью*.

Избрав в качестве исходных показателей желаемый доход и сроки его получения и сравнив возможные величины первоначальных инвестиций для разных ценных бумаг или различных видов одной и той же бумаги, тоже можно решить, стоит ли вкладывать капитал в ценную бумагу. При этом в отличие от наращения стоимости используется принцип минимизации инвестиций. Таким образом, используется второе проявление роста эффективности: при меньших затратах достичь того же результата.

Используя указанные подходы, следует, однако, иметь в виду, что подобного рода решения могут рассматриваться лишь как предварительные. Дело в том, что при их принятии учитывается лишь один из важнейших факторов любого решения на финансовом рынке — доход. Второй же фактор — риск инвестирования — не учитывается. Понятно, что без этого решение нельзя считать окончательным.

На принципе дисконтирования основана и наиболее распространенная модель оценки ценных бумаг, определения их действительной или реальной стоимости с учетом фактора риска. Для этого ценные бумаги представляются как денежные потоки, реализуемые в течение определенного срока в будущем, и каждый из потоков дисконтируется. В коэффициенте дисконтирования используется показатель *требуемого уровня прибыльности*. Под ним понимается минимальная доходность, при которой инвестор рассматривает какое-то вложение капи-

тала приемлемым для себя с учетом фактора риска. Если доходность будет ниже, инвестор отвергнет этот вариант. Для определения требуемого уровня прибыльности необходимо учесть минимум три обстоятельства: безрисковый уровень доходности, процент инфляции, плату за риск.

В целом требуемый уровень прибыльности устанавливается по формуле:

$$r = I_g + I_u + (d - I_g)\beta,$$

где r — требуемый уровень прибыльности, I_g — безрисковая доходность, I_u — процент инфляции, d — средняя доходность по рынку ценных бумаг, $(d - I_g)\beta$ — размер платы за риск.

Чтобы определить *действительную стоимость облигации*, ее следует представить в виде двух денежных потоков. Один — процентные выплаты, другой — номинальная стоимость. Дисконтирование этих потоков выглядит следующим образом:

для процентных выплат:

$$\sum_{i=1}^n C_i / (1+r)^i,$$

для номинала:

$$N / (1+r)^n,$$

где C — процентные выплаты, i — какой-либо год выплат, r — требуемый уровень прибыльности, N — номинал облигации, n — количество лет займа.

Тогда действительная стоимость облигации с учетом ее доходности и уровня риска будет равна:

$$ДКО = \sum_{i=1}^n C_i / (1+r)^i + N / (1+r)^n.$$

Данная модель оценки используется для облигаций с регулярной выплатой процентов. Однако проценты могут выплачиваться и одновременно вместе с погашением облигации. В этом случае используется несколько иной подход:

$$ДКО = (C + N) / (1+r)^n.$$

Для дисконтной облигации применяется формула:

$$ДКО = N / (1+r)^n.$$

При определении *действительной стоимости акции* она представляется как совокупность потоков дивидендных выплат и курса, по которому ее можно продать на рынке. Соответственно, если акция приобре-

тается на неопределенный срок, без цели перепродажи и получения спекулятивной прибыли, используется следующий подход:

$$ДСА = \sum_{i=1}^{\infty} Div_i / (1+r)^i,$$

где Div — дивиденд по акции в абсолютной денежной сумме.

Однако чаще всего акции покупаются для перепродажи через некоторый срок. Тогда их действительная стоимость определяется несколько иначе:

$$ДСА = \sum_{i=1}^n Div_i / (1+r)^i + KA / (1+r)^n.$$

Если дивиденды по акции упорядочены, верна следующая формула:

$$ДСА = Div / r.$$

Однако может предполагаться и прирост дивидендов. В таком случае используют *модель роста Гордона*:

$$ДСА = Div(1+p)/(r-p),$$

где p — предполагаемый прирост дивиденда в долях единицы.

Данная модель применима, если темп прироста дивидендов постоянен. Если же он меняется, то используется иная модель оценки:

$$ДСА = Div_0 \sum_{i=1}^k (1+p)^i / (1+r)^i + Div_k \sum_{i=k+1}^{\infty} (1+g)^i / (1+r)^i,$$

где Div_0 — дивиденд, выплаченный в базисный момент времени, Div_k — прогноз дивиденда в k -ом периоде, p — прирост дивиденда в период до k , g — прирост дивиденда в период после k .

Действительную стоимость ценных бумаг следует рассматривать как цену спроса. Сравнивая ее с рыночной ценой предложения, можно принимать решение о покупке ценной бумаги. Поскольку действительная стоимость определяется с учетом требуемого уровня прибыльности, ее отклонение от рыночной цены предложения следует воспринимать как результат его отклонения от среднерыночной доходности.

Следовательно, если действительная стоимость ниже рыночной цены, значит, ожидаемая доходность ценной бумаги ниже требуемого уровня прибыльности. Курс такой ценной бумаги завышен. Она переоценена, и покупать ее не следует. Если же действительная стоимость выше рыночного курса, ожидаемая доходность выше требуемого уровня. Курс такой ценной бумаги занижен, она недооценена рынком. И стоит подумать о ее покупке.

Более точно оценить данные соотношения можно с помощью *альфа-фактора* (α), который считается мерой недооцененности ценной бумаги. Он показывает, насколько в реальности ожидаемая доходность больше или меньше доходности, которая необходима согласно требуемому уровню доходности:

- если $\alpha > 0$, ценная бумага недооценена;
- если $\alpha < 0$, ценная бумага переоценена;
- если $\alpha = 0$, ценная бумага оценена адекватно.

В последнем случае совпадут и действительная стоимость ценной бумаги с рыночным курсом ее предложения.

9.3. Выбор варианта вложений в ценные бумаги

Как правило, на рынке ценных бумаг существует не один вариант вложений капитала, а несколько. Большинство из них отличается по степени риска и уровню доходности. И следует выбрать наиболее оптимальный.

Риск, как уже отмечалось, — величина вероятностная. Поэтому его количественное измерение не может быть однозначным. В зависимости от способа исчисления степень риска варьируется.

Известна такая методика статистической оценки риска, как *анализ вероятностного распределения доходности*, называемая также концепцией «риска — доходность». Она предполагает, что, выбирая вариант вложений в ценные бумаги, необходимо ответить хотя бы на три вопроса:

- Какова величина ожидаемого дохода по ценной бумаге?
- Каков уровень предполагаемого риска?
- Насколько риск компенсируется доходом?

Очевидно, чтобы получить желаемые ответы, следует измерить доходность вложений капитала, оценить степень риска и сопоставить их друг с другом. При этом нужно учитывать то обстоятельство, что экономические ситуации бывают самыми разнообразными. А значит, необходимо сделать поправку на вероятность установления той или иной экономической ситуации. При этом такая вероятность рассматривается как величина дискретная, т. е. прерывная и имеющая определенное конечное число выражений, каждое из которых указывается в долях единицы¹.

¹ Подобный подход более иллюстративен для анализа, но существуют способы расчета и с учетом непрерывного распределения вероятностей.

Вероятность наступления какой-либо экономической ситуации обозначим P_j . Согласно вышесказанному можно записать следующее равенство:

$$\sum_{j=1}^n P_j = 1.$$

Кроме того, допускается, что распределение вероятностей одинаково для всех вариантов вложения капитала.

Следует отметить, что вероятность определяется как объективно, так и субъективно. В первом случае это происходит путем анализа подобных ситуаций в прошлом. Если таковые повторяются достаточно часто, дать качественную объективную оценку и оценить распределение вероятностей несложно — например, установив частоту, с которой складывается та или иная ситуация, и экстраполировав ее на будущее. При этом частота рассматривается как доля ситуации в общем числе ситуаций из статистической выборки:

$$P_j = N_j / N_n,$$

где N_j — число появлений j -ой ситуации в статистической выборке, N_n — общее число ситуаций в выборке.

Если же подобные ситуации либо не встречаются, либо редки и определить периодичность их появления не представляется возможным, используется субъективный метод оценки вероятности. Это мнение отдельного эксперта или группы экспертов.

В рамках концепции «*риск — доходность*» взаимосвязь показателей описывается рядом понятий экономической статистики. В первую очередь — *ожидаемой нормой дохода*, которая высчитывается как средневзвешенная вероятных норм дохода в разных экономических ситуациях. В качестве весов при этом используется вероятность той или иной экономической ситуации. Ожидаемая норма дохода определяется следующим образом:

$$\bar{k} = \sum_{j=1}^n K_j P_j,$$

где $\bar{k}$ — ожидаемая норма дохода, K_j — доходность ценной бумаги в какой-то экономической ситуации.

Данная величина показывает, на что в среднем можно рассчитывать, вкладывая капитал, при различных экономических ситуациях. Кстати, уже на этом этапе удастся определить, насколько ценная бумага, рассматриваемая как объект инвестирования, недооценена. В частности, для этого задействуют альфа-фактор, уже упоминавшийся ранее.

Фактор риска здесь проявляется в том, что возможен разброс вокруг ожидаемой нормы — *дисперсия*. Для ее отражения применяется показатель *вариации*. При определении вариации дискретного распределения вероятностей она обычно рассматривается как сумма квадратных отклонений (девиаций) от средней величины, взвешенных по вероятности каждой девиации:

$$SD^2 = \sum_{j=1}^n (K_j - \bar{k})^2 P_j,$$

где SD^2 — вариация.

Отмечается следующая закономерность: чем больше вариация, тем больше и дисперсия по сравнению с предполагаемой доходностью.

Вариация измеряется в тех же единицах, что и результат, только возведенных в квадрат. Очевидно, оценить полученный результат и определить его реальный экономический смысл в данном случае для инвестора затруднительно. Поэтому в качестве единицы дисперсии обычно используют показатель *стандартной девиации (отклонения)* — SD . Она представляет собой среднее квадратичное отклонение от средней величины:

$$SD = \sqrt{\sum_{j=1}^n (K_j - \bar{k})^2 P_j}.$$

Экономический смысл стандартной девиации заключается в том, что она показывает, на сколько в среднем каждый вариант отличается от ожидаемой величины. Ее считают *абсолютным показателем риска*. Однако для сравнения ценных бумаг с различной ожидаемой нормой дохода он не совсем корректен. Поэтому на практике чаще применяется относительный показатель риска — *коэффициент вариации CV*. Он рассчитывается как отношение стандартной девиации к ожидаемой доходности или как риск на единицу ожидаемого дохода:

$$CV = SD/\bar{k}$$

Коэффициент вариации демонстрирует, какую часть от ожидаемой средней доходности составляет риск. В литературе приводится шкала риска потерь при его оценке по данному коэффициенту:

- до 0,25 — приемлемый риск;
- 0,25–0,5 — допустимый риск;
- 0,5–0,75 — критический риск;
- свыше 0,75 — катастрофический риск.

При учете средней ожидаемой доходности и коэффициента вариации можно сделать выбор, используя, кроме того, *средневариационный критерий*. Он предполагает сравнение ожидаемой доходности и коэффициентов вариации по разным ценным бумагам и базируется на двух предпосылках:

- 1) инвестор, принимающий решение, стремится избежать риска;
- 2) распределение вероятностей, оцениваемое при принятии решения, нормальное¹.

В соответствии с этим критерием из вариантов вложения капитала А и В вариант А более предпочтителен в следующих случаях:

$$\bar{k}_a > \bar{k}_b, \text{ а } CV_a = CV_b,$$

$$\bar{k}_a = \bar{k}_b, \text{ а } CV_a < CV_b,$$

$$\bar{k}_a > \bar{k}_b, \text{ а } CV_a < CV_b.$$

Таким образом, экономический смысл критерия заключается в том, что при одинаковом риске выбирается наиболее доходный вариант, а при одинаковой доходности — менее рискованный. Третий из указанных случаев представляет собой своеобразное исключение из правил, согласно которому между риском и доходностью существует прямая зависимость. Он встречается, естественно, редко, но для инвестора представляет наибольший интерес.

Средневариационный критерий, безусловно, хорош при выборе варианта вложений, однако следует помнить, что нормальное распределение, принимаемое в нем за предпосылку, может нарушаться. И это приведет к ошибочным умозаключениям. Такая ситуация называется *средневариационным парадоксом*.

Кроме рассмотренной методики существует еще и *анализ чувствительности конъюнктуры*. Он более прост: это исчисление размаха вариации доходности ценной бумаги. При этом исходят из пессимистической, наиболее вероятной и оптимистической оценки. Размах вариации и рассматривается как мера риска:

$$V = P_0 - P_n,$$

где V — размах вариации, P_0 — оптимистическая оценка, P_n — пессимистическая оценка.

¹ Для случаев, когда распределение вероятностей по каждому варианту спешифическое, существует такой способ анализа, как стохастическое доминирование. Однако для принятия решений на финансовом рынке он используется крайне редко.

Обычно каждой из ситуаций присваивается определенная степень вероятности, в частности:

- оптимистическая — 0,25;
- наиболее вероятная — 0,5;
- пессимистическая — 0,25¹.

Чем меньше размах вариации, тем ниже уровень риска ценной бумаги.

В завершение необходимо напомнить, что поведение инвестора во многом определяется его психологическим восприятием риска. В связи с этим выделяются конкретные типы инвесторов, о чем было сказано в разделе 3.3 данного курса лекций. Поэтому выбор варианта вложений в ценные бумаги зависит не только от результата приведенных выше экономико-статистических расчетов, но и от предрасположенности инвестора к риску. Практика показывает, что только разумное сочетание этих двух аспектов обеспечивает достижение желаемого результата от вложения капитала на финансовом рынке.

9.4. Портфель ценных бумаг

Риск вложений капитала в ценные бумаги, рассматриваемый изолированно, т. е. применительно к их конкретному виду, бывает весьма велик. Однако вложения капитала в различные виды ценных бумаг отличаются по уровню дохода и степени риска. Поэтому их сочетания могут усреднить, уменьшить и вообще минимизировать риск. Иными словами, *многовариантные вложения* относительно безрисковые. Целенаправленный подбор таких вложений и представляет собой процесс формирования портфеля ценных бумаг.

Портфель ценных бумаг — это их совокупность, подобранная для достижения какой-либо цели и выступающая как целостный объект управления.

Такой портфель предназначен для обеспечения основных направлений политики финансового инвестирования, поскольку позволяет сочетать наиболее доходные и безопасные финансовые инструменты. Однако этот ориентир в определенном смысле весьма абстрактен. Его конкретизацией служат локальные цели инвестора:

- обеспечение высокого уровня дохода в данном периоде;
- достижение высоких темпов прироста капитала в долгосрочной перспективе;

¹ Рынок ценных бумаг: Учебное пособие для вузов. Ростов-на-Дону: Феникс, 2000. С. 220.

- минимизация уровня рисков;
- обеспечение необходимой ликвидности вложений капитала;
- максимизация эффекта «налогового щита» для инвестиционной прибыли.

Все перечисленные цели представляют собой в значительной степени альтернативу, т. е. они достигаются либо за счет отказа от других целей, либо при их жестком ранжировании. В связи с этим политика портфельного инвестирования всегда предполагает конкретный тип портфеля. Его возможно составить из ценных бумаг одного эмитента или одного вида ценных бумаг. В этих случаях образуется однородный, *недиверсифицированный портфель*. Практика показывает, что риск по такому портфелю выше, чем по *диверсифицированному*, включающему вложения в более чем один вид ценных бумаг.

Обычно при формировании диверсифицированного портфеля варьируют такими стремлениями, как сохранение капитала, получение дохода, прирост капитала. Соответственно можно выделить *три основных типа* портфеля ценных бумаг:

- консервативный;
- умеренный (компромиссный);
- агрессивный (спекулятивный).

Эта градация отражает уровень риска, на который согласен инвестор.

Консервативный портфель формируется согласно критерию минимизации инвестиционного риска и исключает использование активов, уровень риска по которым выше среднерыночного. Поэтому именно данный тип портфеля обеспечивает наиболее высокий уровень безопасности. Но для него характерен и наименьший уровень доходности вложений.

Умеренный портфель (компромиссный) — такая совокупность ценных бумаг, по которой общий уровень риска близок к среднерыночному. Доходность в данном случае также приближена к среднерыночной.

Агрессивный портфель предполагает максимизацию текущего дохода или прироста капитала вне зависимости от сопутствующего уровня риска. Этот портфель позволяет получить максимальную доходность, но предполагает и максимальный уровень риска, который порой находится в катастрофической зоне.

Выделенные типы положены в основу формирования различных групп и вариантов (видов) портфеля. При этом главным критерием выступает также соотношение риска и дохода, но основное внимание обращается на то, каким способом и за счет какого источника доход получен.

Чаще всего выделяют следующие группы портфелей, включающие различные их виды.

1. *Портфели роста.* Они ориентируются на прирост курсовой стоимости ценных бумаг вне зависимости от формирования дохода по ним в текущем периоде. К этой группе относятся:

- 1) *портфель агрессивного роста*, нацеленный на максимальный прирост капитала. Обычно он включает акции быстрорастущих компаний, достаточно рискованные, но вместе с тем и прибыльные;
- 2) *портфель консервативного роста*, состоящий из акций крупных компаний с невысоким, но устойчивым темпом роста курсовой стоимости;
- 3) *портфель среднего роста*, сочетающий свойства предыдущих видов. Его надежность обеспечивается бумагами консервативного роста, а доходность — бумагами агрессивного роста. В результате достигается средний прирост капитала и умеренный риск.

2. *Портфели дохода.* Они предполагают получение высокого текущего дохода за счет процентных и дивидендных выплат вне зависимости от темпов прироста капитала в долгосрочном периоде. Сюда относятся бумаги, имеющие умеренные темпы роста курсовой стоимости, но высокие текущие выплаты. Цель создания таких портфелей — получение определенного уровня дохода, соответствующего минимальному риску, приемлемому для инвестора. К этой группе относятся:

- 1) *портфель регулярного дохода*, формируемый из высоконадежных ценных бумаг со средним доходом при минимальном риске;
- 2) *портфель доходных бумаг*, состоящий из высокодоходных ценных бумаг со средним риском;
- 3) *портфель роста и дохода.* Его формируют во избежание возможных потерь как от падения курсовой стоимости ценных бумаг, так и при низких текущих выплатах. Часть ценных бумаг такого портфеля дает прирост курсовой стоимости, другая — доход. При этом потери по одной части могут компенсироваться приростом по другой¹.

3. *Портфель денежного рынка.* Его цель — полное сохранение капитала. Поэтому в состав такого портфеля включаются преимущественно денежная наличность и быстро реализуемые активы.

¹ См. подробнее: Семенкова Е. В. Операции с ценными бумагами: Российская практика. М.: Перспектива, 1997. С. 238; Есипов В. Е., Маховикова Г. А. Ценообразование на финансовом рынке: Учебное пособие. СПб.: Питер, 2001. С. 142–144.

Формирование портфеля ценных бумаг предполагает применение портфельных теорий Г. Марковица, У. Шарпа и Дж. Тобина.

Портфельная теория — это основанный на статистических методах механизм оптимизации портфеля по соотношениям уровня риска и доходности.

В ее основе лежит *концепция эффективного портфеля*. Его формирование призвано обеспечить максимальный уровень доходности при заданном уровне риска либо минимальный уровень риска при заданной доходности. То есть, какие бы ни задавались параметры портфеля, необходимо обеспечить оптимальное сочетание доходности и риска.

Доходность портфеля в каждой конкретной экономической ситуации зависит от его составляющих:

$$K = \sum_{i=1}^n K_i X_i,$$

где K_{Π} — доходность портфеля в конкретной экономической ситуации, K_i — доходность какого-либо актива в портфеле в конкретной экономической ситуации, X_i — доля этого актива в портфеле.

Ожидаемая доходность портфеля с учетом разных экономических ситуаций и их вероятности, а также степень его риска определяются так же, как и в случае с отдельной ценной бумагой. Поэтому средневзвешенный подход применим и здесь.

Однако в отличие от выбора варианта изолированных вложений формирование портфеля требует оценки ковариации доходностей ценных бумаг, включаемых в него.

Ковариация в данном случае — это характеристика меры сходства или различия колебаний доходности ценных бумаг в динамике, амплитуде и направлении изменений.

Принцип ковариации можно отразить графически (рис. 9.1).

В первом из представленных на рисунке вариантов доходность ценных бумаг А и Б имеет однонаправленные колебания во времени, соответственно во втором — противоположно направленные.

Ковариацию можно оценить на основе *коэффициента корреляции*, определяемого по формуле:

$$KK_{\Phi} = \sum P_{1,2}[(D_1 - D_{1cp})/(\sigma_1)][(D_2 - D_{2cp})/(\sigma_2)],$$

где KK_{Φ} — коэффициент корреляции доходности двух финансовых инструментов, $P_{1,2}$ — вероятность возникновения различных вариантов отклонения доходности по каждому инструменту, D_1 и D_2 — вари-

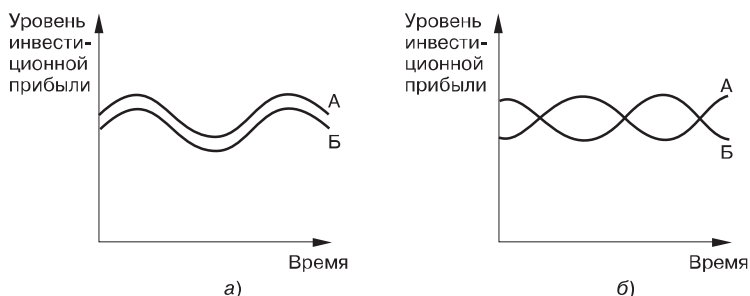


Рис. 9.1. Ковариация доходности ценных бумаг А и Б

анты доходности первого и второго финансового инструмента, D_{1cp} и D_{2cp} — средний уровень доходности по первому и второму инструменту, σ_1 и σ_2 — стандартное отклонение доходности по финансовым инструментам соответственно.

Теоретически можно предположить, что доходность ценных бумаг в портфеле движется в противофазе, т. е. имеет коэффициент корреляции, равный (-1) . В данном случае показатели риска по портфелю будут нулевыми. Однако реальная действительность развитых рынков ценных бумаг показывает, что большинство различных групп инвестиций имеют положительный коэффициент корреляции, не достигающий $(+1)$. Это означает, что в портфеле минимизируется несистематический риск, а систематический остается в любом портфеле. И все же, используя различия в ковариации дохода, можно подобрать в портфель такие ценные бумаги, которые позволяют существенно снизить риск.

Существует закономерность: степень риска изменяется обратно пропорционально количеству включенных в портфель видов ценных бумаг. В частности, практика подтверждает, что если портфель индивидуального инвестора состоит из 10–20 различных видов ценных бумаг, включенных в него благодаря случайной выборке из имеющегося на рынке набора, то несистематический риск может быть сведен к минимуму. Для институционального инвестора портфель должен включать от 100 до 200 видов ценных бумаг¹. И в том и в другом случае

¹ К институциональным инвесторам относятся не только инвестиционные компании и фонды, но и страховые компании, пенсионные фонды, управляющие компании.

практически исчезает уникальный риск, а риск портфеля сводится к систематической (рыночной) составляющей (рис. 9.2).

При этом оценить систематический риск портфеля можно как средневзвешенную величину коэффициентов β входящих в него финансовых активов:

$$\beta_{\Pi} = \sum_{i=1}^n \beta_i X_i,$$

где β_{Π} — значение коэффициента β для портфеля, β_i — значение коэффициента β для i -го актива в портфеле, X_i — доля i -го актива в портфеле.

Общая доходность и риск портфеля могут меняться при варьировании его структуры. Постоянный обмен, ротация ценных бумаг в портфеле называется его *управлением*. Портфельные теории выделяют два принципиальных подхода к управлению портфелем с учетом параметров риска, доходности и ликвидности.

1. *Пассивный*. Он основан на принципе «следование в фарватере рынка». Это означает, что формирование и реструктуризация портфеля должны четко выражать тенденции конъюнктуры рынка как по общему объему, так и по составу ценных бумаг. То есть динамика портфеля ценных бумаг в миниатюре должна отражать динамику фондового рынка. Основное внимание при этом уделяется глубокой диверсификации с целью снижения риска.

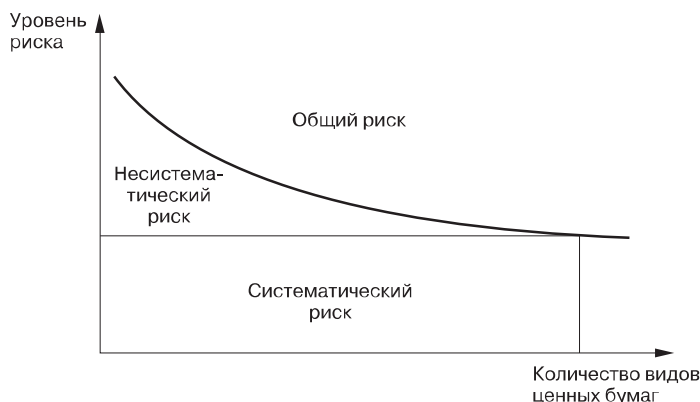


Рис. 9.2. Диверсификация портфельного риска

2. *Активный.* Этот подход предполагает принцип «опережения рынка». В данном случае формирование и реструктуризация портфеля должны основываться на прогнозных расчетах конъюнктуры. При этом осуществляется индивидуальная оценка предстоящей рыночной стоимости ценных бумаг, а в портфель включаются недооцененные рынком ценные бумаги.

Может быть несколько базовых схем управления портфелем, в частности: фиксированной дополнительной суммы, фиксированной спекулятивной суммы, фиксированной пропорции, плавающих пропорций.

Схема фиксированной дополнительной суммы предполагает, что портфель через фиксированные интервалы времени пополняется за счет фиксированной суммы денег. В зависимости от динамики рыночных курсов приобретает большее или меньшее количество ценных бумаг. При этом возможны два варианта. Первый — структура портфеля не меняется. Это называется «твердая шкала весов». Второй предполагает изменение структуры портфеля в зависимости от конъюнктуры при сохранении его типа. Это — «гибкая шкала весов». В какой-то степени последний вариант выражает активный подход к управлению портфелем.

Схема фиксированной спекулятивной суммы. В данном случае портфель делится на две части: спекулятивную и консервативную. Первая представляет собой высокорискованные бумаги, приносящие высокие доходы. Вторая — ценные бумаги с невысоким риском, но и низкодходные. Стоимость спекулятивной части фиксируется и поддерживается на одном уровне. Если она возрастает на установленную инвестором величину, то на полученную прибыль приобретаются консервативные бумаги. Если стоимость спекулятивной части упала, ее восстанавливают за счет продажи бумаг консервативной части.

Схема фиксированной пропорции. Портфель делится в определенном соотношении на те же спекулятивную и консервативную части. Задается пропорция, при достижении которой производится восстановление первоначального соотношения частей.

Схема плавающих пропорций. В этом случае устанавливается ряд взаимосвязанных соотношений для регулирования стоимости спекулятивной и консервативной частей. Данная схема, безусловно, находится в рамках активного подхода к управлению портфелем.

Все упомянутые схемы базовые и служат основой для различных модификаций.

Отметим также, что портфельные теории, которые прошли экспериментальную проверку, показали, что прибыль определяется на 94% выбором типа используемых финансовых инструментов, на 4% выбором конкретных ценных бумаг данного типа и на 2% оценкой момента вложения капитала в ценные бумаги.

Лекция 10

ФОНДОВАЯ БИРЖА КАК ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Вопросы темы

- 10.1. Фондовая биржа как организатор торговли.
- 10.2. Формы организации и содержание биржевой торговли.
- 10.3. Котировка ценных бумаг на бирже.
- 10.4. Биржевые сделки с ценными бумагами.

10.1. Фондовая биржа как организатор торговли

Рынок ценных бумаг, как известно, складывается из первичного и вторичного рынков. На первичном осуществляется эмиссия и размещение, т. е. продажа первым покупателям, ценных бумаг. Дальнейшее движение таковых происходит на вторичном рынке. Сделки купли-продажи совершаются на биржевом и внебиржевом рынках. Учет взаимных обязательств участников сделок производится клиринговыми организациями. Перевод денег продавцу производят коммерческие банки, а ценных бумаг покупателю — депозитарии. Фиксацией прав собственности на ценные бумаги занимаются регистродержатели. Как видно, на вторичном рынке происходят практически все те процессы, которые составляют содержание и механизм рынка ценных бумаг и в значительной части — финансового рынка в целом. Не случайно вторичный рынок ценных бумаг выполняет важнейшие функции. Например, обеспечение движения прав собственности на ценные бумаги, поддержание ликвидности рынка, рост курсовой стоимости ценных бумаг, осуществление спекулятивной игры и получение спекулятивной прибыли, страхование (хеджирование) риска и ряд других.

Фондовая биржа представляет собой организованную форму вторичного рынка ценных бумаг. Это крупный оптовый рынок фондовых

инструментов. В принципе, ее можно считать своеобразным «законодателем мод» в операциях с фондовыми ценностями, поскольку внебиржевой рынок находится под серьезным влиянием биржевой торговли. Мировая практика организации биржевых систем выработала три варианта их построения.

1. *Моноцентрическая модель*, предполагающая концентрацию практически всех фондовых операций в главном финансовом центре страны. Наиболее ярко эта система представлена в Англии, Франции и Японии.
2. *Полицентрическая модель*. Для нее характерно примерно равное положение нескольких фондовых центров. Примером могут служить биржевые системы Канады и Австралии.
3. *Смешанная модель*, присущая США и России. Ее отличительный признак — наличие нескольких крупных центральных и значительного числа вполне конкурентоспособных провинциальных бирж.

В учебнике «Рынок ценных бумаг» под редакцией В. А. Галанова и А. И. Басова (с. 129–133) выделены задачи, которые решает фондовая биржа. Они, безусловно, заслуживают особого внимания. По мнению авторов, это:

- предоставление места для торгов;
- выявление равновесной цены;
- передача прав собственности;
- обеспечение гласности, открытости торгов;
- обеспечение арбитража, механизма разрешения споров;
- обеспечение гарантий исполнения сделок;
- разработка кодекса поведения участников торгов.

К данному перечню можно добавить разве что концентрацию спроса и предложения и создание условий для конкуренции участников торгов.

Важнейшими принципами биржевой деятельности, провозглашенными Международной федерацией фондовых бирж, признаны:

- личное доверие между участниками биржевого процесса;
- гласность;
- регулирование деятельности, осуществляемое со стороны администрации и аудиторов посредством применения жестких финансовых и административных правил.

По российскому законодательству фондовая биржа отнесена к организаторам торговли ценными бумагами. Соответственно ее деятельность — это предоставление услуг, непосредственно способствующих заключению сделок. При этом сама биржа стороной сделок не выступает. Эту деятельность она может совмещать с функцией товарной и валютной бирж, а также с клирингом. Но для осуществления каждого из этих видов деятельности должно быть создано отдельное структурное подразделение. Предусмотрено наличие и некоторых видов деятельности, не относящихся к рынку ценных бумаг. В частности, распространение информации, издательское дело, а также сдача имущества в аренду.

По организационно-правовому статусу фондовая биржа в России может быть акционерным обществом или некоммерческим партнерством. Соответственно существуют следующие ограничения: одному акционеру фондовой биржи (за исключением акционера — фондовой биржи) и его аффилированным лицам не может принадлежать 20 и более процентов акций каждой категории, а один член фондовой биржи некоммерческого партнерства не вправе располагать 20 и более процентами голосов на общем собрании членов такой биржи.

Участниками торгов на фондовой бирже могут быть только брокеры, дилеры и управляющие. Иные лица участвуют в операциях на фондовой бирже исключительно при посредничестве брокеров. И если биржа — некоммерческое партнерство, участники торгов должны быть ее членами. В свою очередь, ими разрешено становиться лишь профессиональным участникам рынка ценных бумаг.

На российских фондовых биржах не допускается неравноправное положение членов и передача права участия в торгах третьим лицам¹.

Посредническая деятельность на фондовой бирже бывает как брокерской, так и дилерской. При этом возможны различные схемы взаимоотношений между клиентом и посредником. Неразвитому фондовому рынку свойственно, что у покупателя и продавца один и тот же посредник. Более развитая биржевая торговля обеспечивает представление интересов сторон сделки разными посредниками. Однако обе эти схемы предполагают совмещение функций брокера и дилера. В современных условиях широко распространена схема, предусматривающая разделение этих функций. Здесь выделяются *фланговые посредники*, непосредственно работающие с клиентами (как правило, они выступают брокерами) и *посредники для брокеров, или центральные*, осуществляющие дилерские операции (их называют *специалистами*).

¹ См. подробнее ФЗ «О рынке ценных бумаг», Гл. 3.

В биржевой торговле у них есть и особая функция: они делают рынок *ликвидным*, более активным, предлагая ему, в зависимости от конъюнктуры, как ценные бумаги, так и денежные ресурсы¹.

В организационном плане фондовая биржа обязана иметь утвержденные правила допуска к участию в торгах и правила проведения торгов. Последние должны содержать порядок совершения и регистрации сделок, меры, направленные на предотвращение манипулирования ценами и использования служебной информации. Кроме того, если фондовая биржа оказывает услуги по совершению сделок, исполнение обязательств по которым зависит от изменения цен на ценные бумаги или от изменения значений фондовых индексов, а также сделок, предусматривающих только обязанность сторон уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения цен или от изменения индексов, она обязана утвердить соответствующие спецификации таких сделок.

К организационным аспектам можно отнести и то, что фондовая биржа в своей деятельности:

- должна осуществлять постоянный контроль сделок, чтобы выявлять случаи использования служебной информации, манипулирования ценами и следить за соблюдением участниками торгов и эмитентами требований законодательства Российской Федерации и нормативных правовых актов федеративного органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг;
- обязана обеспечивать гласность и публичность проводимых торгов путем оповещения их участников о месте и времени проведения таковых, списке и котировке ценных бумаг, допущенных к торгам;
- вправе устанавливать размер и порядок взимания с участников торгов взносов, сборов и других платежей за оказываемые ею услуги, а также размер и порядок взимания штрафов за нарушение установленных ею правил.

Круг ценных бумаг, по которым на бирже проводятся операции, ограничен. Для того чтобы попасть в число компаний, чьи ценные бумаги допущены к обращению на бирже, эмитент должен удовлетворять определенным требованиям. Процедура допуска называется *листинг*-

¹ Используются и такие их названия, как *принципал*, *маркет-мейкер*. Именно последнее чаще всего фигурирует в российских нормативных документах по организации торговли на рынке ценных бумаг.

гом. Он осуществляется фондовой биржей на основании договора с эмитентом ценных бумаг.

В российской практике правила листинга различаются по тому, в какой котировальный лист вносятся ценные бумаги — «А» или «Б». В свою очередь, котировальный лист «А» имеет два уровня.

Для включения акций в котировальные листы «А» должны соблюдаться следующие условия:

- во владении одного лица и его аффилированных лиц находится не более 75% обыкновенных именных акций эмитента;
- капитализация обыкновенных акций составляет не менее 10 млрд руб., а привилегированных — не менее 3 млрд руб. для первого уровня, 3 млрд и 1 млрд руб. соответственно для второго уровня;
- эмитент существует не менее трех лет;
- у эмитента отсутствуют убытки по итогам двух лет;
- ежемесячный объем сделок на фондовой бирже с акциями данного типа за последние три месяца составляет не менее 25 млн руб. для первого уровня и 2,5 млн руб. для второго;
- составление эмитентом годовой финансовой (бухгалтерской) отчетности в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности и (или) Общепринятыми принципами бухгалтерского учета США.

Для включения облигаций в котировальные листы «А» определены следующие требования:

- объем выпуска составляет не менее 1 млрд руб. для первого уровня и 500 млн руб. для второго;
- эмитент существует не менее трех лет;
- у эмитента отсутствуют убытки по итогам двух лет;
- ежемесячный объем сделок на фондовой бирже с облигациями данного типа за последние 3 месяца составляет не менее 10 млн руб. для первого уровня и не менее 1 млн руб. для второго;
- составление эмитентом годовой финансовой (бухгалтерской) отчетности в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности и (или) Общепринятыми принципами бухгалтерского учета США.

Несколько отличаются требования к включению ценных бумаг в котировальный лист «Б». В частности, для акций это следующие требования:

- во владении одного лица и его аффилированных лиц находится не более 90% обыкновенных акций эмитента;
- капитализация обыкновенных акций составляет не менее 1,5 млрд руб., а привилегированных — не менее 500 млн руб.;
- эмитент существует не менее одного года;
- ежемесячный объем сделок на бирже с акциями данного вида за последние три месяца составляет не менее 1,5 млн руб.

Применительно к облигациям требования следующие:

- объем выпуска составляет не менее 300 млн руб.;
- ежемесячный объем сделок на фондовой бирже за последние три месяца не менее 500 тыс. руб.¹

Кроме того, косвенным требованием можно считать следующее. Минимальный среднемесячный объем сделок по итогам последних шести месяцев по акциям должен составлять 50 млн руб. для первого уровня листа «А», 5 млн руб. для второго уровня, 3 млн руб. для листа «Б»; по облигациям — 25 млн руб. для первого уровня листа «А», 2,5 млн руб. для второго уровня и 1 млн руб. для листа «Б». Основанием для такого утверждения служит то обстоятельство, что при нарушении этих требований ценные бумаги исключаются из котировального листа.

Фондовая биржа вправе устанавливать дополнительные требования к ценным бумагам, включаемым в котировальные списки. В последние непременно вносятся ценные бумаги, по которым осуществлена государственная регистрация выпуска и отчета об итогах выпуска.

Ценные бумаги, прошедшие процедуру листинга, называются *допущенными к котировке*. Биржа в определенном смысле гарантирует их качество как финансового обязательства.

В то же время ценные бумаги могут быть допущены к торгам на фондовой бирже без прохождения листинга. Но тогда биржа утверждает правила их допуска без процедуры листинга.

Исключение ценных бумаг из котировального списка называется *делистингом*. Основания для него уже были указаны выше.

Как правило, торговля ценными бумагами на бирже осуществляется «круглыми лотами». *Лот* — это партия биржевого товара. Соответственно, *круглый лот* включает в себя 100 ценных бумаг или любое другое кратное 100 число ценных бумаг в партии. Это не означает, что

¹ Прочие требования к иным ценным бумагам можно посмотреть в уже упоминавшемся Положении о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, раздел IV.

на фондовой бирже нельзя купить или продать некруглый — *непильный* — лот. Однако считается, что совершить такую сделку сложнее из-за стандартизации условий биржевой торговли. Поэтому исполнять поручение в данном случае будут в последнюю очередь, а комиссионные окажутся выше.

По правовому статусу выделяют три типа фондовых бирж:

- публично-правовые;
- частноправовые;
- смешанные.

Публично-правовые фондовые биржи функционируют на основе специального биржевого законодательства и находятся под постоянным государственным контролем. Государство участвует в составлении Правил биржевой торговли и контролирует их выполнение, обеспечивает правопорядок на бирже во время торгов, назначает биржевых маклеров, отстраняет их от работы и т. д. Публично-правовой тип фондовой биржи присущ Германии и Франции.

Фондовые биржи как *частноправовые* компании создаются в форме акционерных обществ с публичной отчетностью. Они самостоятельны в организации биржевой торговли и функционируют в соответствии с действующим в стране общим законодательством. Государство не берет на себя никаких гарантий по обеспечению стабильности биржевой торговли и снижению риска торговых сделок. Этот тип характерен для Англии и США.

Если фондовые биржи создаются как акционерные общества, но при участии государства, они относятся к типу смешанных. Во главе таких бирж стоят выборные биржевые органы. Тем не менее биржевой комиссар осуществляет надзор за биржевой деятельностью и официально регистрирует биржевые курсы. Подобные биржи функционируют в Австрии, Швейцарии и Швеции.

В России сформировался тип фондовых бирж, сочетающий в себе практически большинство вышеуказанных признаков.

10.2. Формы организации и содержание биржевой торговли

Фондовая биржа — это не только специальное место для совершения сделок, но и определенная система организации торговли, которая предполагает формы организации и подчиняется специальным правилам и процедурам.

Биржевые торги могут быть организованы как контактные, так и бесконтактные. При *контактных торгах* участники непосредственно вступают в отношения друг с другом. При этом действуют следующие правила:

- цена назначается путем ее выкрика;
- выкрик дублируется с помощью специального языка жестов;
- при покупке цена не может называться ниже уже предложенной, при продаже — выше предложенной.

Бесконтактные торги предполагают либо опосредованное, через биржевого маклера, взаимодействие участников, либо электронную форму с использованием специальных компьютерных сетей. В последнем случае торги осуществляются с центральной торговой площадки через сеть региональных терминалов, работающих в режиме реального времени.

Существует несколько форм организации биржевой торговли. Первая и простейшая из них — *стихийный рынок*. На нем продавцы и покупатели случайно встречаются друг с другом и самостоятельно определяют уровень спроса и предложения. При этом условия заключения сделок остаются известными лишь самим участникам, а курс может существенно различаться даже в том случае, если сделки происходят в один и тот же момент. Такой рынок был далек от совершенства и уступил место *организованному*, который существует в форме либо простого, либо двойного аукциона, имеющего, в свою очередь, две разновидности — *онкольный* и *непрерывный* рынок.

Простой аукцион предполагает две классические ситуации соотношения спроса и предложения.

Во-первых, покупателей больше, чем продавцов, причем покупатели предъявляют высокий платежеспособный спрос. Это аукцион продавца. Участники торгов конкурируют между собой за право приобретения ценных бумаг, назначая все более высокие цены. Покупателями становятся назначившие самые высокие. Конкуренции же продавцов как таковой нет. В преимущественном положении оказываются те из них, кто раньше других выставил свои ценные бумаги на продажу, так как первые покупатели обычно согласны за право приобретения на самые высокие цены. По мере того как наиболее заинтересованные покупатели выбывают из аукциона, цены снижаются, и каждый последующий продавец только по своему положению в очереди на право продать оказывается в худших условиях по сравнению с предшественниками. Это, по сути, проявление ценовой дискриминации.

Во-вторых, на рынке достаточно много продавцов при ограниченном количестве покупателей. Такая ситуация называется аукционом покупателя. Она предполагает, что участники торгов конкурируют друг с другом за право продать ценные бумаги, снижая на них цены. Покупатель выбирает наиболее выгодное предложение, поэтому продавцами становятся те, кто назначает наиболее низкие цены. Очевидно, это иное проявление дискриминации цен¹.

Чем больше продавцов и покупателей, тем меньше оснований для проведения простых аукционов и менее вероятна ценовая дискриминация. Поэтому правила биржевой торговли, при всем их разнообразии, в качестве важнейшей цели преследуют концентрацию спроса и предложения в одном месте и в одно время. Во всем мире биржевые торги чаще проводятся как двойные аукционы, которые не нарушают принципа равноправия участников и предполагают наличие конкуренции между продавцами и покупателями. Рынок тогда характеризуется частыми сделками, узким разрывом между ценой продавца и ценой покупателя, небольшими колебаниями цен от сделки к сделке. То есть он попросту более ликвиден. Однако в зависимости от состояния ликвидности рынка используются разновидности двойного аукциона.

Если концентрация спроса и предложения не достигает уровня, при котором обеспечивается высокая ликвидность, то более эффективным оказывается *онкольный рынок*. Он предполагает накопление в течение некоторого времени заявок на покупку или продажу ценных бумаг. Длительность срока накопления тем больше, чем рынок менее ликвидный. После окончания периода приема заявок по каждому виду ценных бумаг определяется цена сделок. Наиболее частой оказывается практика, когда сделки совершаются по ценам, позволяющим обеспечить максимально высокий объем торговых операций. Далее вновь наступает период накопления поручений, и процесс торгов повторяется сначала.

Непрерывный аукционный рынок существует на тех фондовых биржах, где концентрируется большое число предложений на покупку и продажу ценных бумаг. В данном случае такие заявки исполняются после их поступления, а цена определяется либо специально уполномоченными на это лицами, принимающими и сводящими между собой все поручения как со стороны продавцов, так и со стороны поку-

¹ В экономической теории данные ситуации известны как монополия и моносония.

пателей, либо компьютерной системой, куда постоянно вносятся сведения о вновь поступивших заявках.

По ходу аукциона участники биржевых торгов обмениваются *биржевыми приказами*. Они основаны на заявке клиента брокерской конторе совершить покупку или продажу ценных бумаг, в которой содержатся спецификации приказа: тип заявки, ее размер, срок исполнения, цена и некоторые другие данные. Будучи оформленной соответствующим образом, такая заявка и приобретает силу приказа.

Биржевые приказы можно классифицировать по нескольким признакам.

I. По характеру цены.

1. *Рыночный приказ*, т. е. поручение купить или продать по самой лучшей цене. Сама цена при этом не указывается. Брокер должен ее найти, руководствуясь принципом — купить по самой низкой цене или продать по самой высокой цене.
2. *Лимитированный приказ*, в котором указывается конкретная цена, по которой должна состояться сделка. При этом приказ на продажу должен быть исполнен по данному курсу или выше, а приказ на покупку — по данному курсу или ниже.
3. *Буферный*, или «*стоп*» приказ, предполагающий осуществление сделки в тот момент, когда цена достигнет оговоренного уровня. Особенность его в том, что цена на продажу указывается ниже текущей, а на покупку — выше текущей. Это позволяет варьировать бумажный доход или убыток.

II. По срокам исполнения.

1. *Немедленный приказ*, требующий незамедлительного исполнения. Если это невозможно, то он аннулируется.
2. *Дневной приказ*, который брокер должен исполнить в течение дня его поступления. В случае неисполнения в данный срок такой приказ автоматически отменяется.
3. *Открытый*, или приказ до отмены. Он остается в силе до тех пор, пока не будет выполнен или отменен самим клиентом.

III. По оговоркам.

1. «*Все или ничего*». По этому приказу брокер должен купить или продать все ценные бумаги, указанные в поручении.
2. «*Приму в любом виде*»: клиент поручает брокеру купить или продать любое количество ценных бумаг до заказанного максимума.

3. «*Исполнить или отменить*» означает, что, как только часть поручения, которую можно удовлетворить, выполнена, остальная отменяется.
4. «*С переключением*» предполагает, что выручка от продажи одних ценных бумаг может быть использована для покупки других.
5. «*В момент открытия (закрытия)*», согласно которому приказ должен быть исполнен в числе первых или последних после открытия или перед закрытием биржи.
6. «*Цену не снижать и не повышать*», запрещающий корректировать цену.
7. «*Или лучше*», позволяющий брокеру повременить с исполнением, если он считает, что может заключить сделку по более выгодной цене.
8. «*Или/или*», когда исполнение одного приказа (группы приказов) отменяет оставшиеся.
9. «*Обусловленный*», увязывающий исполнение одного поручения с исполнением другого.
10. «*Контингентный*», который предусматривает одновременную покупку одних и продажу других ценных бумаг, с указанием или без указания пропорции.

Приказ может подаваться накануне торгов или в их процессе. При этом клиент должен предоставить гарантии исполнения сделки. В случае приказа на покупку они таковы: вексель брокеру на полную сумму сделки, перечисление на счет брокера определенной суммы в качестве залога, открытие брокеру текущего счета с правом распоряжения. При предложении о продаже могут быть предоставлены сами ценные бумаги, сохранная расписка об их наличии, обязательство на выдачу ценных бумаг при первом требовании брокера.

Оформление и регистрация биржевых приказов — начальный пункт биржевого процесса. Далее осуществляется анализ приказов, выясняющий возможность их осуществления с учетом сложившейся на фондовой бирже ситуации. По сути, эти действия выполняются брокерской фирмой за пределами собственно биржевого торга и завершаются введением заявок на биржу.

В свою очередь, *биржевой торг* представляет собой процедуру из нескольких этапов:

- заключение сделки;
- сверка параметров заключенной сделки;

- клиринг;
- исполнение сделки.

Первый этап — *заключение сделки*. На фондовых биржах между участниками торгов это совершается в устной форме или как обмен стандартными бумажными записками. Если торговля на бирже осуществляется с помощью информационных технологий, то факт заключения сделки отображается в базе данных центрального торгового компьютера. Обычно итогом первого этапа становится составление каждым ее участником своих внутренних учетных документов, отражающих факт заключения сделки и ее параметры. В зависимости от используемой технологии такими внутренними учетными документами служат подписанные договоры купли-продажи, записи в журналах операций, брокерские и маклерские записки, распечатки телексных сообщений, файлы компьютерных баз данных и их бумажные распечатки.

Второй этап — *сверка параметров заключенной сделки*. Это необходимо сделать для того, чтобы участники сделки уточнили ее параметры, согласовали расхождения в ее понимании и приняли решение о продолжении, отмене сделки или о ее переносе на более поздний срок. Подобное особенно важно в тех случаях, когда договор купли-продажи заключается устно, по телефону или путем обмена записками. Если стороны точно определили параметры сделки в момент заключения договора, подписали его или воспользовались биржевой компьютерной системой, где сверка осуществляется автоматически при вводе информации, то такой этап как самостоятельный может и отсутствовать.

Существуют два типа сверок — односторонний и двусторонний *мэтчинг*. При односторонней сверке необходимая информация предоставляется только одной стороной. Двусторонняя система предполагает предоставление информации для сверки каждой из сторон. А именно: участники сделки вводят данные о ее условиях в особую мэтчинговую систему биржи, которая производит их сопоставление. В случае выявления несоответствий стороны сделки ставятся в известность для своевременного их устранения. Таким образом снижается риск ошибок в дальнейших взаиморасчетах.

Сделки, прошедшие этап сверки, называют *«зафиксированными»*. Они должны быть зарегистрированы не позднее чем через 24 часа. Незарегистрированные сделки не имеют силы.

Этап *клиринга* включает анализ сверочных документов, вычисления, взаимозачет и составление расчетных документов. То есть снача-

да проверяется подлинность и правильность заполнения документов, затем рассчитываются денежные суммы, подлежащие уплате, и количество ценных бумаг, подлежащих поставке. Помимо суммы, которую следует уплатить за конкретную ценную бумагу, должны быть уплачены биржевые и прочие сборы, налоги. На этой основе осуществляется взаимозачет.

Взаимозачеты бывают двусторонними и многосторонними. *Двусторонние* предполагают попарное сопоставление взаимных требований и вычитание этих требований, пока не будет получено чистое сальдо задолженности одного контрагента другому. Такое сопоставление может производиться как по ценным бумагам, так и по денежным суммам. При *многостороннем взаимозачете* процедура начинается с того, что для каждого участника клиринга производится калькуляция его собственных требований или обязательств по всем сделкам. Из всех требований конкретного участника вычитаются все его обязательства, и получается чистое сальдо — *позиция*. Если сальдо равно нулю, то участник имеет закрытую позицию. При неравенстве сальдо нулю имеет место открытая позиция. Если сальдо положительное, т. е. объем требований конкретного участника превышает его обязательства, считается, что у него открыта длинная позиция. Если сальдо отрицательное (обязательства участника перекрывают его требования), у него открыта короткая позиция.

По результатам процедуры взаимозачетов по каждому виду ценных бумаг и по денежным средствам определяются участники клиринга, имеющие короткие позиции (*нетто-должники*), и участники, имеющие длинные позиции (*нетто-кредиторы*). Такая процедура называется *неттингом*.

Размер позиции обозначает ту сумму, которую каждый конкретный участник должен получить или заплатить на завершающем этапе сделки. При совершении такого платежа делается вывод о ликвидации, закрытии или урегулировании позиции.

Урегулировать позицию на этапе клиринга можно двумя способами. При первом после вычисления позиций всех участников клиринга определяются пары «кредитор—должник» таким образом, чтобы количество платежей было сведено к минимуму. В результате участники клиринга рассчитываются друг с другом. Однако может возникнуть ситуация, когда кто-то из участников получает ценные бумаги от другого, а платит деньги третьему. Поэтому применяется второй способ, когда в качестве центрального участника в урегулировании позиций участников торгов выступает клиринговая организация. В этом слу-

чае позиции участников клиринга урегулируются против клиринговой организации. Это означает, что она выступает единым для всех участников кредитором и единым должником. Заккрытие позиций участниками осуществляется либо платежом (поставкой ценных бумаг) в пользу клиринговой организации, либо получением платежа (ценных бумаг) от нее. Такой организацией может быть и сама биржа.

Процедура урегулирования позиций по отношению к клиринговой организации называется *новейши*.

Завершается клиринг составлением расчетных документов. Количество заключительных расчетных документов, их содержание, размер указанных в них сумм, количество ценных бумаг, состав сторон, участвующих в платеже или поставке, определяются тем, какой метод взаимозачетов был использован при выполнении клиринга. Полученные после его завершения расчетные документы направляются в расчетную систему и депозитарий, обеспечивающие осуществление операций четвертого этапа сделки с ценными бумагами.

Заключительный этап представляет собой *проведение платежей и поставку ценных бумаг* в день, зафиксированный в договоре купли-продажи. Таким образом, синхронизируются два потока — денежный и ценных бумаг. Данный принцип исполнения сделки называется *«поставка против платежа»*. При этом денежные расчеты осуществляются посредством либо обычной расчетной системы, либо национальной системы денежных расчетов, либо обособленной расчетной системы фондового рынка. Если контрагентами расчетов выступают коммерческие банки и клиринговые организации фондовых бирж, они могут производиться с участием центрального банка страны.

Поставка ценных бумаг происходит либо путем передачи документарных ценных бумаг от одного владельца другому, либо через депозитарию в случае бездокументарных ценных бумаг. В первом случае ценные бумаги могут передаваться как собственно новому владельцу, так и номинальному держателю его ценных бумаг, которым может быть и брокер. Во втором случае содержание поставки составляют списание ценных бумаг со счета депо, перевод ценных бумаг со счета депо на другой счет депо и зачисление ценных бумаг на счет депо. И здесь в качестве стороны операций может выступить номинальный держатель.

Завершающим моментом служит внесение изменений в реестр владельцев ценных бумаг, если они именные. Как указывалось ранее, в реестре также может быть зафиксирован не сам владелец ценных бумаг, а номинальный держатель.

10.3. Котировка ценных бумаг на бирже

В процессе биржевого торга осуществляется котировка ценных бумаг.

В общем смысле термин «*котировать*» означает «*выставлять цены*». Однако единого толкования его смысла применительно к биржевой котировке не существует. Под ней часто понимаются различные, хотя и тесно взаимосвязанные явления.

1. Процесс (иногда — механизм) выявления биржевых цен.
2. Объявление цены покупки и продажи ценной бумаги.
3. Фиксация контрактных цен и выведение типичной средней цены по сделкам за биржевой день (период).
4. Сама типичная справочная цена.

Представляется, что наиболее уместно следующее определение.

Котировка ценных бумаг — это процесс выявления, фиксации биржевых цен, определения типичной средней цены и опубликования информации о ценах.

Основа здесь — выявление биржевых цен. Как правило, на бирже существует пара взаимосвязанных цен, разница между которыми называется *спред*. Та пара цен, которая обеспечивает минимальный спред, считается лучшей парой. Именно она наиболее близка к состоянию равновесной цены. Поиск ее, т. е. улучшение наилучшей пары, и составляет содержание такого процесса, как курсообразование на фондовой бирже.

Наиболее значимы для него из числа выявляемых цен такие пары:

- *цена спроса и цена предложения*, первая из которых предлагается покупателем, вторая — продавцом;
- *высшая и низшая цена*, соответственно представляющие собой максимальную и минимальную цену сделки за день или период;
- *цена открытия и цены закрытия*, определяемые как средневзвешенные цены первых и последних торгов;
- *цена покупки и цена продажи*, фиксируемые как самая высокая, предложенная покупателем, и самая низкая, предложенная продавцом.

Кроме того, следует отметить контрактную и котировочную цены. *Контрактная цена* — это фактическая цена сделки, зафиксированная в биржевом контракте и соответственно обязательная для исполнения. *Котировочная цена* и есть типичная средняя цена по сделкам за биржевой день. Она не обязательна. Это справочная цена, назначение которой — служить ориентиром при заключении контрактов.

Именно в связи с этим термин «*котировки*» в деловом общении используется как равнозначный котировочной цене. Однако следует иметь в виду, что при определенных обстоятельствах данная цена может стать контрактной, а значит — и обязательной. В частности, такое происходит, когда при заключении сделки цена в контракте не оговаривается. Это означает, что расчеты будут производиться по котировке дня, в который совершается сделка. Кроме того, котировочная цена часто служит основой для взаиморасчетов биржевых игроков в день исполнения сделок между ними.

Биржевая котировка не фиксирует порядок определения биржевого курса, поэтому ее методы зависят от *временной конфигурации рынка*. Как отмечалось ранее, онкольный аукцион предполагает, что заявки на покупку и продажу аккумулируются в течение некоторого времени. Затем они выставляются в операционный зал биржи для единовременного исполнения. По временной конфигурации это так называемый *залповый рынок*. Как правило, основными участниками на нем выступают брокеры, действующие от имени клиента. По роли биржевых посредников залповый рынок является *агентским*. В случае непрерывного аукциона заявки выполняются по мере их поступления. Временная конфигурация здесь иная, это *непрерывный рынок*. На нем преобладают дилеры, поэтому по роли биржевых посредников он и считается дилерским.

Курсообразование на залповом рынке осуществляется согласно классической европейской системе, направленной на формирование единого курса, по которому будут совершены сделки с ценными бумагами конкретного залпа. Основной метод в данном случае — *фиксинг*. Его цель — сбалансировать текущие спрос на ценные бумаги и их предложение.

Цены, полностью уравнивающие общее количество заказов на покупку и общее количество заказов на продажу, как правило, не существует. Поэтому задача состоит в нахождении такого курса, при котором достигается максимальный биржевой оборот, т. е. удовлетворяется наибольшая доля запросов о покупке (*bids*) и предложений о продаже (*offers*). На практике для его определения используют как письменный, так и устный ввод заявок. В первом случае биржевой маклер, ведущий торг, концентрирует у себя заявки и ранжирует их по цене, начиная с самой высокой. Далее осуществляется суммирование приказов по схеме: «по данной цене» и «выше для приказов на продажу», «по данной цене» и «ниже для приказов на покупку».

Следующий шаг маклера состоит в нахождении цены, при которой суммарное количество ценных бумаг, указанных в заявках на покупку, и суммарное количество ценных бумаг в заявках на продажу отличаются в минимальной степени. Это и означает, что при данной цене достигается наилучший баланс спроса и предложения, а количество обмениваемых ценных бумаг будет максимальным. По сути, это некая цена отсечения. Она и становится *единым курсом* удовлетворения заявок.

В результате все данные можно свести в итоговую таблицу, отражающую количественно-ценовую структуру залпа (табл. 10.1).

Таблица 10.1
Количественно-ценовая структура залпа

Заявки на покупку	Суммарное количество бумаг на покупку	Пределы цен в заявках	Суммарное количество бумаг на продажу	Заявки на продажу
n_1	n_1	по лучшему и наименьшему курсу	$k_7+k_6+k_5+k_4+k_3+k_2+k_1$	k_1
n_2	n_1+n_2	P_1	$k_7+k_6+k_5+k_4+k_3+k_2$	k_2
n_3	$n_1+n_2+n_3$	P_2	$k_7+k_6+k_5+k_4+k_3$	k_3
n_4	$n_1+n_2+n_3+n_4$	P_3	$k_7+k_6+k_5+k_4$	k_4
n_5	$n_1+n_2+n_3+n_4+n_5$	P_4	$k_7+k_6+k_5$	k_5
n_6	$n_1+n_2+n_3+n_4+n_5+n_6$	P_5	k_7+k_6	k_6
n_7	$n_1+n_2+n_3+n_4+n_5+n_6+n_7$	по лучшему предложенному курсу	k_7	k_7

Где n, k — количество ценных бумаг, P — цена. При этом $P_1 > P_2 > P_3 > \dots$ ¹

После определения единого курса в силу вступает ценовой приоритет. Он предполагает выполнение следующих правил:

- все приказы, в которых указано «по лучшему курсу», исполняются в первую очередь;

¹ Более подробно процедура формирования аналогичных таблиц описана у Г. И. Черникова в его книге «Фондовая биржа» (М.: Международные отношения, 1991. С. 62–63), а также в учебном пособии В. Е. Есипова и Г. А. Маховиковой «Ценообразование на финансовом рынке» (СПб.: Питер, 2001. С. 161–163).

- исполняются все приказы на покупку, в которых указаны цены более высокие, чем выявленный курс, и все приказы на продажу с ценами более низкими, чем выявленный курс;
- приказы, в которых указана цена, совпадающая с фиксируемым курсом, исполняются полностью или частично в зависимости от количества уравнивающих поручений противоположной направленности;
- приказы на покупку по цене ниже курса и приказы на продажу по цене выше курса не исполняются; они переносятся на следующий фиксинг.

Предположим, что в приведенном выше условном примере в качестве единого курса установлена цена P_3 . Тогда полностью будут удовлетворены заявки на покупку n_1-n_3 и заявки на продажу k_5-k_7 . Что же касается заявок n_4 и k_4 , то они могут быть реализованы частично. Приказы n_5-n_7 и k_1-k_3 остаются неисполненными и будут перенесены на следующие торги.

На значительном количестве фондовых бирж и поныне используется исторический первый способ ввода заявок — устный, известный как «*фиксинг с голоса*». В данном случае курсообразование происходит в ходе торгов «на полу»¹. Биржевой маклер открывает торги и ведет их, начиная от цены последней сделки вчерашнего дня или цены закрытия вчерашнего дня. По реакции собравшихся в секции участников торгов, которую они выражают голосом или языком жестов, маклер судит о соотношении спроса и предложения. В зависимости от того, что, по его мнению, преобладает, он увеличивает или уменьшает цену. И так до тех пор, пока не будет достигнут наибольший баланс спроса и предложения. Курс, которому соответствует данная ситуация, и становится единым. Как и при письменном вводе заявок здесь действует приоритет цены, а при прочих равных условиях и объема заявки. Однако есть и серьезное отличие данного способа курсообразования: участники торга могут изменить свой первоначальный заказ².

На непрерывном рынке используется так называемая *регистрационная система курсообразования*, предполагающая три способа котировки.

¹ Так на биржевом сленге называют специализированное место (секцию), в которой происходят торги по конкретным ценным бумагам. Бытуют и иные названия, в частности — паркет, пол, яма, круг, кольцо.

² Подробнее о механизме этого способа ввода заявок можно прочитать в книге В. П. Федорова «Ринг “быков” и “медведей”» (М.: Политиздат, 1982, С. 29–31).

Первый — использование *книги заказов*, предполагающий, что устно передаваемые брокерами заявки на покупку и продажу заносятся в специальный регистрационный журнал. Уполномоченный биржей работник по мере их поступления сличает объемы и цены и при совпадении условий заявок исполняет их. Подбор заказов осуществляется так, что конкретные покупатели вступают в сделку с конкретными продавцами. При этом в ней могут участвовать несколько заказов. Например, крупный заказ на покупку может исполняться несколькими заказами на продажу, и наоборот.

Второй способ курсообразования на непрерывном аукционе — *табло*, на котором указывается наилучшая пара цен на каждый выпуск (наивысшая при покупке и наименьшая при продаже). Эти цены служат основой для корректировки заявок на основе анализа конъюнктуры рынка. Брокеры сами вводят соответствующие изменения. Заказы размещаются на табло в хронологическом порядке, поэтому приоритет времени играет определяющую роль. Он же основной и при определении тех, кто будет стороной сделки. Ими становятся те, кто первыми согласился на выставленные условия.

Третий способ непрерывного аукциона — *толпа*. В данном случае участники торгов собираются вокруг уполномоченного биржи, который открывает торги и объявляет выпуск, по которому они состоятся. На этом его функции заканчиваются. Брокеры и дилеры сами отыскивают контрагентов, выкрикивая котировки. Таким образом, сделки в «толпе» заключаются по разным ценам, причем один покупатель может заключить сделку с разными продавцами. Никакая общая цена при этом не определяется.

Для всех без исключения способов котировки на непрерывном рынке характерны колебания цены от сделки к сделке.

Следует отметить, что на некоторых фондовых биржах используется вариант торгов, сочетающий в себе методы залпового и непрерывного рынков. В частности, цена открытия, или исходная, определяется в ходе устного либо компьютерного письменного варианта фиксинга. А далее торговля происходит в режиме непрерывного аукциона, когда поступление каждого нового поручения дает толчок одной или несколькими сделкам по мере нахождения в центральном регистре встречных поручений. При этом также соблюдается приоритет времени.

Любая система котировки предполагает постоянные колебания курсов ценных бумаг. Это нормальное состояние биржевого рынка. Однако могут сложиться условия, при которых происходят резкие изменения цен, что чревато негативными последствиями для многих

участников биржевой торговли. Во избежание таких ситуаций биржи разрабатывают специальные меры. В частности, устанавливают пределы колебаний курсов, а также определяют меры нормализации положения, среди которых следует выделить ограничение сделок по тем или иным ценным бумагам, приостановку и полное прекращение торгов.

Для российских организаторов торговли предусмотрены предельные отклонения цен, при которых торги приостанавливаются и останавливаются по всем ценным бумагам или по ценной бумаге конкретного выпуска.

При определении амплитуды колебаний биржевых цен в России используются *технические индексы цен*. Нормативными документами установлены следующие их виды:

- технический индекс открытия, для расчета которого учитываются цены по сделкам, совершенным в первый час торгов текущего дня;
- технический индекс закрытия, учитывающий расчетные цены по сделкам, совершенным в последний час торгов текущего дня;
- текущий технический индекс, который рассчитывается в ходе торгов каждые 30 мин. и при котором учитываются цены по сделкам, совершенным в течение последнего часа.

Организатор торговли (а значит, и фондовая биржа) обязан приостановить торги не менее чем на один час, если технический индекс открытия по сравнению с техническим индексом закрытия предыдущего дня повышается или снижается более чем на 12%; если текущий технический индекс повышается или снижается более чем на 8% по сравнению с техническим индексом открытия текущего дня.

Крайний случай — полная остановка торгов. Она возможна при:

- повышении или снижении технического индекса открытия по сравнению с техническим индексом закрытия предыдущего дня более чем на 15%;
- повышении или снижении текущего технического индекса более чем на 10% по сравнению со сводным индексом открытия текущего дня.

Торги тогда возобновляются только на основании распоряжения ФКЦБ.

Аналогичные меры предусмотрены и для ценных бумаг конкретных выпусков. В частности, организатор торговли обязан приостановить торги по ценной бумаге конкретного выпуска, включенного в котировальный лист «А», не менее чем на один час при:

- повышении или снижении средневзвешенной цены за первый час торгов (цены открытия) по сравнению со средневзвешенной ценой за последний час торгов предыдущего дня (ценой закрытия) по данной ценной бумаге более чем на 15%;
- повышении или снижении средневзвешенной цены за предшествующий расчету час торгов (текущего значения цены) ценной бумаги по сравнению с ценой открытия текущего дня более чем на 10%.

При этом расчет текущего значения цены ценной бумаги проводится организатором торговли в течение торговой сессии не реже чем каждые 15 мин.

Что касается остановки торгов по ценной бумаге конкретного выпуска, включенного в котировальный лист «А», то она предусмотрена в следующих случаях:

- при повышении или снижении цены открытия по сравнению с ценой закрытия предыдущего дня по данной ценной бумаге более чем на 25%;
- при повышении или снижении текущего значения цены ценной бумаги, рассчитанной за последний час торгов, по сравнению с ценой открытия текущего дня более чем на 15%.

Во всех этих случаях организатор торгов должен представить в ФСФР информацию об основаниях приостановления или прекращения торгов, меры, которые предполагается принять в связи с возникшей ситуацией, предложения по порядку и срокам возобновления торгов. Если же торги приостанавливались более чем на один час, то возобновиться они могут не ранее истечения следующего торгового дня.

10.4. Биржевые сделки с ценными бумагами

Под биржевыми сделками с ценными бумагами понимаются действия участников биржевых торгов, направленные на установление, прекращение или изменение их прав и обязанностей в отношении ценных бумаг. Данные действия обязательно должны быть закреплены письменно, т. е. биржевая сделка имеет письменную форму. Это может быть подписание сторонами договора или иной способ, позволяющий документально зафиксировать состоявшуюся сделку. В частности, обмен письмами, телеграммами, факсимильными сообщениями. Целями при этом могут служить простое инвестирование капитала, спекуляция, страхование или хеджирование риска.

Существуют различные классификации биржевых сделок с ценными бумагами. Наиболее часто используемым для этого признаком служит срок исполнения сделки. В соответствии с ним все сделки на фондовой бирже делятся на две большие группы: *кассовые* и *срочные*.

Кассовые — это сделки, предполагающие их немедленное исполнение. Однако в момент их заключения ни денег, ни ценных бумаг в операционном зале биржи нет. Поэтому термин «немедленно» в данном случае не предполагает передачи ценных бумаг и денег из рук в руки. На исполнение таких сделок, в том числе сверку, расчеты, перерегистрацию ценных бумаг и их поставку, отводится несколько дней. Соответственно жизненный цикл кассовой сделки может быть описан равенством:

$$D = (T + n),$$

где D — срок исполнения сделки, T — день совершения сделки, n — количество дней, отведенное биржей для исполнения кассовой сделки.

Обычно продолжительность срока исполнения не превышает трех дней, но иногда может достигать и пяти¹.

Исторически и логически кассовые сделки отражают стратегию инвесторов — тех субъектов рынка ценных бумаг, которые покупают фондовые инструменты на неопределенный срок. Однако в современных условиях их активно совершают и биржевые спекулянты. Их цель — получить разницу в ценах покупки и продажи ценных бумаг. Для этого ведется игра на повышение и понижение цен. *Игра на повышение* предполагает покупку ценных бумаг в расчете на то, что их рыночный курс вырастет. Тогда ценные бумаги перепродаются с прибылью. *Игра на понижение* — это продажа ценных бумаг с расчетом на снижение курса. В этом случае они покупаются дешевле, чем были проданы. Данная разница и составляет прибыль игрока на понижение.

Существуют две разновидности спекулятивных кассовых сделок. Первая — покупка ценных бумаг с частичной оплатой заемными средствами, которая называется на биржевом языке *длинная покупка*, или *long*. Она используется игроками на повышение — «быками» и предполагает, что клиент оплачивает только часть стоимости ценных бумаг, а остальное покрывается за счет кредита, предоставляемого брокером.

Смысл заключения подобных сделок связан с расчетом на то, что стоимость ценных бумаг будет расти быстрее, чем процент по кредиту. Такие сделки называют еще *сделками с маржой*, или *маржинальными*.

¹ Международная федерация фондовых бирж в 1992 г. рекомендовала систему плавающего расчета со сроком исполнения кассовых сделок $T + 3$.

Маржа, или *margin*, в данном случае представляет собой сумму средств, которую клиент должен иметь на брокерском счете в качестве гарантии. *Нормативный уровень маржи* определяется по формуле:

$$Y_{\text{н}} = (A_{\text{к}} - C_{\text{з}}) / A_{\text{к}} \times 100,$$

где $Y_{\text{н}}$ — нормативный уровень маржи в процентах, $A_{\text{к}}$ — активы клиента на брокерском счете, $C_{\text{з}}$ — заемные средства, полученные у брокера.

В свою очередь, активы клиента на брокерском счете определяются как сумма денежных средств, которые там расположены, и рыночной стоимости ценных бумаг, принимаемых брокером в обеспечение кредита. Согласно нормативному уровню маржи рассчитывается минимальная сумма собственного капитала, которую должен внести клиент, чтобы получить кредит брокера. Это так называемая *первоначальная маржа*. Однако рыночные курсы ценных бумаг постоянно меняются, поэтому брокер обязан рассчитывать и *фактическую маржу*:

$$M_{\text{ф}} = (C_{\text{р}} - C_{\text{з}}) / C_{\text{р}} \times 100,$$

где $M_{\text{ф}}$ — фактическая маржа в процентах, $C_{\text{р}}$ — рыночная стоимость ценных бумаг, купленных с привлечением заемных средств.

Если фактическая маржа оказывается больше, чем требуется по нормативу, то счет клиента называется *счетом с неограниченной маржой*. В противном случае его счет будет *ограниченным*. В связи с этим существует *минимально допустимый уровень маржи* как нижний процентный уровень фактической маржи по отношению к текущей рыночной стоимости ценных бумаг. При его достижении брокер осуществляет принудительную продажу ценных бумаг клиента для погашения задолженности. Если фактическая маржа оказывается ниже этого уровня, то счет клиента становится *необеспеченным*. И, если клиент не исправляет положения, брокер имеет право самостоятельно продать ценные бумаги¹. Чтобы этого не допустить, необходимо внесение *вариационной маржи*, т. е. разницы между минимально допустимой величиной маржи и ее фактическим размером. Здесь действует следующая формула:

$$C_{\text{вм}} = C_{\text{р}} \times K_{\text{мм}} / 100 - M_{\text{фс}},$$

¹ В России такое право у брокера возникает в том случае, если величина обеспечения становится меньше величины задолженности клиента по маржинальным сделкам. См.: Правила осуществления брокерской деятельности при совершении на рынке ценных бумаг сделок с использованием денежных средств и/или ценных бумаг, переданных брокером в заем клиенту (маржинальных сделок). Постановление ФКЦБ от 13.08.2003 № 03-37/пс.

где $C_{\text{м}}$ — стоимость вариационной маржи, $K_{\text{м}}$ — норматив минимальной маржи в процентах, $M_{\text{фс}}$ — стоимость фактической маржи.

В то же время клиент может и сам продать часть ценных бумаг.

Вторая разновидность спекулятивных кассовых сделок — продажа ценных бумаг, взятых в займы, или *короткая продажа*, *short*. Здесь игроки на понижение — «медведи» — берут в долг у брокера не деньги, а ценные бумаги, и продают их, рассчитывая на падение курса. Если это произойдет, то они покупают ценные бумаги и возвращают их брокеру. Как и в случае с длинной покупкой, здесь также устанавливаются различные варианты маржи. В частности, нормативный ее уровень определяется по формуле:

$$Y_{\text{м}} = [D / (D + C_p)] \times 100,$$

где D — денежные средства клиента, хранящиеся у брокера, C_p — рыночная стоимость акций, взятых в кредит.

На этой основе рассчитывается сумма гарантийного взноса клиента:

$$D = Y_{\text{м}} \times C_p / (1 - Y_{\text{м}}).$$

В результате изменения курсов стоимость первоначальной маржи перестает соответствовать нормативу. Соответственно определяется фактическая маржа как разница между средствами клиента и рыночной стоимостью ценных бумаг, взятых в кредит:

$$M_{\text{ф}} = A_{\text{к}} - Z,$$

где Z — задолженность клиента перед брокером.

При повышении курсов ценных бумаг фактическая маржа становится меньше необходимой. Требуемый маржинальный остаток $M_{\text{тр}}$ вычисляется по формуле:

$$M_{\text{тр}} = C_p \times K_{\text{м}} / (1 - K_{\text{м}}).$$

Сравнивая его с фактической маржой, определяют вариационную:

$$C_{\text{вм}} = M_{\text{тр}} - M_{\text{ф}}.$$

Данную сумму необходимо будет вносить при превышении рыночной стоимости ценных бумаг, взятых в кредит, предельно допустимой стоимости $C_{\text{дл}}$. Она, в свою очередь, вычисляется следующим образом:

$$C_{\text{дл}} = A_{\text{к}} (1 - K_{\text{м}}).¹$$

В России нормативный уровень маржи по всем видам маржинальных сделок составляет 50%, а минимально допустимый — 35%. Одна-

¹ См. подробнее: Берзон Н. И., Аршавский А. Ю., Буянов Е. А. Фондовый рынок. М.: Вита-Пресс, 2002. Гл. 11.

ко в договоре с клиентом может быть предусмотрен и более высокий уровень маржи. Следует также знать, что ценные бумаги, приобретенные с предоставлением займа, брокер хранит у себя в качестве залога до полного его погашения.

Особо следует отметить, что маржинальные сделки, с одной стороны, позволяют использовать эффект финансового *левериджа* (рычага), но с другой — усиливают инвестиционный риск.

Срочные сделки — это сделки, исполнение или ликвидацию которых предполагается осуществить в течение определенного стандартного срока. Он может быть определен в пределах месяца, до 3 и до 6 месяцев. По российскому законодательству расчеты по срочным сделкам осуществляются не позднее 90 дней.

При этом бывают разные временные конфигурации проведения расчетов по ним. В частности, исполнение сделки может быть привязано ко дню ее заключения и осуществляется через определенное количество дней, оговоренное в контракте. Однако чаще используется другой способ: устанавливаются специальные дни исполнения, или *ликвидационные дни*, когда осуществляются все расчеты по сделкам, пришедшимся на соответствующий период. В частности:

- 15-го числа месяца исполняются сделки на «медио»;
- 30-го или 31-го числа — сделки на «ультимо».

По способу установления цен различаются *срочные* сделки, в которых цена фиксируется:

- по курсу биржи на момент заключения сделки;
- на уровне курса дня заключения срочной сделки;
- цена на фондовые бумаги не оговаривается, а расчеты производятся по курсу, который складывается на определенный срок;
- в качестве цены бумаги принимается ее курс любого заранее оговоренного биржевого дня в пределах со дня заключения сделки до дня окончания расчетов;
- в основе расчетов лежит максимальная цена покупки или минимальная цена продажи.

Данные временные и ценовые особенности обусловили тот факт, что срочные сделки в основном обслуживают стратегию биржевых игроков, спекулянтов. Отличие от спекулятивных кассовых сделок заключается в том, что игра на повышение цен предполагает покупку ценных бумаг с обязательством принять их спустя какой-то срок, а игра на понижение представляет собой продажу ценных бумаг с обязательством поставить их спустя какой-то срок. Поэтому игрок на повыше-

ние рассчитывает не вообще на повышение курса, а на его рост именно в течение данного срока. Игрок же на понижение должен найти ценные бумаги по более низкой цене до истечения срока поставки. В то же время возможность осуществления маржинальных сделок и их специфика присущи и этой категории спекулятивных сделок. Если спекулятивная прибыль получается в результате игры на ценах на одной бирже, то это так называемый *спрединг*. Если же за счет различных уровней цен покупки и продажи ценных бумаг на разных биржах, то — *арбитраж*.

В зависимости от механизма исполнения срочные сделки могут быть твердыми, условными и пролонгационными.

Твердые сделки обязательны для исполнения в установленные сроки по фиксированным при их заключении ценам. Параметры таких сделок менять нельзя. При этом стороны сделки могут не иметь ценных бумаг и денег в момент ее заключения. Они просто фиксируют в контракте свои позиции, объем сделки, курс и срок исполнения. Это привело к появлению особой разновидности твердых сделок — *сделок на разницу*. В данном случае их объектом становится разница курсов. Игроки заранее исходят из того, что продавец не будет поставлять, а покупатель — принимать ценные бумаги. По таким сделкам один из контрагентов должен уплатить другому разницу между зафиксированным в договоре курсом и курсом, сложившемся в момент ликвидации сделки.

Условные сделки, или сделки с премией, дающие право изменить их условия или вообще отказаться от их исполнения. За это контрагенту выплачивается премия, своего рода отступное. Премия может рассматриваться как элемент затрат держателя права. Поэтому на исполнение такого рода сделок следует соглашаться в том случае, если выгода превышает сумму курса и премии. Если же потери от сделки выше, чем премия, то от нее отказываются. Следовательно, сделки с премией становятся инструментом страхования потерь — хеджирования. Если размер премии каждый раз оговаривается отдельно, это простая сделка с премией. Если же премия фиксированная, выплачивается заранее и в любом случае остается у контрагента, такая сделка называется опционной.

Опцион в данном случае представляет собой право, но не обязанность, купить или продать ценные бумаги по оговоренной цене в оговоренный срок или отказаться от сделки. Опционы достаточно разнообразны. В частности, существуют:

- право купить, или *опцион колл*, — сделка, в которой держателю опциона предоставляется право купить ценные бумаги или иной

финансовый актив по обусловленной цене; выплачиваемая при этом премия называется предварительной;

- право продать, или *опцион пут*, — сделка, в которой держателю опциона предоставляется право продать ценные бумаги или иной финансовый актив по обусловленной цене; в данном случае премия называется обратной;
- право определить свою позицию на рынке в момент исполнения сделки, или *двойной опцион*; здесь плательщик премии получает право на покупку или продажу ценных бумаг по своему усмотрению. Таким образом объединяются стратегия колл-опциона и пут-опциона. Часто такие сделки называют *стеллажными*.

Если право может быть реализовано в любое время до окончания срока его действия, это американский опцион. Если же только в последний день срока — европейский.

Возможны варианты комбинирования опционных сделок. Например, одновременная продажа или покупка пут-опциона и колл-опциона с одной и той же ценой реализации — *стредл* или с одновременной покупкой-продажей соответственно пут-опциона и колл-опциона с разными ценами — *стренгл*.

Пролонгационные сделки предполагают продление сроков их исполнения. Необходимость в сделке этого вида возникает у биржевого игрока в том случае, если прогнозируемое им изменение курса к моменту исполнения контракта не состоялось и ликвидация этой сделки не принесет ожидаемой прибыли. Поэтому спекулянт, ожидая, что все-таки его прогноз подтвердится, прибегает к продлению сроков сделки.

Существуют две разновидности пролонгационных сделок: *репортная* (репорт, репо) и *депортная* (депорт, депо). Они определяются положением биржевого игрока в сделке: «быки» репортируют; «медведи» депортируют.

Репорт — это вид отсрочки биржевых сделок, при которой биржевой спекулянт, играющий на повышение, продает ценные бумаги банку с обязательством купить их по более высокой цене.

Разница в цене покупки и продажи и есть репорт. Выгода от совершения сделки для спекулянта состоит в том, что он освобождается от необходимости принять купленные им у контрагента бумаги и продолжает сделку.

Депорт — это операция, обратная репорту.

В данном случае игрок на понижение покупает у банка ценные бумаги с обязательством продать их по уже более низкому курсу. Разни-

ца составляет депорт. Выгода для «медведя» состоит в том, что он, с одной стороны, выполняет свои обязательства по покупке, а с другой — продолжает игру на понижение.

Особое место среди срочных сделок занимают *фьючерсные сделки*. Они представляют собой заключенное на фондовой бирже соглашение двух сторон о будущей поставке предмета контракта. У них есть ряд отличительных свойств.

1. Практически полная стандартизация условий, объемов и сроков сделки. Биржа разрабатывает эти стандарты для каждого вида финансового актива.
2. Бумажный характер; эти сделки с самого начала не предполагают приема-поставки ценных бумаг. Фьючерсный контракт по своей сути есть титул цены.
3. Возможность прекращения обязательств по сделке путем заключения обратной — *офсетной* — сделки. Иными словами, тот, кто покупал фьючерсные контракты, впоследствии их продает, тот, кто продавал, — покупает.
4. Партнером в офсетных сделках выступает клиринговая палата биржи.

На практике заключение фьючерсных сделок, как правило, проводится для хеджирования рисков неблагоприятного изменения курсов ценных бумаг. Смысл здесь в том, чтобы с помощью операций с фьючерсными контрактами компенсировать потери по иным сделкам с ценными бумагами. Поэтому механизм хеджирования предполагает совершение трех видов сделок:

- покупка-продажа ценных бумаг с исполнением контракта в какой-то срок. Это сделка *форвард*;
- продажа-покупка фьючерсных контрактов с аналогичными спецификациями. Это *открытие позиции* по фьючерсу;
- совершение обратной сделки с фьючерсными контрактами в момент исполнения сделки форвард. Это *заккрытие позиции* по фьючерсу.

При этом возможны два варианта страхования. Хеджирование покупкой осуществляет продавец ценных бумаг, а хеджирование продажей — соответственно покупатель ценных бумаг.

В современных условиях как среди опционных, так и среди фьючерсных сделок широкое распространение получили так называемые *индексные контракты*. При сохранении специфики опциона и фью-

черса они представляют собой договор о купле-продаже некоего гипотетического пакета ценных бумаг, составленного из акций крупнейших компаний, рыночная цена которых суммируется при исчислении биржевых индексов.

Как особую разновидность биржевых сделок следует выделить *биржевые пирамиды*. По смыслу они очень близки к рассмотренной ранее спекулятивной кассовой сделке с частичной оплатой ценных бумаг заемными средствами — длинной покупке. Однако особенности их механизма позволяют разграничить эти виды сделок. В частности, пирамиды используются тогда, когда срочные сделки на бирже запрещены или ограничены. Тогда на какую-либо сумму собственного капитала по кассовой сделке покупаются акции и закладываются в банк для получения кредита. На сумму кредита снова покупаются акции и вновь закладываются в банк, и т. д. В итоге значительно увеличивается стоимость пакета акций, которой можно оперировать. Ее определяют по формуле:

$$S = a / (1 - q),$$

где S — стоимость заложенных акций, a — собственный капитал, q — доля займа от стоимости закладываемых акций.

При благоприятном изменении курсов акций заем, сделанный под них, погашается, а сами акции продаются с прибылью. Как правило, соотношение собственного и заемного капитала по таким сделкам нормируется. В России этот норматив равен единице, т. е., как и в случае маржинальных сделок, собственные средства должны составлять не менее 50% от общей стоимости приобретаемых ценных бумаг.

Лекция 11

АНАЛИЗ ФОНДОВОГО РЫНКА

Вопросы темы

- 11.1. Фундаментальный анализ конъюнктуры рынка.
- 11.2. Финансовый анализ эмитента.
- 11.3. Технический анализ биржевого рынка.
- 11.4. Биржевые индексы.

11.1. Фундаментальный анализ конъюнктуры рынка

Успешная работа на рынке ценных бумаг предполагает перспективный и текущий анализ ситуации, необходимый для того, чтобы обоснованно выбрать направления вложения капитала, отыскать наиболее привлекательных эмитентов, достичь оптимального сочетания риска и доходности, выбрать время совершения тех или иных операций с ценными бумагами.

Выделяют следующие основные виды анализа фондового рынка:

- фундаментальный анализ;
- технический анализ;
- статистический анализ;
- рейтинговый анализ;
- экспертный анализ;
- текущее наблюдение, или мониторинг состояния рынка.

Одно из наиболее представительных направлений современного анализа фондового рынка — фундаментальный, или основной, анализ.

Важнейший постулат *фундаментального анализа* — утверждение, что динамика курсов ценных бумаг отражает состояние экономики в целом, отрасли, к которой относится эмитент, а также финансовое положение самого эмитента ценных бумаг. Соответственно, полный фундаментальный анализ — это анализ «сверху вниз», и проводится он на трех уровнях.

Первоначально рассматривается состояние экономики и фондового рынка в целом. Это позволяет выяснить, насколько общая ситуация благоприятна для инвестирования и какие факторы ее определяют. Затем анализируются отдельные сферы рынка для выявления наиболее благоприятных в инвестиционном смысле отраслей. Наконец, анализируется состояние отдельных эмитентов, представленных на фондовом рынке. Естественно, в рамках отраслей, выбранных ранее, и для определения конкретных ценных бумаг, наиболее полно реализующих цели инвестирования.

Таким образом, уровни фундаментального анализа таковы:

- макроэкономический анализ;
- индустриальный, или отраслевой, анализ;
- финансовый анализ конкретного эмитента¹.

В рамках данного раздела рассматриваются первые два уровня, имеющие непосредственное отношение к конъюнктуре фондового рынка в целом.

Макроэкономический анализ предполагает изучение показателей, характеризующих динамику производства, потребление и накопление, сбережения и инвестиции, движение денежной массы, уровень инфляционных процессов и безработицы, финансовое состояние государства. Задача здесь — оценить краткосрочные и среднесрочные перспективы развития экономики. Основными изучаемыми показателями служат валовой внутренний продукт, индекс производства, уровень инвестиций, объем доходов и расходов населения, уровень сбережений, индекс безработицы, процентные ставки, темпы инфляции, валютный курс. По динамике этих показателей определяют направление экономического развития, в частности, устойчивый рост или замедление.

Экономический рост — важнейшее условие эффективного вложения в ценные бумаги. Во многом это так потому, что в периоды экономического роста наблюдаются рост портфелей заказов хозяйственных субъектов, повышение загрузки производственных мощностей, снижение финансовых затрат на производство продукции. В итоге эмитенты ценных бумаг имеют стабильную прибыль, что не может не оказывать влияния на доходность и динамику курсов их ценных бумаг.

¹ Следует отметить, что в ряде работ выделяется и региональный уровень анализа. Думается, что это вполне допустимо, например, в отношении к экономике России, отличающейся значительной неравномерностью развития регионов.

Сопоставление фондовых индексов с показателями экономической активности свидетельствует о тесной взаимосвязи между направлением движения цен на фондовом рынке и состоянием экономики. Цены, как правило, растут в период развития и снижаются в период спада. При этом практика развитых стран показывает, что рынок акций опережает во времени изменение конъюнктуры, т. е. курсы акций опережают фактическое экономическое развитие в среднем на 6—9 месяцев. Это вполне закономерно, поскольку увеличение занятости, рост заработной платы и сбережений способствуют притоку капитала на финансовый рынок и увеличивают спрос на инструменты инвестирования. Одновременно растет предложение этих инструментов со стороны эмитентов, нуждающихся в притоке инвестиций. Безусловно, это улучшает конъюнктуру рынка ценных бумаг. И, разумеется, наоборот.

Вместе с тем очевиден факт неравномерного развития отраслей национальной экономики. Часть из них имеет однонаправленную динамику с экономикой в целом, часть демонстрирует снижение темпов развития при общих благоприятных условиях, часть же, наоборот, развивается опережающими темпами. Соответственно вторым уровнем фундаментального анализа служит *индустриальный анализ*. Его цель — определить перспективы развития конкретных отраслей экономики.

Индустриальный анализ позволяет осуществить корректировку выводов, сделанных на макроуровне, и классифицировать отрасли по отношению к деловой активности, по стадиям развития и по привлекательности для инвестиций.

В общем смысле отраслевой анализ основан на изучении делового цикла в отраслях и изменений важнейших отраслевых показателей и индикаторов.

Обычно отрасли в своем развитии подчиняются определенным закономерностям. Начальные этапы их становления, связанные с подъемом и быстрым увеличением доходности, сменяются более или менее продолжительными периодами относительно устойчивого развития. С течением времени может наметиться стагнация, а некоторые отрасли вообще отмирают. Однако проявляются эти тенденции неодинаково. Поэтому важно классифицировать отрасли по их деловому циклу. В этом смысле традиционно выделяют три типа отраслей: растущие, циклические, устойчивые¹.

¹ Б. И. Алехин в своей книге «Рынок ценных бумаг. Ведение в фондовые операции» выделяет для целей индустриального анализа более богатую палитру отраслей.

1. *Растущие отрасли.* Характеризуются более высокими темпами развития по сравнению с ВВП. Это молодые отрасли, которые находятся на начальных этапах своего становления, а также традиционные, переживающие периоды внедрения новых технологий, выпуска новой продукции, изменения структуры спроса. Обычно предприятия таких отраслей стремятся вкладывать как можно больше средств в развитие производства. Это уменьшает возможности для выплат по ценным бумагам. В то же время потенциал таких предприятий быстро растет, что ведет к росту курсов их ценных бумаг.
2. *Циклические отрасли.* Показатели их деятельности тесно связаны с тем, в какой фазе цикла находится деловая активность в экономике в целом. К ним прежде всего относятся отрасли, производящие средства производства и товары длительного пользования.
3. *Устойчивые отрасли.* Отличаются высокой стабильностью своего развития и в меньшей степени подвержены воздействию макроэкономической ситуации. Они связаны с производством товаров текущего потребления или оказанием жизненно важных услуг, спрос на которые остается постоянным независимо от фазы деловой активности или уровня инфляции.

Инвестиции в эти отрасли отличаются высокой надежностью, низким уровнем риска, но и относительно меньшей доходностью. Тем не менее и здесь можно обнаружить определенные различия в сочетании риска и доходности. В связи с этим выделяют три наиболее общие категории акций устойчивых отраслей.

- *Синие корешки.* Это акции с наилучшими инвестиционными свойствами. Их эмитенты способны получать прибыль и выплачивать дивиденды даже в худшие времена. Как правило, они имеют монопольное положение на рынке, очень сильны в финансовом отношении, отличаются эффективным менеджментом.
- *Оборонительные.* Их эмитенты проявляют относительную устойчивость к плохой конъюнктуре, более или менее стабильно получают доход и выплачивают дивиденды.
- *Доходные.* По этим акциям выплачиваются большие дивиденды. Однако потенциал роста их эмитентов незначителен.

Кроме исследования делового цикла в процессе отраслевого анализа осуществляется изучение таких индустриальных индикаторов, как объемы производства и продаж, запасы готовой продукции и сырья, уровень цен и заработной платы, накопления, объемы полученной

прибыли и отраслевая рентабельность. Они анализируются не только в динамике, но и в сопоставлении с аналогичными показателями как по отраслям, так и национальной экономики в целом.

Вместе с тем изменения цен на те или иные ценные бумаги могут существенно различаться, отражая финансовое состояние компаний-эмитентов. Поэтому после выделения наиболее привлекательных в инвестиционном смысле отраслей необходим поиск конкретного объекта вложения капитала. Он осуществляется в процессе анализа финансового состояния эмитентов ценных бумаг.

11.2. Финансовый анализ эмитента

Фундаментальный анализ завершается *финансовым анализом* конкретных эмитентов ценных бумаг. Его цель состоит в оценке перспектив развития эмитента и определении привлекательности инвестирования в его ценные бумаги с позиции сочетания уровней доходности, риска и ликвидности. В связи с этим следует различать *количественный и качественный анализ* эмитента. В первом случае предполагается изучение его финансового положения. Во втором — его менеджмента.

Концепция финансового анализа основана на том, что существуют недооцененные и переоцененные рынком активы. Выяснить степень того, как оценены бумаги, можно при сравнении их текущей рыночной стоимости с так называемой внутренней стоимостью. В свою очередь, последняя во многом определяется эффективностью деятельности эмитента и его финансовым состоянием. Если она выше рыночной стоимости, значит, ценные бумаги недооценены и следует ожидать повышения их курса.

Анализ потенциала инвестиционной привлекательности эмитента чаще всего осуществляют с использованием традиционных методов анализа финансового состояния¹. Основным источником информации при этом служит финансовая отчетность эмитента. Именно на ее основе производится первичная оценка эмитента.

Во-первых, оборачиваемости его средств. *Коэффициенты оборачиваемости* имеют особое значение, так как характеризуют скорость об-

¹ Учитывая тот факт, что финансовый анализ — предмет изучения нескольких взаимосвязанных дисциплин, преподаваемых студентам экономических специальностей, в данном курсе виды, методики, этапы, приемы анализа не рассматриваются. Более того, круг показателей также ограничен наиболее существенными.

ращения средств в денежную форму, а значит — прямо влияют на платежеспособность эмитента. Увеличение скорости оборота при прочих равных условиях означает повышение производственно-технического потенциала.

На этой стадии анализа важны следующие показатели.

- Общий коэффициент оборачиваемости, определяемый как отношение выручки от реализации за отчетный период и стоимости активов эмитента. Он важен потому, что показывает, сколько раз за период совершается полный цикл «производство–обращение», приносящий соответствующий доход.

$$K_{об} = B_p / A,$$

где $K_{об}$ — общий коэффициент оборачиваемости, B_p — выручка от реализации, A — средняя стоимость активов эмитента.

- Оборачиваемость собственного капитала, отражающая количество его оборотов за расчетный период.

$$K_{ок} = B_p / K_c,$$

где $K_{ок}$ — коэффициент оборачиваемости собственного капитала, K_c — средняя стоимость собственного капитала эмитента.

- Оборачиваемость основных средств, характеризующая, по сути, эффективность использования основных производственных фондов эмитента.

$$K_{ос} = B_p / C_{ос},$$

где $K_{ос}$ — коэффициент оборачиваемости основных средств, $C_{ос}$ — стоимость основных средств.

- Оборачиваемость оборотных средств, имеющая тот же смысл, что и предыдущий коэффициент, только применительно к оборотным средствам.

$$K_{оо} = B_p / C_{оо},$$

где $K_{оо}$ — коэффициент оборачиваемости оборотных средств, $C_{оо}$ — среднегодовая стоимость остатков оборотных средств.

- Оборачиваемость запасов, характеризующая эффективность использования в производстве этой части активов эмитента.

$$K_{оз} = B_p / C_{оз},$$

где $K_{оз}$ — коэффициент оборачиваемости запасов и затрат, $C_{оз}$ — стоимость запасов и затрат.

- Не менее важны в данной группе показатели продолжительности оборота, характеризующие длительность одного оборота соот-

ветствующих активов за расчетный период в днях. Они определяются путем деления количества дней в расчетном периоде, в частности, 365 годовых, на соответствующие коэффициенты оборачиваемости.

Следует учесть, что все указанные показатели индивидуальны для каждого эмитента. Однако вместе они характеризуют его деловую активность. Поэтому чем выше значения коэффициентов оборачиваемости и ниже значения продолжительности оборота, тем эффективнее управление его активами.

Во-вторых, оценка рентабельности капитала и продаж эмитента. *Коэффициенты рентабельности*, будучи относительными величинами прибыли, характеризуют эффективность использования практически всех производственно-сбытовых факторов. Базовым показателем в этой группе выступает рентабельность инвестиций, связывающая полученную прибыль с капиталом, вложенным в ее формирование.

$$K_{pi} = \Pi / I,$$

где K_{pi} — коэффициент рентабельности, I — инвестиции, Π — прибыль за расчетный период. В литературе по финансовому анализу и финансовым вычислениям данный коэффициент известен как *ROI*.

Инвестированные в деятельность эмитента средства имеют разные формы проявления. В зависимости от того, с чем соотносится прибыль, рассчитывают более конкретные показатели. Среди них:

- Рентабельность активов, характеризующая размер прибыли на каждый рубль всех активов эмитента:

$$K_{pa} = \Pi / A.$$

Данный коэффициент часто обозначают как *ROA*.

- Рентабельность собственного капитала, отражающая, сколько прибыли приходится на каждый рубль собственного капитала эмитента:

$$K_{pck} = \Pi / K_c.$$

Коэффициент рентабельности собственного капитала иначе обозначается *ROE*.

- Рентабельность акционерного капитала, позволяющая оценить эффективность использования вложений акционеров:

$$K_{pka} = \Pi / K_a,$$

где K_a — акционерный капитал.

Этот коэффициент в литературе обозначают *RCSE*.

- Рентабельность производственных фондов, характеризующая использование основных и оборотных средств эмитента:

$$K_{\text{роф}} = \Pi / (\text{ОС} + \text{МОС}),$$

где ОС — среднегодовая стоимость основных средств, МОС — среднегодовая стоимость остатков материальных оборотных средств.

- Рентабельность финансовых вложений как частный показатель эффективности вложений в финансовые активы:

$$K_{\text{рфв}} = \text{Д} / \text{ФВ},$$

где ФВ — финансовые вложения, Д — прибыль, полученная за отчетный период от долевого участия, по облигациям, валюте и иным внешним инвестициям.

Не менее важны в данной группе коэффициентов показатели, характеризующие, какова доля прибыли в доходах эмитента. Например, в выручке от всех операций и в выручке от реализации:

$$K_{\text{ро}} = \Pi / \text{В}_o,$$

$$K_{\text{рр}} = \Pi / \text{В}_p,$$

где о — все операции эмитента, В_o — выручка от всех операций, р — реализация, В_p — выручка от реализации.

Показатели рентабельности могут определяться как исходя из прибыли до налогообложения, так и из чистой прибыли. Сравнивая рассчитанные таким образом коэффициенты, можно выявить влияние на рентабельность налоговых отчислений и иных платежей из прибыли. Но в любом случае они показывают размер прибыли, генерируемой каждым элементом инвестируемых средств, и позволяют судить о надежности вложений в ценные бумаги эмитента. По крайней мере, с позиции источников для выплаты по ним доходов. Поэтому при всей индивидуальности показателей рентабельности их более высокие значения предпочтительнее.

В-третьих, оценка темпов прироста активов и прибыли эмитента. *Темп прироста активов* характеризует наращивание имущества и представляет собой соотношение активов в анализируемом и предыдущем периоде. Для его определения используется формула:

$$\text{ТПР}_a = \{[(A_t + B_t + D_t) / (A_{t-1} + B_{t-1} + D_{t-1})] - 1\} \times 100\%,$$

где ТПР_a — темп прироста активов, А — основные средства и вложения без учета нематериальных активов, В — запасы и затраты, Д — дебительные средства, расчеты и прочие активы без учета использованных заемных средств, Т — анализируемый период.

Аналогично определяется *темп прироста прибыли*, отражающий наращивание прибыли эмитента за отчетный период. Он высчитывается как соотношение прибыли за анализируемый и предыдущий период:

$$\text{ТПР}_n = [(ПБ_n / ПБ_{n-1}) - 1] \times 100\%,$$

где ТПР_n — темп прироста прибыли, ПБ — балансовая прибыль.

Таким образом, на основе первичной оценки можно получить представление о деловой активности эмитента, доходности его деятельности, динамике имущества и прибыли.

Однако этого недостаточно. Необходимо оценить также финансовое положение эмитента, и прежде всего с точки зрения способности выполнять обязательства по ценным бумагам.

Поэтому следует проанализировать *ликвидность и платежеспособность* эмитента. При этом ликвидность его баланса определяется как степень покрытия обязательств активами, срок превращения которых в денежную форму соответствует сроку погашения обязательств. Платежеспособность выступает частным случаем ликвидности. Она характеризует способность эмитента расплатиться по своим краткосрочным обязательствам.

Обычно оценку платежеспособности начинают с анализа так называемого *работающего капитала*. Под ним подразумевается капитал, который можно направить на обслуживание любых операций. Иначе это будут ликвидные средства эмитента. Основой для их выявления служит перегруппированный баланс-нетто. В частности, активы группируются по уровню их ликвидности, а пассивы — по степени срочности востребования. Располагаются и те и другие по убывающему принципу.

Так, активы разделяются на следующие группы:

- А1 — наиболее ликвидные активы, к которым относятся денежные средства, краткосрочные финансовые вложения и рыночные ценные бумаги;
- А2 — быстро реализуемые активы, включающие краткосрочную дебиторскую задолженность за вычетом задолженности учредителей и прочие оборотные активы;
- А3 — медленно реализуемые активы, в частности, запасы и затраты, долгосрочные финансовые вложения;
- А4 — трудно реализуемые активы, т. е. основные средства, нематериальные активы, иные внеоборотные активы, по своей сути являющиеся неликвидными, а также долгосрочная дебиторская задолженность.

В принципе, нормальным считается состояние, когда сумма ликвидных активов примерно равняется сумме неликвидных. Недостаток ликвидных средств указывает на возможность задержки платежей по текущим операциям, а излишек — на недостаточно эффективное использование оборотных активов.

В свою очередь, в отношении пассивов выделяются следующие группы:

- П1 — наиболее краткосрочные обязательства, к которым относятся кредиторская задолженность и непогашенные в срок ссуды;
- П2 — краткосрочные пассивы, т. е. краткосрочные кредиты и заемные средства;
- П3 — долгосрочные пассивы, включающие долгосрочные кредиты, собственные облигации, отложенные налоги;
- П4 — постоянные пассивы или источники собственных средств, доходы будущих периодов, резервы предстоящих расходов и платежей.

Для определения ликвидности баланса группы активов и пассивов сопоставляются между собой. Баланс эмитента можно считать абсолютно ликвидным, если отмечаются соотношения:

- $A1 \geq П1$;
- $A2 \geq П2$;
- $A3 \geq П3$;
- $A4 \leq П4$.

При этом необходимым условием выступает соблюдение первых трех неравенств. Четвертое же имеет балансирующий характер, его соблюдение говорит о наличии у эмитента собственных оборотных средств. Также следует помнить, что первые два соотношения позволяют выявить текущую ликвидность и свидетельствуют о платежеспособности в ближайшее время. Третье — перспективную ликвидность, прогноз платежеспособности.

Для эмитента текущие обязательства (П1 + П2) наиболее опасны. Их краткосрочность требует наличия денежных активов в каждый момент времени. Это омертвляет, иммобилизует капитал. Соответственно, работающий капитал K_p может быть определен как положительная разница между ликвидными, или оборотными, активами ($A1 + A2 + A3$) и текущими обязательствами:

$$K_p = (A1 + A2 + A3) - (П1 + П2).$$

Величина работающего капитала характеризует маневренность эмитента, его способность платить по обязательствам. Поэтому его часто называют чистым оборотным капиталом и рекомендуют значение не менее 10% от общего объема оборотных активов. Кроме того, рост работающего капитала служит признаком роста эмитента. Поэтому инвестировать безопаснее в организации со значительным работающим капиталом.

Для оценки стабильности эмитента недостаточно рассчитать величину работающего капитала. Его следует оценить с помощью *коэффициентов ликвидности и покрытия*, различающихся набором ликвидных активов, рассматриваемых в качестве покрытия краткосрочных обязательств.

Коэффициент абсолютной ликвидности $K_{ал}$ показывает способность эмитента покрыть краткосрочные, текущие обязательства. Немедленно к платежу и расчетам готовы денежные средства, краткосрочные финансовые вложения и рыночные ценные бумаги. Соответственно данный коэффициент определяется по формуле:

$$K_{ал} = A1/(I11 + I12).$$

Он показывает, какая часть задолженности может быть погашена за счет наиболее ликвидных средств на последнюю отчетную дату. В литературе нормальным считается, если его минимальное значение составляет 0,2–0,25.

Коэффициент уточненной (критической) ликвидности, или промежуточный коэффициент покрытия, $K_{лн}$ отражает возможность мобилизовать средства в расчетах с дебиторами. Его рассчитывают следующим образом:

$$K_{лн} = (A1 + A2)/(П1 + П2).$$

Ориентировочно он должен быть в диапазоне 0,7–0,8. И чем меньше этот коэффициент, тем ниже кредитоспособность эмитента. Однако и слишком высокое его значение нежелательно.

Коэффициент общей или текущей ликвидности (общего покрытия) $K_{ол}$ предполагает использование не только денежных средств и финансовых вложений, но и материальных оборотных средств. Их необходимо учитывать, чтобы определить, покрывают ли ликвидные средства эмитента его краткосрочные обязательства. Для определения этого коэффициента может использоваться формула:

$$K_{ол} = (A1 + A2 + A3)/(I11 + I12).$$

Ликвидных средств должно быть достаточно для выполнения краткосрочных обязательств, поэтому значение коэффициента не может опускаться ниже единицы. Безопасным считается значение от 1 до 2.

Важен и расчет такого показателя ликвидности, как удельный вес денежных средств и дебиторской задолженности в ежедневных денежных расходах. Он показывает, сколько дней эмитент может осуществлять хозяйственную деятельность на базе наиболее ликвидных активов.

После определения способности эмитента выполнять текущие обязательства необходимо спрогнозировать его финансовое состояние с учетом долгосрочных факторов.

Эмитент может привлекать капитал следующими методами:

- выпуск акций;
- привлечение кредита, в том числе путем выпуска облигаций;
- использование дохода.

Общую величину мобилизованного капитала характеризует показатель *капитализации*. Он численно равен сумме уставного капитала, стоимости приобретенных собственных акций, резервного капитала, добавочного капитала в части эмиссионного дохода, нераспределенной прибыли и долгосрочной задолженности¹. Отношение одного из элементов этой суммы к общей величине капитализации образует *коэффициент капитализации*, который характеризует степень привлечения тех или иных источников для формирования капитала эмитента. По мнению ряда авторов, данный коэффициент, рассчитанный по долгосрочной задолженности, при значении 30–35% говорит о рискованной структуре капитала эмитента².

Оценка финансового состояния эмитента обязательно дополняется анализом структуры капитала. Это позволяет судить о его *финансовой устойчивости*. Для этого используются следующие показатели.

- Коэффициент автономии (собственности, независимости) K_a , характеризующий долю собственного капитала в имуществе эмитента (валюте баланса):

$$K_a = K_c / A,$$

где K_c — собственный капитал, A — имущество эмитента.

Он отражает соотношение интересов собственников и кредиторов. Поэтому достаточным уровнем считается значение не менее 0,5. В этом случае риск кредиторов сведен к минимуму.

¹ Бочаров В. В. Инвестиции. СПб.: Питер, 2002. С. 273.

² Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг. М.: Финансы и статистика, 1992. С. 205.

- Коэффициент финансовой напряженности (заемного капитала) $K_{\text{фн}}$, обратный к коэффициенту автономии и показывающий удельный вес заемных средств в стоимости имущества эмитента:

$$K_{\text{фн}} = K_z / A = 1 - K_a,$$

где K_z — заемный капитал эмитента.

- Коэффициент финансовой зависимости (задолженности) $K_{\text{фз}}$, свидетельствующий о зависимости эмитента от внешних займов:

$$K_{\text{фз}} = K_z / K_c.$$

Он показывает, какая часть заемного капитала обеспечена собственным капиталом. Чем больше значение данного показателя, тем выше степень риска, поскольку возрастает возможность банкротства при невыполнении обязательств по платежам¹. А превышение суммы задолженности над собственным капиталом свидетельствует о сомнительной финансовой устойчивости эмитента. В связи с этим допустимые значения показателя не должны превышать единицу.

- Коэффициент маневренности K_m , характеризующий долю собственных оборотных средств $O_{\text{об}}$ вложенных в наиболее мобильные активы:

$$K_m = O_{\text{об}} / K_c.$$

Все рассмотренные выше показатели, во-первых, анализируются в динамике, за ряд периодов, а во-вторых, сравниваются с аналогичными показателями других эмитентов. При этом следует отметить, что коэффициенты деловой активности и рентабельности важны для оценки привлекательности вложений капитала как в акции, так и в облигации; показатели ликвидности и финансовой устойчивости — прежде всего, в облигации.

Наконец, на завершающем этапе финансового анализа эмитента производится оценка его акций. Для этой цели используется система показателей, отражающих инвестиционные качества ценных бумаг. В данном случае результаты деятельности эмитента рассматриваются в расчете на одну акцию. А сама оценка формируется по итогам расчетов *рыночных показателей ценности акций*. В группу этих показателей входят следующие коэффициенты.

¹ В финансовом менеджменте данный коэффициент называют *финансовым рычагом* и используют, в том числе, для характеристики финансового риска в узком смысле слова.

- Коэффициент дивиденда на акцию $K_{да}$ как сумма дивидендов, приходящаяся на одну обыкновенную акцию:

$$K_{да} = Div_{\alpha} / A_{об}$$

где Div_{α} — сумма объявленных дивидендов, $A_{об}$ — количество размещенных обыкновенных акций.

- Коэффициент дивидендного выхода $K_{дв}$, показывающий долю прибыли, выплаченной в форме дивидендов. Его определяют по формуле:

$$K_{дв} = Div_{\alpha} / П_{\alpha}$$

где Div_{α} — дивиденд на одну обыкновенную акцию, $П_{\alpha}$ — прибыль на одну акцию (максимальная сумма дивиденда, которая может быть выплачена на одну обыкновенную акцию).

Последняя определяется делением чистой прибыли после вычета дивидендов по привилегированным акциям на количество обыкновенных акций. Этот коэффициент отражает способность эмитента выплачивать определенные дивиденды, т. е. его дивидендную политику.

- Коэффициент выплаты дивидендов $K_{дп}$, отражающий долю дивидендных выплат в чистой прибыли акционерного общества:

$$K_{дп} = Div_{\alpha} / ЧП$$

где ЧП — чистая прибыль акционерного общества за расчетный период.

В. В. Бочаров в указанном выше учебном издании выделяет показатели, характеризующие качество привилегированных акций. В частности:

- Коэффициент обеспеченности привилегированных акций чистыми активами $K_{ома}$, характеризующий объективность их ликвидационной стоимости:

$$K_{ома} = ЧА / A_{пр}$$

где ЧА — чистые активы на определенную дату, $A_{пр}$ — количество привилегированных акций.

- Коэффициент покрытия дивидендов по привилегированным акциям $K_{ппа}$, позволяющий оценить, в какой мере размер чистой прибыли обеспечивает выплату дивидендов по ним:

$$K_{ппа} = ЧП / Div_{пр}$$

где $Div_{пр}$ — сумма дивидендов к выплате по привилегированным акциям.

Особую группу показателей составляют коэффициенты, отражающие рыночную оценку акций. К их числу следует отнести:

- Соотношение балансовой стоимости и рыночной стоимости акции, сопоставляющее результат деятельности эмитента в расчете на одну акцию с ее курсом:

$$K_{\text{бс/рс}} = \text{БС}_\text{а} / \text{КА},$$

где $K_{\text{бс/рс}}$ — коэффициент «балансовая стоимость/рыночная стоимость», $\text{БС}_\text{а}$ — балансовая стоимость акции.

Если значения данного коэффициента велики, то курс акции ниже ее балансовой стоимости, а у нее самой есть потенциал роста. И наоборот.

Часто используют обратный показатель — коэффициент котировки акций. Его значение, превышающее единицу, означает, что инвесторы готовы платить за акцию цену выше бухгалтерской оценки реального капитала, приходящегося на нее.

- Коэффициент «кратное прибыли» P/E , рассчитываемый как частное от деления рыночной цены акции на доход на акцию:

$$P/E = \text{КА} / \Pi_\text{а}$$

Он позволяет судить о спросе на акции, поскольку показывает, как много согласны платить инвесторы за единицу прибыли на акцию или во сколько раз текущая цена акции превышает приносимый ею доход. Чем выше значение этого показателя, тем выше рынок оценивает перспективы развития эмитента. Рост этого коэффициента указывает на то, что инвесторы ожидают более быстрой динамики прибыли данного эмитента по сравнению с другими. Снижение P/E свидетельствует о снижении спроса на данные акции. В принципе, можно считать, что данный коэффициент выступает как *мультипликатор доходов*.

- Коэффициент «доход–цена» E/P , служащий обратным к предыдущему. Его невысокое значение говорит о том, что акции относятся к растущим, а сравнительно высокое — к устойчивым.

Важное значение имеет и такой показатель, как *рыночная капитализация акций*. Она определяется умножением количества акций эмитента, обращающихся на рынке, на их текущую курсовую стоимость. Часто капитализацию акций рассматривают в качестве рыночной стоимости эмитента. Тогда уменьшение этого показателя свидетельствует о недостаточной инвестиционной привлекательности его акций, и наоборот.

В целом же по рассмотренным коэффициентам определяется степень недооцененности или переоцененности акций того или иного эмитента. В некотором смысле обобщающей характеристикой может

выступать *индекс Q-Тобина*, определяемый как отношение рыночной стоимости эмитента к стоимости его чистых активов. Если он меньше 1, то акции недооценены. Когда же выше 1 — переоценены. В то же время данный индекс можно использовать для оценки риска.

11.3. Технический анализ биржевого рынка

Наряду с методами фундаментального анализа широко используется такое направление исследования фондового рынка, как *технический анализ*. Он базируется на утверждении, что вся информация, необходимая для принятия инвестиционных решений, содержится в движении курсов ценных бумаг. Поэтому и предполагает выявление закономерностей движения курсов ценных бумаг, прогнозирование их наиболее вероятного изменения, а также оценку сроков существования того или иного направления ценовой динамики.

При этом делаются следующие предположения:

- любые изменения внешних факторов отражаются на динамике цен в соответствии с принципом «рынок учитывает все»;
- динамика цен подчиняется определенным закономерностям, имеющим конкретную направленность;
- данные закономерности могут иметь устойчивый характер, т. е. действует принцип «история повторяется»;
- на основе изучения реально сложившихся курсов ценных бумаг можно предсказать их будущее движение.

На практике технический анализ применяется для того, чтобы проверить достоверность и полноту результатов фундаментального анализа, спрогнозировать уровень цен и найти оптимальный момент времени для покупки или продажи ценных бумаг.

Основным инструментом технического анализа служит графическое представление анализируемой информации. Поэтому часто его называют *графическим анализом*. Обычно используются графики движения цены и объема торговли. Их называют *чартами*. В системе координат по линии абсцисс (горизонтальной) откладываются интервалы времени, по продолжительности равные одному биржевому дню¹. Таким образом формируется картина последовательности биржевой торговли. На линии ординат (вертикальной) задается шкала цен.

¹ В качестве интервала времени может приниматься и торговая неделя (5 дней), и один месяц.

Один из основных методов графического отражения динамики цен — построение *гистограмм*. В данном случае на вертикали, соответствующей определенному биржевому дню, отмечаются точки, отражающие максимальную и минимальную цены, которые затем соединяются вертикальной линией. Длина ценовой линии характеризует амплитуду колебаний цен в течение биржевого дня и достигаемый уровень цен.

Справа боковой чертой отмечается цена закрытия. При необходимости слева таким же образом выделяется цена открытия.

Данные за следующий временной период наносятся на графике правее. В результате в системе координат образуется совокупность ценовых линий за более или менее длительный интервал времени, позволяющая судить о некоторых важных индикаторах рынка. В частности, об общем направлении изменения цен, в том числе по сравнению с предыдущим днем, о неустойчивости рыночной ситуации. Общий вид гистограммы представлен на рис. 11.1.

Существует несколько методов анализа гистограмм. Один из них — определение *ключевых дней*. Таковым считается тот день, когда общая динамика цен меняет свое направление на противоположное. Восходящая тенденция сменяется нисходящей, либо наоборот. Прогнозирование наступления таких дней и служит здесь задачей технического анализа. Для этого на нижнем поле гистограммы размещают столбиковую диаграмму, отражающую объемы сделок в течение одного биржевого дня (рис. 11.2).

Признаками ключевого дня при восходящей ценовой тенденции будут резкое увеличение объемов торгов, существенный рост цен, уста-

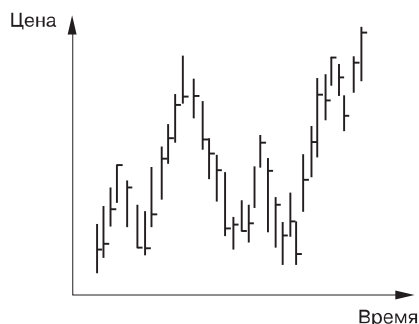


Рис. 11.1. Гистограмма

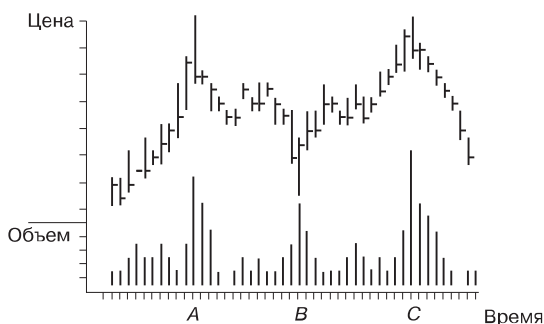


Рис. 11.2. Пример определения ключевых дней

новление цены закрытия на уровне ниже предыдущего дня. На приведенном выше графике (рис. 11.2) это дни A и C. При понижающейся ценовой тенденции такими признаками выступают минимальные цены при высоких объемах сделок и цена закрытия на уровне выше предыдущего дня. Соответственно на рис. 11.2 это день B.

Иногда цены меняются весьма активно. И минимальная в какой-то день может превысить максимальную цену предшествующего дня, либо наоборот: максимальная цена может оказаться ниже минимальной цены накануне. В этих случаях на гистограммах прослеживаются так называемые *разрывы*. Существуют четыре вида разрывов.

1. *Обыкновенные*, характеризующиеся низким объемом сделок и отсутствием ярко выраженной тенденции цен к повышению или понижению. Это означает, что рынок неустойчив и инвесторы не проявляют к нему особого интереса.
2. *Беглые*, характеризующиеся средним уровнем объема сделок на фоне медленного подъема или спада рынка. Глобального изменения цен здесь не предвидится. Такие разрывы образуются в середине ценовой тенденции. Поэтому, измерив расстояние по шкале цен от начала тенденции до точки разрыва и отметив его от точки разрыва, можно определить момент изменения в ценовом движении.
3. *Отрывные*, происходящие в условиях существенного увеличения объема сделок, когда цены стремительно растут или падают. Это свидетельствует об ажиотажном спросе или предложении ценных бумаг. Считается, что после момента отрывного разрыва связанные с ним ценовые тенденции будут продолжаться.

4. *Окончательные (завершающие)*, следующие за отрывными, но при меньшем объеме спроса или предложения. Они означают, что повышающие и понижающие тенденции себя исчерпали и готовы смениться на противоположные.

Выделение ключевых дней и разрывов не всегда позволяет точно определить направление изменения цен. Поэтому используют обыкновенные (линейные) графики, которые строятся путем соединения точек, характеризующих цены закрытия или цены на определенный момент времени. С их помощью выявляют изменения цен, которые движутся вместе в определенном направлении, — *тренды*.

При техническом анализе рассматриваются три типа трендов.

1. *Повышательный, или бычий тренд*. Он проявляется в том случае, когда в совокупности точек локальных максимумов цен каждый последующий максимум выше предыдущего.
2. *Понижательный, или медвежий тренд*. Это серия ценовых изменений, где в совокупности точек локальных минимумов цен каждый последующий минимум ниже предыдущего.
3. *Горизонтальный, или боковой тренд*. Для него характерны циклические колебания цен, которые не имеют ярко выраженной общей тенденции ни к повышению, ни к понижению.

Графически тренд изображается линией, соединяющей несколько точек локальных максимумов или минимумов цен (рис. 11.3).

Линия тренда позволяет оценить его значимость. При этом определяется протяженность линии, количество точек соприкосновения с ней ценовых пиков, угол ее наклона. Так, чем протяженнее линия, больше точек соприкосновения и меньше угол наклона, тем сильнее инерция ценовой тенденции, больше вероятность ее продолжения и меньше — изменения ее направления. Соответственно можно говорить и об обратных зависимостях.

Как правило, тренды не имеют монотонного характера. Понижение или повышение цен сопровождается их колебаниями. Соединяя точ-

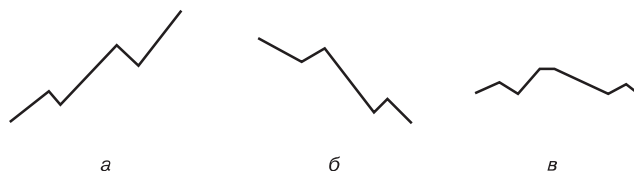


Рис. 11.3. Тренды: а — бычий, б — медвежий, в — боковой

ки максимума этих колебаний, получают линию сопротивления. Считается, что выше нее цены не должны подняться. Если же соединить точки минимума ценовых колебаний, получится линия поддержки, ниже которой цены теоретически не должны опуститься. Иными словами, существует закономерность: если цены вплотную приблизились к одной из этих линий, есть основания полагать, что произойдет смена тренда. Так, достижение уровня линии поддержки — это сигнал того, что цены достигли своего минимума, их падение прекращается, а ценные бумаги следует покупать. Достижение уровня линии сопротивления служит показателем того, что цены приблизились к своему максимуму и далее начнут снижаться. Тогда ценные бумаги можно продавать.

На практике возможны ситуации, когда цены пересекают какую-либо из линий. Это *прорыв ценового канала*, свидетельствующий, что тенденция, с ним связанная, будет сохраняться какое-то время. В данном случае пересечение линии сопротивления — сигнал для покупки ценных бумаг, а линии поддержки — сигнал для их продажи.

Описанная выше ситуация для горизонтального тренда представлена на рис. 11.4.

Достаточно часто при повышательной тенденции складывается ситуация, когда между двумя локальными максимумами цен есть еще один максимум, находящийся значительно выше. В данном случае образуется конструкция «голова и плечи», считающаяся основной моделью перелома, свидетельствующей о развороте (реверсе) направления ценовой тенденции на противоположное. При этом головой будет глобальный максимум цены, а плечами — два локальных максимума (рис. 11.5).

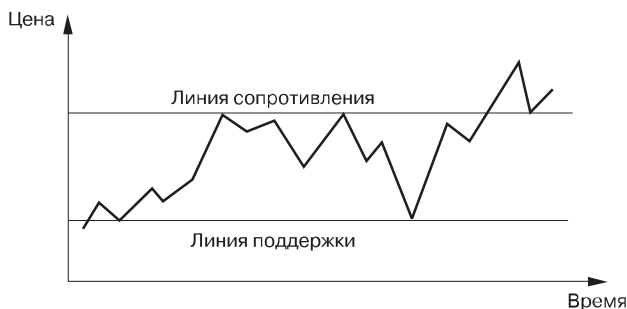


Рис. 11.4. Линии сопротивления и поддержки

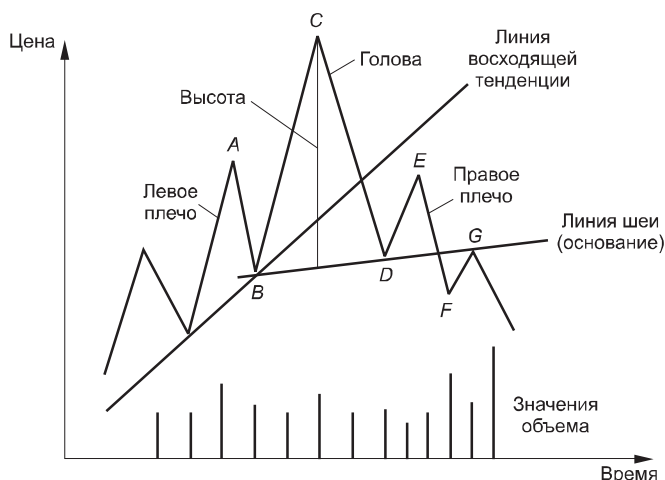


Рис. 11.5. Модель перелома «голова и плечи»

Образование левого плеча означает начало формирования модели, а правого — служит сигналом перелома тенденции. Для определения момента перелома необходимо соединить точки локальных минимумов цен, соответствующих основанию головы модели. Это так называемая *линия шеи (плеч)*. Пересечение этой линии и означает начало новой ценовой тенденции. В литературе встречается утверждение, что в данном случае расстояние от линии шеи до точки глобального максимума характеризует предел возможного падения цен¹.

Рынку с понижающимся ценовым трендом свойствен перевернутый вариант рассмотренной модели — «голова и плечи вниз».

Наряду с моделями перелома используются и *модели продолжения*. Они свидетельствуют о том, что существующий тренд остается в силе и его основное направление, скорее всего, не изменится. Наиболее известные фигуры продолжения — *треугольники*. Их общий вид для наиболее характерных ценовых тенденций представлен на рис. 11.6.

Если цена после завершения треугольника пересекает линию поддержки или сопротивления, следует ожидать нового движения цен в направлении предшествующего тренда.

¹ Биржевой портфель / Отв. ред. Ю. Б. Рубин, В. И. Солдаткин. М.: СОМИНТЭК, 1992. С. 437.

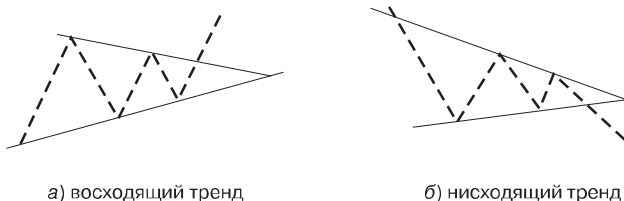


Рис. 11.6. Треугольники продолжения

Еще один вид — это графики в виде точек и фигур, или «крестики-нолики». Они позволяют узнать соотношение спроса и предложения, отразить его изменения и получить сигнал на покупку или продажу ценных бумаг. Их особенность состоит в отражении только повышения или понижения курсов ценных бумаг. При этом избирается количественный масштаб изменения цены, принимаемый за один шаг, либо в базисных пунктах, либо в денежном выражении. Промежуток времени, за который значение цены меняется, не учитывается, как и объемы торгов. Однако фактор времени не совсем выпадает из этого графика, поскольку отмечается число недели. Это и служит для ориентации по времени.

Построение графика выполняется следующим образом. На вертикальной оси отмечается курс. Пока он изменяется в одном направлении, эти изменения отражаются в одной колонке. В частности, повышение курса на один шаг отмечается знаком «Х» строго над предыдущим. В том случае, если цена падает на установленную величину, начинается новая колонка, справа от старой. Это отмечается знаком «0». Дальнейшее снижение курса фиксируется в той же колонке.

Появление на графике новых значков «Х» или «0» означает, что рынок развернулся в обратном направлении.

Отражение динамики курсов с помощью данного вида графиков представлено на рис. 11.7.

График «крестики-нолики» считают графиком *точек поворота*. Выявление таковых позволяет совершать соответствующие операции с ценными бумагами в начале ценовой тенденции.

Сейчас в техническом анализе все чаще используется метод изображения динамики биржевых курсов, называемый «*японские свечи*». В отличие от обычных столбиковых диаграмм они отражают все уровни цен. В частности, цены открытия, высшую, низшую и закрытия. При этом динамика курсов отмечается разными цветами. Если цена

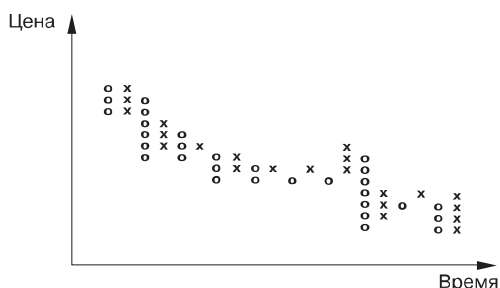


Рис. 11.7. График «крестики-нолики»

открытия оказывается выше цены закрытия, то свеча черная, если ниже — белая (рис. 11.8).

Анализ однодневных свечей позволяет судить о возможном движении биржевых цен на следующий день, а недельных — прогнозировать динамику на следующей неделе. При этом белая свеча означает повышение курса, а черная свидетельствует об обратной тенденции.

Наряду с анализом чартов применяется метод сравнения статистически рассчитанных индикаторов с текущей ценой. Наиболее универсальный и известный из них — *скользящая средняя*. Она представляет собой усредненную за определенный период цену. Чаще всего в качестве периода принимаются 5, 10 или 20 дней. Число этих цен неизменно, но каждый день самая старая из таковых отбрасывается и добавляется новая. В анализе могут использоваться простая, взвешенная и экспоненциальная скользящая средняя. На практике наибольшее применение получила *простая скользящая средняя*. Ее расчет производится по формуле арифметической средней:

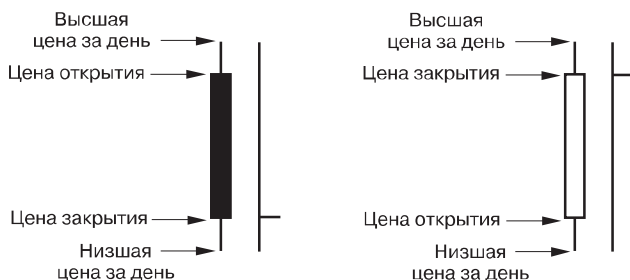


Рис. 11.8. Японские свечи

$$MA = 1/n \sum_{i=1}^n P_i$$

где MA — значение простой скользящей средней для текущего дня, P_i — цена i -го дня, n — количество дней в периоде или порядок средней¹.

Для анализа в одной и той же системе координат строятся графики скользящей средней и текущих цен. Если линия текущих цен выше графика скользящей средней, то рынок расценивается как повышательный. Для понижательного рынка характерно превышение линии скользящих средних. Пересечение линии текущих цен и линии скользящих средних означает изменение тенденции рынка.

Большое значение в техническом анализе придается построению графиков не по двум параметрам — уровень цены и время, а по трем: уровень цены, объем торговли, время. Это обусловлено тем, что объем торговли считается индикатором, усиливающим ценовые тенденции, а их сочетания позволяют заранее определять точки перелома рынка. Существуют следующие четыре принципиальные ситуации.

1. Рост цены сопровождается увеличением объема реализации. Такое сочетание тенденций свидетельствует о нормальном развитии рынка, поскольку отвечает основному принципу технического анализа: цена должна следовать за объемом реализации. Поэтому есть большая вероятность сохранения ценовой тенденции.
2. Понижение цены сопровождается спадом объемов торговли. Смысл этой ситуации аналогичен отмеченному выше состоянию рынка.
3. Рост цены сопровождается снижением объема реализации. Такая динамика рассматриваемых показателей свидетельствует о переломе тенденции с рынка быков на рынок медведей, т. е. о предстоящем снижении уровня цен.
4. Снижение цены сопровождается ростом объема реализации. Это также сигнализирует о предстоящем изменении ценовой тенденции в обратном направлении, а именно — с рынка медведей на рынок быков.

Практика показывает, что использование объема торгов в техническом анализе может быть весьма эффективным инструментом определения будущего состояния рынка.

¹ Описание иных скользящих средних можно прочитать в учебном пособии под редакцией Н. И. Берзона.

11.4. Биржевые индексы

Важнейшие индикаторы рынка ценных бумаг — фондовые индексы, или индексы деловой активности.

Фондовые индексы — это статистическая средняя величина, рассчитанная на основе курсовой стоимости ценных бумаг, составляющих индекс.

В зависимости от выбора ценных бумаг они могут отражать фондовый рынок в целом (так называемые *сводные, или композитные, индексы*) рынок групп ценных бумаг, отраслевой рынок. Индексы разработаны для различных финансовых инструментов, однако наиболее известны *индексы на акции*. Здесь главным критерием отбора акций для составления индексов служит их репрезентативность, т. е. колебания цен на данную акцию должны отражать колебания цен всего рынка, а также надежность эмитента.

Биржевая практика выработала несколько основных правил в отношении индексов. В частности, они должны:

- показывать, какие изменения произошли с ценами акций в день торгов по сравнению с определенным начальным периодом котировки;
- расти, когда повышаются цены большинства акций, и падать, когда они снижаются;
- опираться на относительно большое количество ценных бумаг, которые обращаются на данном рынке;
- зависеть не от самих стоимостей акций, а только от изменений их стоимостей.

Каждый индекс имеет следующие основные характеристики:

- список индекса, т. е. набор акций, входящих в него;
- метод расчета или усреднения;
- виды весов к курсовым стоимостям акций, входящих в список индекса;
- базисное значение индекса (значение индекса в базисном году).

В базисный период цены акций, включенных в индекс, трансформируются для простоты расчетов таким образом, чтобы он равнялся 10, 100 или 1000.

Существуют три принципиальных метода расчетов фондовых индексов.

Метод простой средней арифметической предполагает, что на момент закрытия торгов цены акций, входящих в индекс, складываются, а полученная сумма делится на корректирующий коэффициент (делитель). Этот коэффициент в базисном году равняется количеству компаний, чьи акции включены в расчет индекса; по мере исключения компаний или включения новых, а также в результате таких корпоративных действий, как эмиссия новых акций, их дробление или консолидация, выплата дивидендов акциями, он корректируется¹. Соответственно расчет индекса производится по формуле:

$$I = (\sum P_i) / K,$$

где I — биржевой индекс, P_i — цена одной акции i -ой компании, K — делитель (корректирующий коэффициент).

Относительная простота расчета индекса по этому методу, однако, содержит в себе существенный недостаток: каждая акция имеет одинаковый вес, равный цене, независимо от размеров эмитента, т. е. не учитывается масштаб рынка акций. Поэтому такие индексы называют *ценовыми*.

Данным методом рассчитывается наиболее известный *промышленный индекс Доу-Джонса (DJIA)* для акций 30 крупнейших компаний, котируемых на Нью-Йоркской фондовой бирже. Он впервые опубликован в 1884 г., а с 1928 г. принял современный вид².

Простым средним арифметическим определяется и индекс «*Никкей*» (*Nikkei*, N-225) Токийской фондовой биржи, составленный на базе акций 225 компаний.

Индексы по *методу средней геометрической* рассчитываются путем извлечения корня n -ой степени из произведения индивидуальных индексов акций, под которыми понимается темп роста их курсов на определенный торговый день. Степень корня при этом определяется количеством эмитентов, чьи акции включены в расчет индекса. Общая формула расчета индекса имеет вид:

$$I = \sqrt[n]{\prod_{i=1}^n P_{i,t} / P_{i(t-1)}},$$

¹ Подробно о корректировке индексов можно прочитать в учебном пособии «Фондовый рынок» под ред. Н. И. Берзона, (с. 363–367), а также в книге А. А. Килячкова и Л. А. Чалдаевой «Рынок ценных бумаг и биржевое дело» (с. 54–55).

² Сегодня это семейство нескольких индексов: промышленного, транспортного, коммунального, сводного и облигационного.

где $P_{i,t}$ — курсовая стоимость акции i -ой компании на момент времени t , $P_{i(t-1)}$ — курсовая стоимость акции i -ой компании на предыдущий день.

Если такой индекс больше 1, это свидетельствует о тенденции роста курсовых цен, и наоборот.

Существует и невзвешенный вариант среднегеометрического индекса. В этом случае корень извлекается из произведения курсов акций на определенный момент времени:

$$I = \sqrt[n]{\prod_{i=1}^n P_{i,t}}.$$

Однако и в том и в другом случае также не учитываются объемы торгов и масштабы корпораций.

Наиболее известны из среднегеометрических индексов композитный индекс «Вэлью Лайн» (*Value Line*) в США, включающий акции 1695 компаний, и старейший фондовый индекс Великобритании *FT-30* (индекс *Financial Times*), исчисляемый по 30 лидирующим на рынке компаниям.

Отразить влияние объемных показателей позволяет метод *взвешенной средней арифметической*. При этом в качестве весов обычно используется рыночная капитализация эмитента, т. е. рыночная стоимость его акций, умноженная на их количество:

$$I = [(\sum P_{i,t} \times Q_{i,t}) / (\sum P_{i,0} \times Q_{i,0})] \times K,$$

где $P_{i,t}$ — курсовая стоимость акции i -ой компании на момент времени t , $P_{i,0}$ — курсовая стоимость акции i -ой компании в базовом периоде, $Q_{i,t}$ — количество акций в обращении на момент времени t , $Q_{i,0}$ — количество акций в обращении в базовом периоде, K — базовое значение индекса.

В результате наибольшее влияние на индекс оказывают колебания курсов акций крупных корпораций¹. Соответственно такие индексы называют *капитализационными*. Они имеют две основные вариации. Если сравнение цен происходит с базисным периодом, это *базисный индекс*, а если с предыдущим периодом — *цепной*.

В качестве весов может использоваться и цена акций в выборке. Тогда индекс определяется по формуле:

$$I = \sum P_{i,t} / \sum P_{i,0}.$$

¹ В литературе встречаются такие названия этого метода, как рыночное или стоимостное взвешивание.

В США методом взвешенной средней арифметической рассчитываются индексы «*Standard & Poor's*», в частности, наиболее известный *S&P-500*, сводный индекс Нью-Йоркской фондовой биржи *NISE*, индексы автоматизированной системы котировок Национальной ассоциации дилеров и брокеров *NASDAQ*, индекс Американской фондовой биржи *AMEX*, индекс «*Wilshire 5000*». В Великобритании к данной группе индексов относятся индексы семейства *FT-SE (Футси)*, в Германии — *DAX*, во Франции — основные фондовые индексы *CAC*, в Японии — *TOPIX*.

Как видно, средневзвешенные арифметические индексы составляют наиболее широкую группу фондовых индексов.

Глобализация фондового рынка на современном этапе привела к интернационализации портфелей ценных бумаг, что вызвало необходимость появления обобщающих индексов. Первым из них стал Всемирный индекс актуариев, рассчитываемый по акциям 2500 эмитентов из 24 стран мира. Аналогичны ему и сопоставимы по объему — *Международный индекс Морган Стенли и Первый Бостон Юромани Индекс*.

В России собственно биржевым индексом служит *сводный индекс ММВБ (СФИ)*, который рассчитывается по итогам торгового дня в аналитических целях на базе обыкновенных именных акций, включенных в котировальный лист ММВБ. Для определения индекса используются средневзвешенные цены сделок текущего торгового дня. Сам расчет производится по формуле:

$$I = (1/D) \left[\sum P_i Q_i / \sum P_{j,b} Q_{j,b} \right],$$

где Q_i — количество акций i -го вида в обращении, P_i — средневзвешенная цена акции i -го вида, $Q_{j,b}$ — количество акций j -го вида в обращении на момент определения первого значения индекса, $P_{j,b}$ — средневзвешенная цена акции j -го вида на момент определения первого значения индекса, D — поправочный коэффициент, корректирующий значение индекса при изменении базы расчета.

В свою очередь:

$$D = (I/I_0) D_0,$$

где I — значение индекса, рассчитанное с учетом изменения базы расчета с использованием текущего поправочного коэффициента, I_0 — то же, но без учета изменения базы расчета, D_0 — текущий поправочный коэффициент.

Для принятия решений о приостановке торговой сессии при превышении допустимых границ колебаний курсов акций используется

технический сводный индекс ММВБ. Он рассчитывается в ходе торговой сессии каждые 30 мин., начиная с момента определения индекса открытия. При этом используются средневзвешенные цены акций, рассчитанные на основании сделок в течение последних 60 мин., предшествующих определению индекса. При расчете используется следующая формула:

$$I = (\sum P_i Q_i / \sum P_0 Q_0) \times I_0,$$

где $P_i Q_i$ — текущая рыночная капитализация акций, входящих в базу расчета индекса, $P_0 Q_0$ — базовая рыночная капитализация акций, I — текущее значение индекса, I_0 — начальное значение индекса.

Наиболее известные фондовые индексы внебиржевого рынка в России — индексы «АК&М», «Интерфакса», а также Российской торговой системы (РТС).

Одними из первых на российском рынке ценных бумаг появились *индексы агентства «АК&М»*, которые начали рассчитываться с 1 сентября 1993 г. На данный момент они представлены сводным, промышленным и финансовым индексами, которые определяются как взвешенная средняя арифметическая и позволяют оценить динамику изменения капитализации рынка. При расчетах используется около 1200 котировок, поступающих в базу данных агентства от 500 профессиональных участников рынка ценных бумаг из различных регионов. При установлении котировальной цены учитываются только те виды бумаг, по которым имеется не менее трех котировок на продажу и не менее трех котировок на покупку. Котировальная цена определяется как простая средняя из лучших 25% цен на покупку и на продажу.

Базисное значение индекса «АК&М» равно 1000. А на текущий день рассчитывается по формуле:

$$I_1 = (\sum P_{i,1} Q_i / \sum P_{i,0} Q_i) I_0,$$

где I_1 — значение индекса на текущий день, I_0 — значение индекса на предыдущий день, $P_{i,1}$ — цена акции i -ой компании на текущий день, $P_{i,0}$ — цена акции i -ой компании на предшествующий день, Q_i — количество акций i -ой компании.

Индексы «Интерфакса» описывают изменение средней цены акций определенного набора компаний в текущем периоде по сравнению с базисным. К ним относятся три отраслевых индекса: банковский, предприятий нефтегазового комплекса и предприятий цветной металлургии. При этом акции компаний двух отраслей промышленности должны котироваться на внебиржевом рынке не менее 5 месяцев. Базисом индекса служит величина, принятая за 100 на 1 декабря 1994 г.

Методика построения данных индексов предполагает три этапа расчетов. На первом этапе устанавливаются средневзвешенные цены покупки акций эмитентов, входящих в листинг. На втором — определяются средние цены акций всех компаний, входящих в листинг. На третьем — создается сам индекс.

Индексы «Интерфакса» рассчитываются ежедневно, что позволяет составлять динамичные ряды, характеризующие тенденцию развития рынка ценных бумаг. Если происходит изменение выборочной совокупности предприятий, по курсам акций которых определяется индекс, то вводятся специальные поправочные коэффициенты.

Наиболее популярным внебиржевым индексом служит *индекс РТС*, который рассчитывается ежедневно по результатам торговой сессии. Он учитывает цены акций, которые котируют маркет-мейкеры в системе РТС, и рассчитывается как отношение суммарной рыночной капитализации обыкновенных акций компаний, включенных в список для расчета индекса, к суммарной рыночной капитализации этих же компаний на базовую дату, в качестве которой принято 1 сентября 1995 г. Полученная величина умножается на базовое значение индекса, равное 100. Таким образом, индекс определяется по формуле средней арифметической взвешенной:

$$I_n = (MC_n / MC_0) \times 100,$$

где I_n — индекс на расчетное время, MC_n — суммарная рыночная капитализация акций на текущее время, MC_0 — суммарная рыночная капитализация акций на начальную дату.

Число компаний, акции которых учитываются при расчете индекса РТС, может периодически пересматриваться благодаря включению в список новых эмитентов. Чтобы при введении в расчет новых компаний не произошел скачкообразный рост индекса, осуществляется его пересчет. Для этого рассчитывается капитализация с учетом новой компании на день ее включения в список и сравнивается с капитализацией на предшествующий день с учетом вновь включенной компании. В этом случае в качестве базового значения берется величина индекса, рассчитанного на предшествующий день¹.

В завершение следует отметить, что на практике фондовые индексы выступают обобщающими характеристиками макроэкономической ситуации и инвестиционного климата, инструментами анализа и про-

¹ Более подробно о российских фондовых индексах можно прочитать в учебных пособиях под ред. Н. И. Берзона, В. А. Галанова, В. С. Торкановского.

гнозирования как текущих тенденций конъюнктуры рынка ценных бумаг, так и долгосрочных изменений; ориентирами при оценке эффективности управления индивидуальными портфелями ценных бумаг, сравнения их доходности и риска с аналогичными характеристиками так называемого индексного портфеля.

В современных условиях фондовые индексы используются и в качестве базисного актива для производных финансовых инструментов, например, опционов и фьючерсов на индекс, опционов на фьючерсы на индекс. Это дает возможность участвовать в спекулятивной игре, а также осуществлять хеджирование биржевых сделок.

Вместо заключения

Итак, вы закончили изучение материалов курса лекций по рынку ценных бумаг. Практика свидетельствует, что сейчас именно этот рынок опосредует основные инвестиционные процессы. Поэтому без изучения его закономерностей, освоения правил работы с ценными бумагами, знания законодательства в этой специфической сфере финансовых отношений предпринимателю, менеджеру, экономисту не обойтись.

Формирование и увеличение собственного капитала акционерных обществ, привлечение заемного капитала, участие в вексельном обороте — эти и многие другие хозяйственные процессы требуют теоретических познаний и практических навыков в области ценных бумаг.

Специфика российской экономики переходного периода, особенности становления отечественного фондового рынка, неотработанность нормативной базы, неприменимость многого из опыта развитых стран еще более диктуют необходимость изучения данного предмета.

Надеемся, что представленное учебное пособие помогло вам в освоении основ рынка ценных бумаг, а полученные знания пригодятся в будущем.

Мишарев Андрей Александрович

Рынок ценных бумаг

Серия «Учебное пособие»

Заведующий редакцией
Ведущий редактор
Выпускающий редактор
Литературный редактор
Художественный редактор
Корректоры
Верстка

*С. Жильцов
Т. Середова
Е. Егерева
Е. Трофимов
К. Радзевич
Н. Першакова, Т. Христич
А. Сенив*

Подписано в печать 20.09.06. Формат 60×90/16. Усл. п. л. 16. Тираж 3000. Заказ
ООО «Питер Пресс», 198206, Санкт-Петербург, Петергофское шоссе, д. 73, лит. А29.
Налоговая льгота — общероссийский классификатор продукции ОК 005-93, том 2;
95 3005 — литература учебная.